



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

2025 թ. 4-րդ եռամսյակ

Դրամավարկային քաղաքականության զեկույց

Դրամավարկային
քաղաքականության ծրագիր

Հրապարակման ամսաթիվ՝ 16 դեկտեմբերի 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 բանկը 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 դեկտեմբերի 12-ը հասանելի փաստացի տեղեկատվության վրա:



01 |

Գլխավոր ամփոփագիր

Ա. Դրամավարկային քաղաքականության հաղորդագրություն

ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշեց իջեցնել վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը՝ սահմանելով 6.50%:

2025 թվականի դեկտեմբերի 16-ի նիստում ԿԲ խորհուրդը որոշեց 0.25 տոկոսային կետով իջեցնել վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը՝ սահմանելով 6.50%:

2025 թվականի չորրորդ եռամսյակում 12-ամսյա գնաճը դանդաղել է՝ նոյեմբերին կազմելով 3.1%: Այդ ընթացքում 12-ամսյա բնականոն գնաճը փոքր-ինչ ավելացել է՝ կազմելով 3.8%:

2025 թվականի չորրորդ եռամսյակում համաշխարհային տնտեսությունում և Հայաստանի հիմնական գործընկեր երկրներում պահանջարկի աճի հետագա դանդաղման, իսկ ԱՄՆ-ում զուգահեռաբար նաև գնաճի արագացման ռիսկերը պահպանվում են: ԱՄՆ-ում սպառման աճի բարձր տեմպը շարունակում է նպաստել հարաբերականորեն բարձր տնտեսական աճի ձևավորմանը և գնաճային միջավայրի որոշակի ընդլայնմանը: Մյուս կողմից՝ ֆինանսական ակտիվների գների հնարավոր ճգնաժամային և աշխատաշուկայի պայմանների հետագա, անցանկալի թուլացման ռիսկերը կարող են բացասական ազդեցություն ունենալ միջնաժամկետ աճի հեռանկարի վրա: Միջնաժամկետում, ԱՄՆ պետական պարտքի մեծացման պայմաններում, երկարաժամկետ տոկոսադրույքների շուրջ անորոշությունը պահպանվում է: Հայաստանի հիմնական գործընկեր մյուս երկրներում, չնայած վերջին ամիսներին աճի վերականգնման որոշակի թույլ ազդակներին, միջնաժամկետ աճի ու պահանջարկի թուլացման ռիսկերը մնում են առարկայական: Նավթի, իսկ վերջին ամիսների ընթացքում նաև պարենի համաշխարհային գները դրսևորում են աստիճանական նվազման միտումներ: Այնուամենայնիվ, աշխարհաքաղաքական անորոշությունները և միջազգային առևտրային հարաբերություններում լարվածությունը շարունակում են համաշխարհային տնտեսությունում գնաճի տատանողականության աղբյուր հանդիսանալ: Այս համատեքստում, հաշվի առնելով մի կողմից՝ թույլ պահանջարկի միջավայրի ձևավորման, իսկ մյուս կողմից՝ բարձր գնաճային միջավայրի պահպանման ռիսկերը, հավանական է, որ առաջատար երկրների կենտրոնական բանկերն առաջիկայում հիմնականում կպահպանեն կամ աստիճանաբար կթուլացնեն դրամավարկային պայմանները:

2025 թվականի չորրորդ եռամսյակում Հայաստանում բարձր տնտեսական ակտիվությունը պահպանվում է: Վերջինիս շարունակում են զգալիորեն նպաստել շինարարության և ծառայությունների ճյուղերը, ինչպես նաև որոշ կարճաժամկետ, ոչ կառուցվածքային գործոններ: 2025 թվականի չորրորդ եռամսյակներում տեղական ապրանքների և ծառայությունների նկատմամբ բարձր արտաքին պահանջարկը պահպանվում է: Միևնույն ժամանակ, ներքին պահանջարկի ընթացիկ պայմանների, ինչպես նաև դրա հետագա միտումների հետ կապված զգալի անորոշությունները պահպանվում են: Նման իրավիճակում պահանջարկի ազդեցությունը գնաճի վրա դեռևս գնահատվում է չեզոք, իսկ գնաճի ընթացիկ միտումները հիմնականում պայմանավորված են առաջարկի որոշ գործոններով: Զուգահեռաբար՝ աշխատավարձերի աճը, կոշտ գներով բնութագրվող ծառայությունների գնաճը և գնաճային սպասումները շարունակում են դրսևորել կայունացման միտումներ: Միաժամանակ, կարճաժամկետ և միջնաժամկետ հորիզոնում հարկաբյուջետային քաղաքականության կողմից ներքին պահանջարկի ընդլայնման ռիսկերը թուլացել են:

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 անորոշությունների պայմաններում մի կողմից՝ խորհուրդը դիտարկել է Ա տիպի սցենարներ՝ կապված հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցությամբ համաշխարհային չեզոք տոկոսադրույքների հնարավոր աճի, ինչպես նաև ներքին տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների ձևավորման հետ, որոնք պահանջում են շուկայական սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության ավելի բարձր տոկոսադրույքի ուղեգիծ: Մյուս կողմից՝ խորհուրդը քննարկել է Բ տիպի սցենարներ՝ ներառյալ գործընկեր երկրներում տնտեսական աճի դանդաղման, ներքին տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների թուլացման և, անշարժ գույքի գների հնարավոր, աստիճանական ճգնաժամային պայմաններում, տնտեսությունում թույլ պահանջարկի միջավայրի ձևավորման ու խորացման վերաբերյալ ռիսկեր, որոնք ենթադրում են շուկայական սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության ավելի ցածր տոկոսադրույքի ուղեգիծ:

Արդյունքում՝ հավասարակշռելով վերը նշված երկու ուղղությամբ ռիսկերը՝ ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշեց շուկայի սպասումներին համահունչ իջեցնել քաղաքականության 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 դեկտեմբերի, 2025 թ.

Նախագահ
Մարտին Գալստյան

Նախագահի տեղակալ
Հովհաննես Խաչատրյան

Խորհրդի անդամներ
Դավիթ Նահապետյան
Արտակ Մանուկյան
Լևոն Սահակյան
Նարեկ Ղազարյան
Արմեն Բթոյան

Բ. Տնտեսական իրավիճակի ամփոփագիր

Համաշխարհային տնտեսություն

2025 թ. 4-րդ եռամսյակում համաշխարհային տնտեսության աճի հեռանկարը շարունակել է վատթարանալ: 2025 թվականի 1-ին կիսամյակում տնտեսական քաղաքականության շուրջ անորոշությունների համատեքստում ԱՄՆ-ում ՀՆԱ աճը դրսևորել է զգալի տատանողականություն: Այդուհանդերձ, 3-րդ եռամսյակում աճը զգալիորեն արագացել է (ըստ Նախնական գնահատականի՝ տ/տ 3.6%)՝ արտացոլելով սպառման ընդլայնումը և արհեստական բանականության մեջ ներդրումային ակտիվության աճը: Տնտեսությունում սպառման և եկամուտների անհավասարության ֆոնին ֆինանսական ակտիվների բարձր գները շարունակում են խթանել բարձր եկամուտ ունեցող տնային տնտեսությունների սպառման բարձր աճը, մինչդեռ տնտեսության այլ հատվածներում աշխատավարձերի աճի դանդաղումը և ժամկետանց վարկերի կուտակումը պահանջարկի թուլացման ազդակներ են պարունակում: Պահանջարկի աճը խթանող գործոնների և սպառման կառուցվածքի առանձնահատկությունների պարագայում ակտիվների գների հնարավոր հետագա ճգնաժամները կարող են հանգեցնել ԱՄՆ-ում աճի հեռանկարի վատթարացմանը, ինչն իր հերթին կարող է բացասական հետևանքներ ունենալ համաշխարհային պահանջարկի պայմանների վրա:

ԱՄՆ հարկաբյուջետային քաղաքականության հեռանկարի հետ կապված բարձր անորոշությունը պահպանվում է: Հաշվի առնելով միջնաժամկետում պակասորդի և պետական պարտքի հնարավոր էական աճը՝ երկարաժամկետ տոկոսադրույքների հնարավոր հետագա աճի ռիսկերը պահպանվում են: Վերոնշյալ զարգացումները կարող են ազդել ոչ միայն ԱՄՆ ԴԴՀ դրամավարկային քաղաքականության հեռանկարի, այլև զարգացող երկրներում չեզոք տոկոսադրույքի և կապիտալի հոսքերի վրա:

Վերջին եռամսյակի ընթացքում գնաճն արագացման միտումներ է ցուցաբերել՝ սեպտեմբերին կազմելով տ/տ 3.0%, ինչը հիմնականում արտացոլել է առևտրային քաղաքականության ազդեցության աստիճանական փոխանցումը սպառողական գների: Թեև, հատկապես վերջին շրջանում, առևտրային քաղաքականության շուրջ անորոշությունները նվազել են, այդուհանդերձ, առաջիկայում մաքսատուրքային քաղաքականության ազդեցության չափն ու բնույթը մեծապես կախված կլինեն ներքին պահանջարկի պայմանների հեռանկարից: Միևնույն ժամանակ, աշխատաշուկայի պայմանների որոշակի մեղմացումը, ինչն արտացոլվում է աշխատավարձերի աճի դանդաղմամբ, գործազրկության և աշխատանքից ազատվածների թվի համեմատաբար կայուն մակարդակների ձևավորմամբ, դեռևս չի վկայում պահանջարկի պայմանների կտրուկ թուլացման մասին: Այս իրավիճակը զգալիորեն դժվարացնում է ԱՄՆ ԴԴՀ-ի կողմից գների կայունության և լրիվ զբաղվածության ապահովման խնդրի լուծումը:

2025 թ. երրորդ եռամսյակում Եվրոգոտու տնտեսական աճը դանդաղել է՝ կազմելով տ/տ 1.4%: Աճի շարունակական դանդաղումը արտացոլում է առկա կառուցվածքային խնդիրները, տնտեսության բեռնացումը և թույլ ներքին պահանջարկը: Վերջին մոմսերին գնաճային միջավայրը շարունակել է կայունանալ՝ մոտենալով Նպատակային մակարդակին: Թեև հիմնարար գնաճի ցուցանիշները որոշակիորեն նվազել են՝ ծառայությունների գնաճը դեռևս պահպանվում է թիրախից բարձր մակարդակում, իսկ աշխատաշուկայի խիստ պայմանները ցույց են տալիս թուլացման ոչ միանշանակ ազդակներ: Աճի միջնաժամկետ և երկարաժամկետ հեռանկարները մնում են անորոշ և խնդրահարույց: Մի կողմից՝ կառուցվածքային մարտահրավերները, աճի բեռնացումը և առևտրային անորոշությունները զգուշավոր քիզեն միջավայրի ձևավորմանը

Նպաստող հիմնական գործոններն են, որոնք բացասաբար են անդրադառնում ԵԳ-ում արտադրության և ներդրումների իրականացման որոշումների վրա: Մյուս կողմից՝ կառուցվածքային խնդիրներին հակազդելու Նպատակով իրականացվող հարկաբյուջետային խթանման միջոցառումները կարող են դրական ազդեցություն ունենալ որոշ արտադրողական ոլորտների վրա: Այդուհանդերձ, ռազմարդյունաբերության ոլորտի վրա կենտրոնացումը կարող է տնտեսության անհամաչափ զարգացման և գնաճային միջավայրի ընդլայնման ռիսկեր պարունակել:

Նավթի համաշխարհային գները և դրանց միջնաժամկետ հեռանկարի հետ կապված սպասումները շարունակել են նվազել, թեև անորոշությունները պահպանվում են: Մի կողմից՝ նավթի արդյունահանման ծավալների բարձր մակարդակը, ինչպես նաև համաշխարհային պահանջարկի թուլացումը կարող են լրացուցիչ գնանկումային ճնշումներ ստեղծել: Մյուս կողմից՝ աշխարհաքաղաքական լարվածության հնարավոր սրացումը, ինչպես նաև ՌԴ-ի Նկատմամբ երկրորդային պատժամիջոցների կիրառումը կարող են հանգեցնել մատակարարման շղթաների հնարավոր խաթարումների և ձևավորել գնաճային ճնշումներ

2025 թ. 3-րդ եռամսյակում ՌԴ տնտեսական աճը շարունակել է զգալիորեն դանդաղել՝ կազմելով տ/տ 0.6%: Միևնույն ժամանակ, հոկտեմբերին Նկատվել է տնտեսական ակտիվության աճի որոշակի ընդլայնում հատկապես ծառայությունների և առևտրի ճյուղերում, ինչը պահանջարկի որոշակի վերականգնման ազդակներ կարող է պարունակել: Այդուհանդերձ, վարկավորման Նկատմամբ պահանջարկի նվազումը և չաշխատող վարկերի աճը կարող են վկայել պահանջարկի զգալի թուլացման մասին: Գնաճը և հիմնարար գնաճի ցուցանիշները, չնայած վերջին ամիսներին դիտված որոշակի դանդաղմանը, պահպանվել են թիրախից զգալիորեն բարձր մակարդակում: Միաժամանակ, աշխատաշուկայի պայմանները մնում են խիստ՝ գնաճային ճնշումներ գործադրելով տնտեսության վրա, իսկ միգրացիոն քաղաքականության խստացումը կարող է ճնշումների խորացման լրացուցիչ աղբյուր հանդիսանալ: Նավթի գների շուրջ անորոշությունները ռիսկեր են պարունակում հարկաբյուջետային քաղաքականության տեսանկյունից, իսկ ոչ նավթագազային եկամուտների ավելացման Նպատակով հարկային վարչարարության խստացումը (հատկապես՝ ԱԱՀ բարձրացում) կարող է բացասական հետևանքներ ունենալ ՌԴ-ում ներքին պահանջարկի պայմանների և սպառման վրա: Մի կողմից՝ պահանջարկի աճի դանդաղումը, իսկ մյուս կողմից՝ աշխատաշուկայի խիստ պայմանների պահպանումը և բարձր գնաճային սպասումները ՌԴ ԿԲ-ի համար լուրջ խնդիրներ են առաջադրում կարճաժամկետում գնաճ-տնտեսական աճ երկվորյակի արդյունավետ կառավարման տեսանկյունից:

Ներքին պահանջարկի պայմաններ

2025 թ. 3-րդ եռամսյակում Հայաստանի տնտեսական աճը որոշակիորեն արագացել է՝ կազմելով տ/տ 6.2%՝ ձևավորվելով աճի երկարաժամկետ կայուն մակարդակի գնահատականից փոքր-ինչ բարձր մակարդակում: Ավելին, տնտեսական ակտիվության ցուցանիշը ևս պահպանվել է բարձր մակարդակում՝ հոկտեմբերին կազմելով տ/տ 10.1%: 3-րդ և 4-րդ եռամսյակներում 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 ճյուղի աճի ապահովման մեջ մեծ դերակատարում ունեն SS և ֆինանսական ծառայությունների ճյուղերը (համատեղ նպաստումը տնտեսական աճին՝ 1.8 տ.կ.), այնուամենայնիվ, հատկապես վերջին ամիսներին ոլորտի այլ ենթաճյուղերում աճի արագացումը կարող է վկայել պահանջարկի պայմանների հնարավոր ընդլայնման մասին: Որոշ կարճաժամկետ, ոչ կառուցվածքային գործոնների աստիճանական չեզոքացմանը զուգահեռ նկատվում է առևտրի ճյուղի աճի դանդաղում: Մյուս կողմից՝ վերջին երկու եռամսյակներում արդյունաբերության ճյուղում աճը որոշակիորեն վերականգնվել է՝ հիմնականում արտացոլելով մշակող արդյունաբերության «ավանդական» ենթաճյուղերում բարձր աճի դրսևորումը: Ավելին, ոլորտի արտահանման, վարկավորման պահանջարկի և արտադրական կարողությունների աճը կարող է դրական ազդակներ պարունակել նաև ճյուղի հեռանկարի տեսանկյունից:

2025 թ. մայիսից ի վեր դեպի ՀՀ զբոսաշրջային հոսքը կտրուկ արագացել էր, ինչն ուղեկցվել է կազմի և կառուցվածքի որոշակի փոփոխություններով, սակայն սեպտեմբերից նկատվել է զբոսաշրջային հոսքի բնականոն դանդաղում: Միևնույն ժամանակ, տեղական ապրանքների և ծառայությունների նկատմամբ բարձր արտաքին պահանջարկը պահպանվում է: Միջնաժամկետում արտաքին պահանջարկի հեռանկարը մնում է անորոշ՝ կապված ինչպես համաշխարհային և ՌԴ տնտեսություններում պահանջարկի թուլացման ռիսկերի, այնպես էլ տարեսկզբից զբոսաշրջության ոլորտում արձանագրված կառուցվածքային փոփոխությունների տևական պահպանման հետ:

Դեպի ՌԴ սեզոնային միգրացիայի միտումների և դրամական միջոցների փոխանցման եղանակների շուրջ անորոշությունը պահպանվում է: Մի կողմից՝ ընթացիկ մակարդակում ռուբլու փոխարժեքի երկար պահպանումը կարող է ավելացնել ՀՀ-ից 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:

Ամփոփելով՝ տարբեր ազդակներ կարող են վկայել 4-րդ եռամսյակում թույլ դրական ՀՆԱ ճեղքի ձևավորման մասին: Այնուամենայնիվ, տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները, տարբեր ճյուղերում անհամաչափ զարգացումները և այլ ցուցանիշներից բխող տարբեր ենթադրություններն ավելացնում են տնտեսության մեջ համախառն պահանջարկի և առաջարկի հարաբերական դիրքի շուրջ առկա անորոշությունները: Մի կողմից՝ վարկավորման շարունակական բարձր աճը, մասնավոր սպառման բարձր մակարդակը և հիմնականում պահանջարկի ընդլայնմամբ շարժվող ճյուղերում բարձր աճի արձանագրումը կարող են վկայել տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի առկայության մասին: Մյուս կողմից՝ աճի կենտրոնացվածության պահպանումը, մանրածախ առևտրի աճի շարունակական դանդաղումը, աշխատավարձերի թույլ աճի միտումները, ծառայությունների և կոշտ գներով ոչ արտահանելի ապրանքների աճի ցածր մակարդակները համահունչ չեն տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների ձևավորմանը և կարող են վկայել թույլ պահանջարկի միջավայրի առկայության մասին:

Ընթացիկ տարում շարունակում է արձանագրվել հարկային եկամուտների բարձր կատարողական, իսկ ընթացիկ և կապիտալ ծախսերի գերակատարման ռիսկերը էապես նվազել են: 2025 թ. առաջին տասը ամիսներին պետական բյուջեի պակասուրդը զգալիորեն ցածր է եղել պլանավորված մակարդակից: Այս իրավիճակում, 2025 թ. համար պլանավորվող պակասուրդի ամբողջական կատարման պարագայում, չորրորդ եռամսյակում կարող են նկատվել որոշ թույլ գնաճային ճնշումներ: Այդուհանդերձ, հաշվի առնելով նաև 2026 թվականից պլանավորվող հարկաբյուջետային կոնսոլիդացիան՝ հարկաբյուջետային քաղաքականության՝ պահանջարկի պայմանների վրա նշանակալի ընդլայնողական ազդեցության

ռիսկերը թուլացել են: Առաջիկայում հիմնական անորոշությունները կապված են վարչարարության բարելավման և ընթացիկ ու կապիտալ ծախսերի կատարողականի համատեքստում բյուջեի պակասուրդի և պետական պարտքի ուղեգծի հետ: Սա, իր հերթին, կարող է անորոշություններ պարունակել երկրի ռիսկի հավելավճարի տեսանկյունից:

Աշխատանքի շուկա և գնաճ

Աշխատանքի շուկայի պայմանների շուրջ անորոշությունը պահպանվում է: Գործազրկության մակարդակը 2-րդ եռամսյակում կազմել է 12.3%: Հարկ է նշել, որ, ըստ աշխատուժի հետազոտության արդյունքների, 2025 թվականի 2-րդ եռամսյակում, Նախորդ տարվա նույն եռամսյակի համեմատությամբ, դիտվել է աշխատանքային ռեսուրսների ավելացում, որոնք, սակայն, հիմնականում հաշվառվել են տնտեսապես ոչ ակտիվ բնակչության կազմում, իսկ զբաղվածների թիվը մնացել է գրեթե անփոփոխ: Վերջինս կարող է արտահայտել տնտեսությունում աշխատուժի նկատմամբ ձևավորված ցածր պահանջարկը: Ի հակադրում դրան, ըստ ՊԵԿ տվյալների, պաշտոնապես գրանցված աշխատողների թիվը շարունակում է կայուն տեմպերով աճել՝ արտացոլելով աշխատուժի նկատմամբ բարձր պահանջարկի պահպանումը: Գրանցված աշխատողների թվի ավելացումը կարող է վկայել նաև տնտեսությունում կառուցվածքային փոփոխությունների մասին՝ արտահայտելով ոչ ֆորմալ զբաղվածությունից աշխատուժի տեղաշարժը դեպի ֆորմալ զբաղվածություն: Միաժամանակ, աշխատավարձերի աճի վերջին զարգացումները տարբեր մեկնաբանությունների տեղիք են տալիս: Մի կողմից՝ 2025 թ. 3-րդ եռամսյակում աշխատավարձերի աճի դանդաղումը (տ/տ 4.3%) կարող է տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների որոշակի թուլացման ազդակներ պարունակել: Այնուամենայնիվ, աշխատավարձի աճի դանդաղում է դիտվել հիմնականում ֆինանսական և ՏԿ ոլորտում, մինչդեռ տնտեսության այլ ճյուղերում աշխատավարձերի աճը որոշակիորեն արագացել է՝ 3-րդ եռամսյակում կազմելով՝ 6.7%: Սա, մյուս կողմից, վկայում է տնտեսությունում պահանջարկի համեմատաբար կայուն պայմանների մասին: Միջնաժամկետում աշխատուժի առաջարկի հնարավոր աճը կարող է լրացուցիչ մեղմել աշխատաշուկայի պայմանները և նվազեցնել դրանից եկող ճնշումները: Հիմնական անորոշությունները կապված են ՌԴ տնտեսության հեռանկարի, ՌԴ միգրացիոն քաղաքականության խստացման հետևանքով դեպի ՌԴ սեզոնային միգրացիայի միտումների, ՀՀ աշխատաշուկայի մասնակցության մակարդակի, ինչպես նաև աշխատուժի կազմում տնտեսապես ոչ ակտիվ բնակչության ինտեգրման արագության հետ:

2025 թվականի սկզբից դրսևորվել է գնաճի արագացման միտում՝ արտացոլելով հիմնականում առաջարկի գործոնների ազդեցության ընդլայնման պայմաններում համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումների արագացումը (հատկապես՝ ներմուծվող պարենային ապրանքների մասով): Զուգահեռաբար նկատվել է նաև ներքին տնտեսությունում որոշ սեզոնային ապրանքների՝ պատմական ցուցանիշների համեմատությամբ բարձր գնաճի արձանագրում: Այդուհանդերձ, 2025 թվականի նոյեմբերին այս գործոնների ազդեցությունը զգալիորեն մեղմվել է, որի արդյունքում 12-ամսյա գնաճը դանդաղել է՝ կազմելով տ/տ 3.1%: Առաջիկայում հիմնական անորոշությունները կապված են այս միտումների տևականության և դրանով պայմանավորված՝ ներքին գների ճշգրտման արագության ու չափի հետ: Վերջին շրջանում առանձին ապրանքային շուկաներում, հատկապես «Կաթնամթերք» ապրանքամիջուրում, մակնիշավորման գործողությունների հետևանքով գները կտրուկ աճել են՝ նոյեմբերին կազմելով տ/տ 5.8%: Հարկ է նշել, որ առանձին ապրանքների գների աճը գերազանցում է մակնիշավորման ինքնարժեքի գինը, ինչը կարող է վկայել, որ նշված գնային փոփոխությունները պայմանավորված են նաև այլ գործոններով, այդ թվում՝ գործառնական ծախսերի աճ, գնագոյացման քաղաքականության վերափոխումներով և այլն: Միևնույն

Ժամանակ, 2025 թվականի սկզբից ոչ պարենային ապրանքներից եկող գնանկումային ճնշումները աստիճանաբար չեզոքացել են՝ մայիսից մտնելով թույլ գնաճային տիրույթ։ Նույնքերին գնաճը կազմել է տ/տ 1.2%: Տարեկանից նկատվել է ծառայությունների գնաճի որոշակի արագացում, ինչը մեծապես պայմանավորվել է օդային տրանսպորտի զգալի նպաստումով, մինչդեռ ծառայությունների գնաճը, առանց օդային տրանսպորտի ցուցանիշի, պահպանվել է թիրախից ցածր՝ 2.0-2.5% միջակայքում: Կոշտ գներով բնութագրվող ոչ արտահանելի ապրանքների գնաճը, որը հիմնականում նկարագրում է պահանջարկի միջավայրով պայմանավորված գների վարքագիծը, կայունացել է 2.0-2.5% միջակայքում: Վերոնշյալ զարգացումների 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 մինչև 6.25%: Վերջին ամիսներին եկամտաբերության կորն ամբողջ երկայնքով զգալի նվազել է: Սա կարող է պայմանավորված լինել մի շարք գործոններով, մասնավորապես՝ ա) զարգացող երկրների նկատմամբ ընդհանուր տրամադրվածության բարելավում, ինչպես նաև ՀՀ-ին ներհատուկ որոշ գործոններ, որոնք կարող էին ազդել շուկաների կողմից ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի՝ դեպի ներքև վերազնահատման վրա, բ) կառուցվածքային, երկարաժամկետ գործոններ, մասնավորապես՝ տարեսկզբից գնաճի թիրախի նվազեցման արդյունքում երկարաժամկետ գնաճային սպասումների նվազում, պետական պարտքի հետագծի վերաբերյալ սպասումների բարելավում, տնտեսության արտահանելի հատվածի կարողությունների ընդլայնում և հիմնարար արժեքում սպասումների ձևավորում, գ) դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության աստիճանական փոխանցում տնտեսությանը, դ) ոչ կառուցվածքային գործոններ, ինչպիսիք են, օրինակ, ներքին ֆինանսական շուկայում դրամային իրացվելիության աճը՝ հատկապես պարտադիր պահուստավորման նորմատիվի նվազեցման արդյունքում և այլն: ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարը վերջին ամիսների ընթացքում շարունակել է նվազել՝ արտացոլելով թե՛ համաշխարհային, թե՛ ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների ազդեցությունը: Մի կողմից՝ զարգացած երկրներում հարկաբյուջետային և առևտրային քաղաքականություններից բխող անորոշության և մյուս կողմից՝ զարգացող երկրներում կառուցվածքային բարեփոխումների պարագայում նկատվել է զարգացող երկրների նկատմամբ տրամադրվածության էական բարելավում: Միևնույն ժամանակ, թեև ՀՀ ռիսկի հավելավճարի զարգացումները հետևել են զարգացող երկրների ընդհանուր միտումներին, այնուամենայնիվ, վերջին ամիսներին նկատվել է նաև ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների ազդեցություն՝ հիմնականում կապված Հարավային Կովկասում աշխարհաքաղաքական ռիսկերի թուլացման սպասումների հետ: Այս համատեքստում հիմնական անորոշությունը կապված է այն

հարցի հետ, թե որքանով են զարգացող երկրներում նկատվող ընթացիկ միտումները կրում երկարաժամկետ, հիմնարար բնույթ: Սա, իր հերթին, էական անորոշություններ է ստեղծում ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի երկարաժամկետ կայուն մակարդակի և չեզոք տոկոսադրույքի մեկնաբանման տեսանկյունից: ՀՀ ԿԲ-ն, առկա անորոշություններից բխող հնարավոր ռիսկերը խելամիտ կառավարելու նպատակով, կառուցում և դիտարկում է տնտեսական իրավիճակի զարգացման տարբեր սցենարներ: ԴՎԶ զեկույցում ներկայացված տիպային Ա սցենարը, որը պահանջում է շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր տոկոսադրույքների ուղեգիծ, բխում է տնտեսությունում արդեն իսկ ձևավորված բարձր պահանջարկի միջավայրից և դրական ՀՆԱ ճեղքից: Տնտեսության ընթացիկ դիրքի վերաբերյալ այս մեկնաբանությունը հիմնավորված է գնահատվող երկարաժամկետ ներուժային մակարդակից բարձր տնտեսական աճի արձանագրմամբ, ինչը մեծապես պայմանավորված է եղել շինարարության և ծառայությունների ճյուղերի նպաստումով: Այս սցենարի նյութականացման դեպքում անհրաժեշտ կլինի ապահովել շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության ավելի բարձր տոկոսադրույքի ուղեգիծ, որպեսզի կանխվի տնտեսությունում գնաճային միջավայրի ընդլայնումը և գնաճային սպասումների հնարավոր՝ դեպի վերև ապախարսխումը:

ԴՎԶ զեկույցում առկա տիպային Բ սցենարն անդրադարձ է կատարում տնտեսության ընթացիկ դիրքի մեկ այլ մեկնաբանության՝ կապված տնտեսությունում թույլ պահանջարկի պայմանների հնարավոր առկայության հետ: Այս մեկնաբանությունը պայմանավորված է տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկություններով, մանրաձախ առևտրի և վերջնական սպառման ապրանքների ներուժման աճի թույլ միտումներով, ինչպես նաև հատկապես մասնավոր հատվածի աշխատավարձերի, ծառայությունների և կոշտ գների ոչ արտահանելի ապրանքների գների ցածր աճի երկար պահպանմամբ: Միջնաժամկետում այս միտումների պահպանումը կարող է բացասական ՀՆԱ ճեղքի խորացման և տնական գնանկումային միջավայրի ձևավորման ռիսկեր պարունակել: Ուստի վերոնշյալ ռիսկերի կառավարումը պահանջում է շուկայի սպասումների համեմատությամբ առավել ցածր քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգիծ, որպեսզի կանխվի տնտեսությունում գնանկումային ճնշումների կուտակումը և գնաճային սպասումների հնարավոր՝ դեպի ներքև ապախարսխումը:

Դրամավարկային քաղաքականության խելամիտ ռիսկերի կառավարման համակարգի շրջանակներում ՀՀ ԿԲ-ն մշակում և քննարկում է տարբեր սցենարներ, որոնք ամփոփված են սցենարների բազմության մեջ: Դրանք արտացոլում են ռիսկերի և անորոշությունների հիմնական աղբյուրները, որոնք կարող են հանգեցնել քաղաքականության սխալների (տնտեսությունը «մուլ» անկյուններ» մղող), ուստի խորհրդի անդամները նպատակ ունեն դրանք նվազագույնի հասցնելու՝ «նվազագույն ափսոսանքի» սկզբունքի հիման վրա որոշումների կայացման մոդելի միջոցով: Հաղորդակցման նպատակով ԴՎԶ 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 ավելի բարձր (Ա տիպի սցենար) կամ ավելի ցածր տոկոսադրույքի (Բ տիպի սցենար) սահմանում:



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

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

Դրամավարկային քաղաքականության մշակման և իրականացման ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգ

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

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

Սույն համակարգի ներքո դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացման գործընթացն առաջնորդվելու է ՀՀ տնտեսության զարգացման մի քանի սցենարների կառուցմամբ և դիտարկմամբ: Այս սցենարները (երկու կամ ավելի) ենթադրում են քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի ընթացիկ սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր կամ ավելի ցածր ուղեգիծ: Դրանք ենթադրում են դրամավարկային

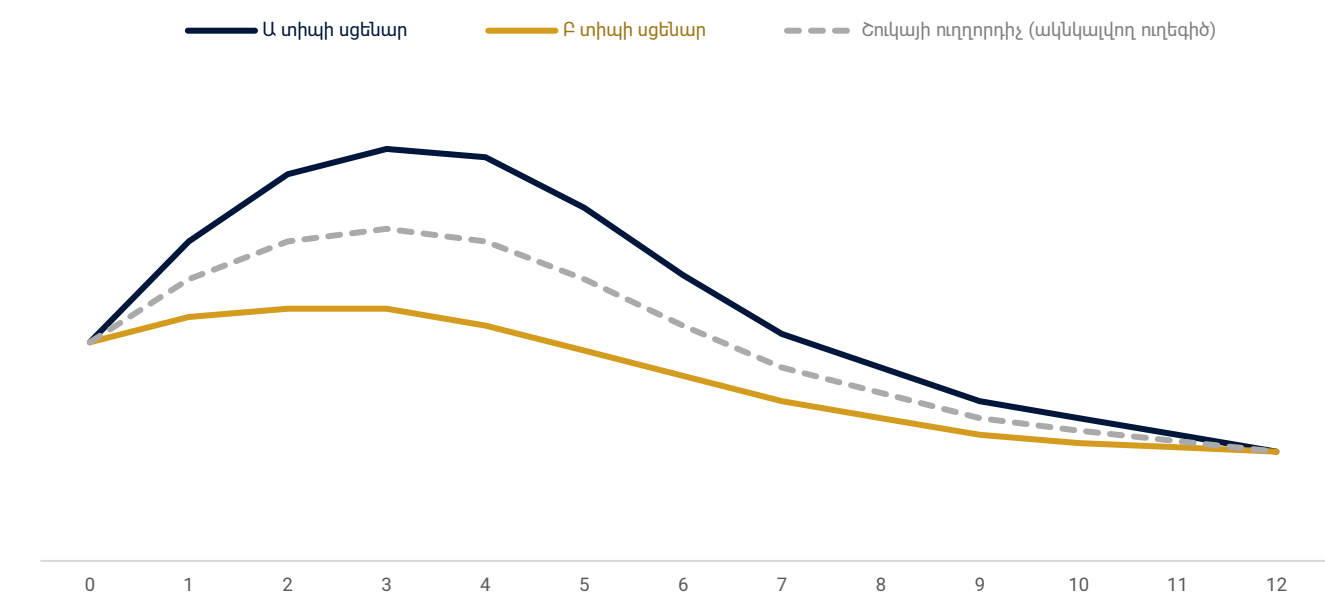
քաղաքականության հստակ ուղղություններ, այլ ոչ թե վերացական կամ անիրատեսական ռիսկերը նկարագրող սցենարներ: Վերոնշյալ սցենարները մշակվում են հետևյալ տրամաբանությամբ.

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

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

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

Գծապատկեր 2.1. Քաղաքականության տոկոսադրույքի սցենարային ուղեգծեր



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

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

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

Զեկույցի կառուցվածքը

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

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

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

ԿԲ-ն դրամավարկային քաղաքականության զեկույցը հրապարակում է Խորհրդի կողմից դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացման նույն օրը: Դա հնարավորություն է տալիս օպերատիվ կերպով հանրությանը տրամադրելու դրամավարկային քաղաքականության որոշման հիմքում ընկած վերլուծությունների և 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 դեկտեմբերի 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 տնտեսության զարգացումներ

Չնայած 2025 թվականի 1-ին կիսամյակում առևտրային քաղաքականությունից բխող անորոշությունների պայմաններում ԱՄՆ տնտեսական աճի ոչ միանշանակ ազդակներին՝ 2025 թվականի 3-րդ եռամսյակում աճը կտրուկ արագացել է: Բարձր եկամուտ ունեցող տնային տնտեսությունների սպառումը և արհեստական բանականության ոլորտում ներդրումային ակտիվության մեծացումը աճի հիմնական շարժիչ ուժերն են: Ֆինանսական ակտիվների բարձր գները շարունակում են խթանել բարձր եկամուտ ունեցող տնային տնտեսությունների սպառման բարձր աճը (10% ամենաբարձր եկամուտ ստացող բնակչությանը բաժին է ընկնում սպառման գրեթե կեսը): Ակտիվների գների գերաժեղումը լինելու ռիսկերը, P/E հարաբերակցության էական բարձրացման պայմաններում, շարունակում են մնալ մտահոգությունների հիմնական առարկան: Այս համատեքստում ակտիվների գների հնարավոր ճգնաժամները կարող են հանգեցնել ԱՄՆ-ում սպառման և աճի հեռանկարների վատթարացման, ինչն իր հերթին կարող է բացասական հետևանքներ ունենալ նաև համաշխարհային պահանջարկի պայմանների վրա: Միաժամանակ, եկամուտների անհավասարությունը և աճի կառուցվածքը անորոշություններ են պարունակում միջնաժամկետ աճի հեռանկարի տեսանկյունից: Ցածր եկամուտ ունեցող տնային տնտեսությունների աշխատավարձի աճը զգալիորեն դանդաղում է, իսկ ժամկետանց վարկային քարտերի և ավտովարկերի մակարդակը շարունակում է աճել: Սա կարող է վկայել տնտեսության տարբեր շերտերում անհավասարաչափ զարգացման խնդրի խորացման մասին:

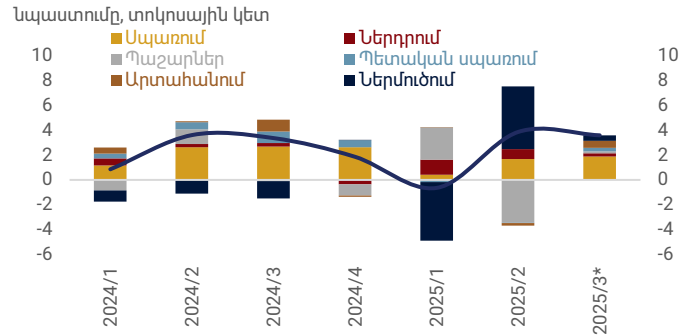
Առևտրային քաղաքականությունից ածանցվող ճնշումները, ինչպես նաև սպառման բարձր մակարդակը շարունակում են գնաճային միջավայրի ընդլայնման ռիսկեր պարունակել: Թեև տարեսկզբին ներմուծման և պաշարների կտրուկ ավելացումը որոշակիորեն կանխել է մաքսատուրքերի ազդեցության արտացոլումը գնաճի վրա, վերջին ամիսներին նկատվում են աճող գնաճային ճնշումներ հատկապես մաքսատուրքերի նկատմամբ զգայուն ապրանքատեսակների մասով: Նմանատիպ զարգացումների ֆոնին 2025 թվականի սեպտեմբերին գնաճն արագացել է՝ կազմելով տ/տ 3.0%: Առաջիկայում գնաճային միջավայրի վրա առևտրային քաղաքականության ազդեցության չափն ու բնույթը մեծապես կախված կլինեն ներքին պահանջարկի պայմանների հեռանկարից:

ԱՄՆ հարկաբյուջետային քաղաքականության հեռանկարի հետ կապված բարձր անորոշությունը պահպանվում է: Հաշվի առնելով միջնաժամկետում պակասորդի և պետական պարտքի հնարավոր էական աճը՝ երկարաժամկետ տոկոսադրույքների հնարավոր հետագա աճի ռիսկերը պահպանվում են: Վերոնշյալ զարգացումները կարող են ազդել ինչպես ԱՄՆ ԴԴՀ դրամավարկային քաղաքականության հեռանկարի, այնպես էլ զարգացող երկրներում չեզոք տոկոսադրույքի և կապիտալի հոսքերի վրա:

Բարձր պահանջարկի պայմանների պահպանման և գնաճային միջավայրի ընդլայնման ռիսկերի համատեքստում ֆինանսական շուկայի մասնակիցները քաղաքականության տոկոսադրույքների նվազման տեմպի և չափի վերաբերյալ իրենց սպասումներում դրսևորում են որոշակի զգուշավորություն: Ավելին, չնայած աշխատաշուկայի պայմանների որոշակի մեղմացմանը, ինչն արտացոլվում է աշխատավարձերի աճի դանդաղմամբ, գործազրկության և աշխատանքից ազատվածների թվի համեմատաբար կայուն մակարդակները դեռևս չեն վկայում պահանջարկի պայմանների կտրուկ թուլացման մասին, ինչը կարողացնել քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի կտրուկ նվազեցումները: Այս իրավիճակը զգալիորեն դժվարացնում է ԱՄՆ ԴԴՀ-ի կողմից գների կայունության և լրիվ զբաղվածության ապահովման խնդրի լուծումը:

Բարձր սպառումն աճի վերականգնման հիմնական գործոնն է որը, սակայն, արտացոլում է հիմնականում բարձր եկամուտ ունեցող տնային տնտեսությունների սպառման միտումները:

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



Աղբյուր՝ Տնտեսական վերլուծությունների բյուրո (BEA), Ատլանտայի պահուստային բանկ
Ծանոթագրություն: 2025 թ. 4-րդ եռամսյակի տվյալները Նախնական են, ըստ Ատլանտայի ՊԲ-ի «GDPNow» դեկտեմբերի 11-ի գնահատականի:

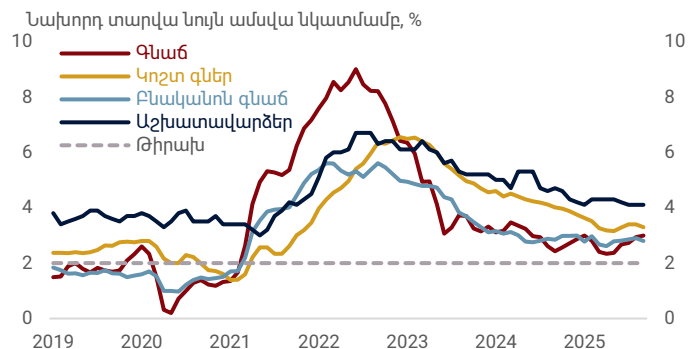
Ակտիվների գների գերաժեղումը լինելու ռիսկերն անորոշություններ են ստեղծում միջնաժամկետում սպառման և աճի հեռանկարի տեսանկյունից:

Գծապատկեր 3.Ա.2. Տնտեսության ցիկլով ճգնաժամը գին-եկամուտ հարաբերակցություն (CAPE Ratio)



Բարձր ներքին պահանջարկի պայմանները կարող են էլ ավելի խորացնել առևտրային քաղաքականության ազդեցությունը գնաճային միջավայրի վրա:

Գծապատկեր 3.Ա.3. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները



Աղբյուր՝ Ատլանտայի պահուստային բանկ, ԴԴՀ

Եվրոգոտու տնտեսության զարգացումներ

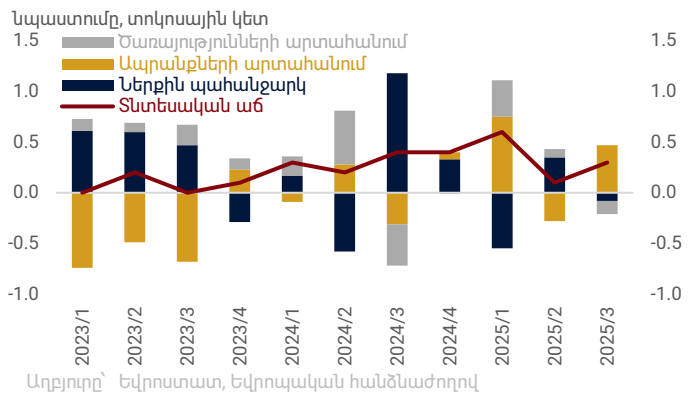
2025 թվականի 3-րդ եռամսյակում Եվրոգոտու տնտեսական աճը որոշակիորեն դանդաղել է՝ կազմելով տ/տ 1.4% (2-րդ եռամսյակում տ/տ 1.6%): Աճի շարունակական դանդաղումը արտացոլում է տնտեսության առկա կառուցվածքային խնդիրները, տնտեսության բևեռացումը և թույլ ներքին պահանջարկը: Հատկանշական է, որ համաշխարհային առևտրային քաղաքականություններից բխող անորոշությունների որոշակի նվազմանը զուգահեռ 3-րդ եռամսյակում, նախորդ եռամսյակի համեմատությամբ, նկատվել է հատկապես դեպի ԱՄՆ արտահանման որոշակի արագացում: Այս համատեքստում հիմնական անորոշությունները կապված են այն հարցի հետ՝ արդյոք արտահանման վերջին զարգացումները կայուն բնույթ կկրեն, թե՛ ոչ:

Միջնաժամկետ և երկարաժամկետ տնտեսական աճի հեռանկարի վերաբերյալ անորոշությունները պահպանվում են: Տնտեսական աճը խիստ բևեռացված է՝ ճյուղային և աշխարհագրական անհամաչափ զարգացման առումով: Ծառայությունների ոլորտը մնում է աճի հիմնական շարժիչ ուժը: Թեև մշակող արդյունաբերության ոլորտում նկատվում են աստիճանական վերականգնման ազդակներ, այնուամենայնիվ, ոլորտում առկա կառուցվածքային խնդիրները պահպանվում են: Միաժամանակ, տնտեսության անհամաչափ զարգացման խնդիրների պարագայում ԵԳ տնտեսության հիմնական շարժիչ ուժը Հարավային Եվրոպայի երկրներն են (այդ թվում՝ Իսպանիա), մինչդեռ «ավանդական», առաջատար տնտեսություններում (այդ թվում՝ Գերմանիա) աճի հեռանկարի վատթարացման ռիսկերը շարունակում են խորանալ: Այս համատեքստում միջնաժամկետում առկա են երկկողմանի ռիսկեր. մի կողմից՝ շարունակական կառուցվածքային խնդիրները և առևտրային անորոշությունները բացասաբար են ազդում գործարար տրամադրվածության վրա և սահմանափակում են աճի ներուժը: Մյուս կողմից՝ կառուցվածքային խնդիրների լուծմանն ուղղված հարկաբյուջետային խթանող միջոցառումները կարող են սահմանափակ աջակցություն ունենալ որոշ արտադրողական ոլորտներում՝ մասամբ մեղմելով այդ խոչընդոտները: Այնուամենայնիվ, ռազմարդյունաբերության վրա կենտրոնացումը կարող է հանգեցնել տնտեսության անհամաչափ զարգացմանը և գնաճային ճնշումների:

Վերջին ամիսներին գնաճը որոշակիորեն ընդլայնվել է՝ կազմելով տ/տ 2.2%՝ հիմնականում արտացոլելով ծառայությունների գնաճի արագացումը: Մասնավորապես՝ նոյեմբերին ծառայությունների տ/տ գնաճը կազմել է 3.5%: Միաժամանակ, աշխատանքի շուկայի պայմանների վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է: Չնայած գործազրկությունը շարունակում է պահպանվել պատմականորեն ցածր մակարդակներում (հոկտեմբերին՝ 6.4%), 3-րդ և 4-րդ եռամսյակներում աշխատավարձերի աճը դանդաղել է (հոկտեմբերին՝ տ/տ 2.0%): Սա կարող է փաստել աշխատաշուկայի պայմանների հնարավոր մեղմացման մասին՝ իր հերթին հանգեցնելով աշխատաշուկայից եկող գնաճային ճնշումների և հատկապես ծառայությունների գնաճի թուլացմանը:

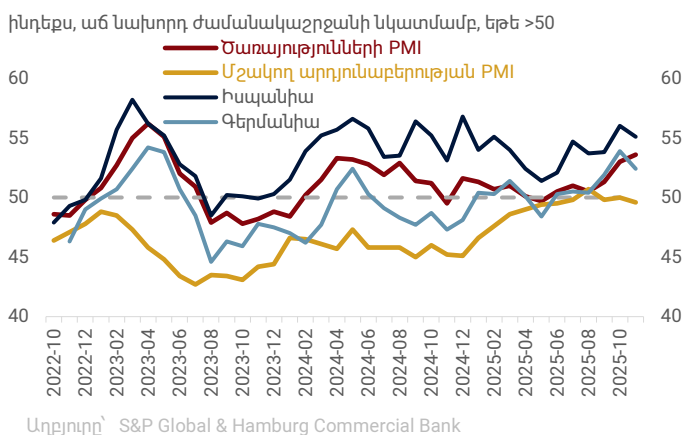
Վերջին որոշման ընթացքում ԵԴԲ-ն անփոփոխ թողեց տոկոսադրույքը՝ հաղորդակցելով, որ դրամավարկային քաղաքականության ներկայիս պայմանները բավարար են գների կայունության նպատակի ապահովման համար: Այնուամենայնիվ, քաղաքականության հեռանկարի շուրջ անորոշությունը պահպանվում է՝ պայմանավորված դեռևս առկա գնաճային ճնշումներով և կառուցվածքային խնդիրների ու առևտրային սահմանափակումների պարագայում սպասվող տնտեսական ցածր աճով:

Տնտեսության առկա կառուցվածքային խնդիրների և տնտեսության բևեռացման պայմաններում աճի հեռանկարը շարունակում է վատթարանալ:
Գծապատկեր 3.Ա.4. Եվրոգոտու համախառն ներքին արդյունքի իրական աճն ըստ ծախսային բաղադրիչների



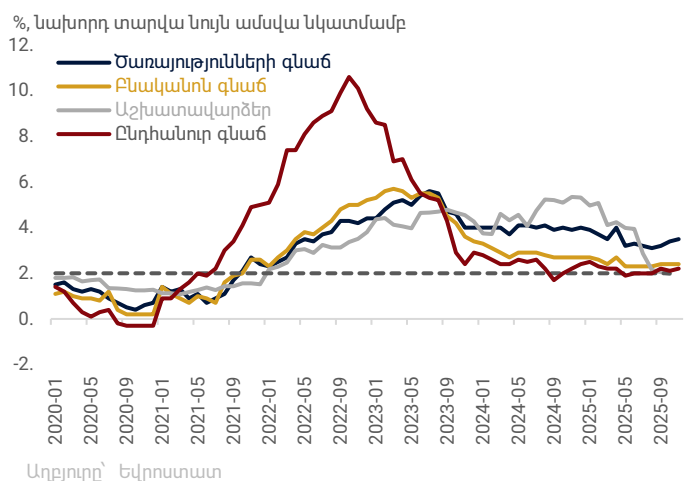
Ծառայությունների ոլորտը մնում է տնտեսական աճի հիմնական շարժիչ ուժը:

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. 3-րդ եռամսյակում ՌԴ տնտեսական աճը շարունակել է կտրուկ դանդաղել՝ կազմելով տ/տ 0.6%: Այդուհանդերձ, 2025 թվականի հոկտեմբերին նկատվել է տնտեսական ակտիվության ցուցանիշի աճի որոշակի ընդլայնում (տ/տ 2.9%)՝ հիմնականում պայմանավորված արդյունաբերության, ծառայությունների և առևտրի ճյուղերում տնտեսական ակտիվության աճի արագացմամբ: Արդյունաբերության ճյուղի ակտիվության աճի արագացումը մեծ մասամբ արտացոլել է մշակող արդյունաբերության և, հատկապես, ռազմարդյունաբերության թողարկման բարձր աճը: Տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների վերաբերյալ առկա են ոչ միանշանակ ազդակներ: Մի կողմից՝ հիմնականում վերջին ամիսներին նկատվել է ներքին պահանջարկի պայմանների նկատմամբ զգալի ծառայությունների (այդ թվում՝ հանրային սննդի կազմակերպում, հոկտեմբերին՝ տ/տ 11.2%) և ոչ պարենային ապրանքների մանրածախ առևտրի աճի արագացում (տ/տ 6.8%): Առաջիկայում այս միտումների պահպանումը կարող է տնտեսությունում պահանջարկի վերականգնման ազդակներ պարունակել: Մյուս կողմից՝ վարկավորման նկատմամբ պահանջարկի նվազումը, չափատուղ վարկերի շարունակական աճը, ինչպես նաև հարկային վարչարարության պլանավորվող խստացումները կարող են պահանջարկի լրացուցիչ թուլացման ռիսկեր պարունակել:

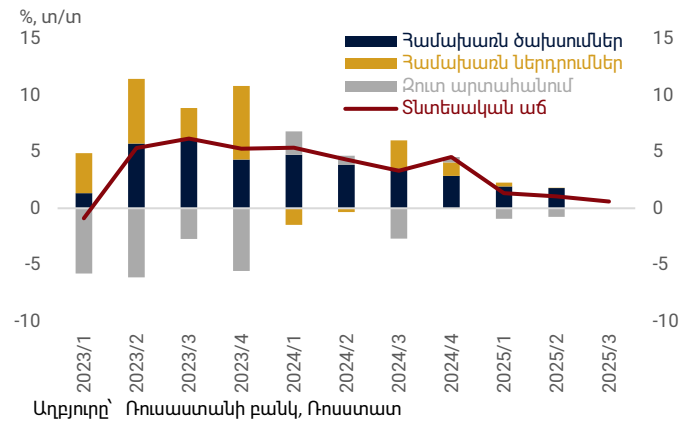
Աշխատաշուկայի պայմանները մնում են խիստ՝ գնաճային ճնշումներ գործադրելով տնտեսության վրա, իսկ միգրացիոն քաղաքականության խստացումը կարող է ճնշումների խորացման լրացուցիչ աղբյուր հանդիսանալ: Գործազրկությունը պահպանվում է պատմականորեն ցածր մակարդակում՝ կազմելով 2.2%, որին զուգահեռ դիտվում է իրական աշխատավարձերի շարունակական բարձր աճ:

Բարձր գնաճային միջավայրը պահպանվում է: Չնայած վերջին ամիսներին գնաճի որոշակի մեղմացմանը՝ այն դեռևս թիրախից զգալիորեն բարձր մակարդակում է: Նոյեմբերին կազմել է տ/տ 6.6% (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 պահպանումն ու 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-ին լուրջ խնդիրներ են առաջադրում՝ կարճաժամկետում գնաճ-տնտեսական աճ երկընտրանքի արդյունավետ կառավարման տեսանկյունից: Այդուհանդերձ, ՌԴ ԿԲ-ն շարունակում է նվազեցնել քաղաքականության տոկոսադրույթը (հոկտեմբերին՝ 50 բազիսային կետով)՝ միաժամանակ հաղորդակցելով առաջիկայում բավականին զգուշավոր մոտեցման մասին:

ՌԴ-ում տնտեսական աճի հեռանկարի հետ կապված անորոշությունը պահպանվում է: Ցածր պահանջարկի միջավայրի ձևավորումը, ինչպես նաև արևմտյան երկրների կողմից թիրախային պատժամիջոցների սահմանումն ու շարունակական խստացումը ՌԴ տնտեսության միջնաժամկետ աճի դանդաղման ռիսկեր են պարունակում: Այս ամենին զուգահեռ, Ռուսաստանի տնտեսությունը մնում է խոցելի նավթի շուկայի ընթացիկ զարգացումների նկատմամբ, իսկ ռուսական նավթի գների նվազման հետևանքով նավթազագային եկամուտների նվազումը և այս միտումների հետագա պահպանումը հարկաբյուջետային քաղաքականության տեսանկյունից ռիսկեր են պարունակում: Տնտեսական աճի ներկայիս դանդաղման պայմաններում անորոշություններ են ստեղծվում նաև ոչ նավթազագային եկամուտների հավաքագրման հեռանկարի հետ կապված: Ավելին, ոչ նավթազագային եկամուտների ավելացման նպատակով հարկային վարչարարության խստացումը (հատկապես ԱԱՀ բարձրացումը) կարող է բացասական հետևանքներ ունենալ ՌԴ-ում ներքին պահանջարկի պայմանների և սպառման վրա:

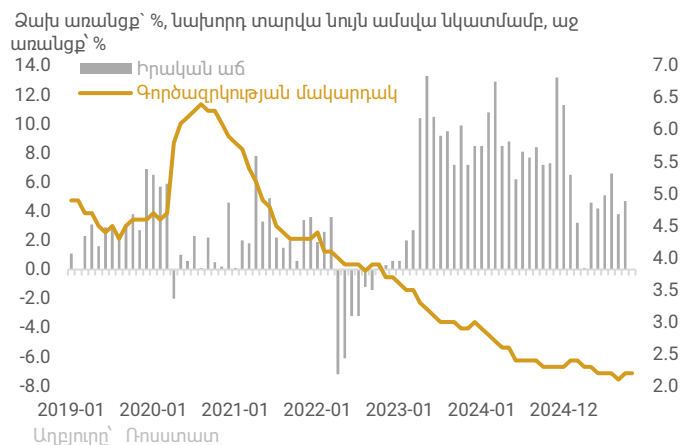
Պահանջարկի պայմանների թուլացումը միջնաժամկետ տնտեսական աճի հեռանկարի հետ կապված ռիսկեր է առաջացնում:

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



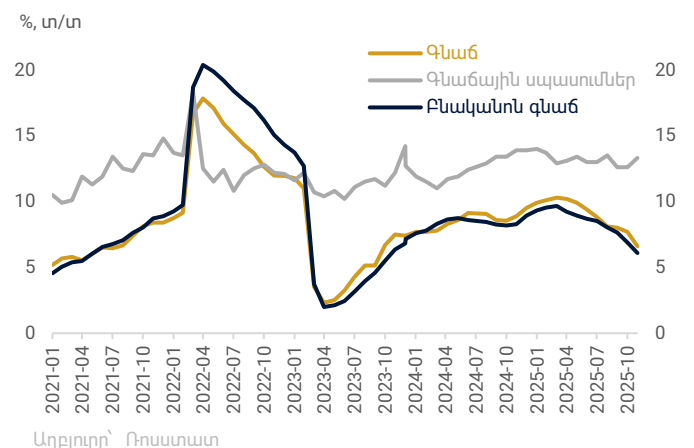
Աշխատաշուկայի պայմանները մնում են խիստ՝ լրացուցիչ գնաճային ճնշումներ գործադրելով տնտեսության վրա:

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



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

Գծապատկեր 3.Ա.9. ՌԴ գնաճի ցուցանիշներ



Ներդիր 1. Հիմնաստանի տնտեսական հեռանկարները և ազդեցությունը համաշխարհային պահանջարկի պայմանների և գնաճային միջավայրի վրա

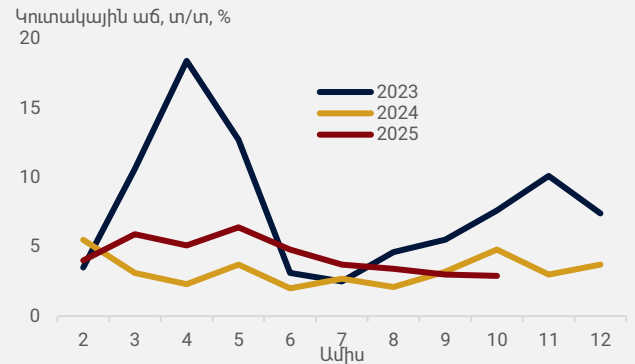
2025 թվականի առաջին կիսամյակի բարձր աճից հետո 3-րդ եռամսյակում Հիմնաստանի տնտեսական աճը դանդաղել է՝ նախորդ տարվա նույն եռամսյակի նկատմամբ կազմելով 4.8%: Ներքին թույլ պահանջարկի պայմաններում տնտեսությունը շարունակում է մեծ կախվածություն ունենալ մշակող արդյունաբերության արտադրանքից և արտահանումից: Սա, իր հերթին, անորոշություններ է պարունակում Հիմնաստանի տնտեսության հեռանկարի վերաբերյալ՝ ինչպես ներքին պահանջարկի պայմանների, այնպես էլ համաշխարհային պահանջարկի և գնաճային միջավայրի վրա հնարավոր ազդեցությունների տեսանկյունից:

Ներքին պահանջարկի պայմանները շարունակում են մնալ թույլ՝ արտադրվող ընդհանուր տրամադրվածությունների վատթարացումը: Մանրածախ առևտրի շրջանառությունը շարունակում է դանդաղել. նոյեմբերին կազմել է 2.9% տ/տ, ինչը վերջին մեկ տարվա ընթացքում արձանագրված ամենացածր ցուցանիշն է: Այս համատեքստում սպառումը խթանելու նպատակով իրականացվող հարկաբյուջետային ծրագրերը, օրինակ՝ փոխանակման (trade-in) սուբսիդիաները, հիմնականում սահմանափակ ազդեցություն են ունեցել պահանջարկի աճի վրա և հարցեր են առաջացնում սպառման հետագա ուժգնության վերաբերյալ: Տրամադրվածության ընդհանուր վատթարացման ֆոնին ներդրումային ակտիվությունը ևս դանդաղել է՝ հունվար-հոկտեմբեր ամիսներին նվազելով տնտեսության գրեթե բոլոր ճյուղերում՝ բացառությամբ մշակող արդյունաբերության: 2021 թվականից ի վեր անշարժ գույքի շուկայում արձանագրվել է խոր անկում, ինչն արտահայտվել է մի շարք խոշոր ընկերությունների (այդ թվում՝ Էվերգրանդե Գրուպ) սնանկացմամբ, ինչպես նաև առավաճառքի գործարքների շարունակական կրճատման և ավելցուկային առաջարկի ֆոնին անշարժ գույքի գների նվազմամբ (հոկտեմբերին՝ -2.2% տ/տ): Սպառման և ներդրումային թույլ միջավայրը, տրամադրվածությունների վատթարացումը, ինչպես նաև ֆինանսական կայունության ռիսկերի կուտակումը տնտեսությունում պահանջարկի դանդաղման ռիսկեր է պարունակում: Սա, իր հերթին, բացասական հետևանքներ կարող է ունենալ համաշխարհային պահանջարկի, աճի հեռանկարների և համաշխարհային տնտեսությունում գնանկումային ազդեցությունների ձևավորման տեսանկյունից:

Թույլ ներքին պահանջարկի ֆոնին աճի հիմնական շարժիչ ուժը մնում են մշակող արդյունաբերության և արտահանելի ոլորտները: Համաշխարհային առևտրային լարվածության պայմաններում Հիմնաստանը վերջին տարիներին փորձել է բազմազանեցնել արտահանման ուղղությունները հատկապես դեպի զարգացող երկրներ և Հարավարևելյան Ասիա, ինչը հանդիսացել է արտահանման աճին նպաստող կարևոր գործոն: Հարկ է նշել, որ առևտրային քաղաքականությունների համատեքստում արտահանման ուղղությունների որոշակի սահմանափակումը և ներքին տնտեսությունում թույլ սպառման միջավայրը կարող են ներքևի ուղղությամբ ճնշումներ գործադրել առանձին սպառողական ապրանքների արտահանման գների վրա: Սա կարող է որոշակի գնանկումային ճնշումներ փոխանցել երրորդ երկրներ, այդ թվում՝ Հայաստան: Թեև Հիմնաստանից ներմուծված այսպիսի ապրանքների տեսակարար կշիռը ՀՀ ներմուծման ընդհանուր ծավալի մեջ բավականին փոքր է (4.2%), վերոնշյալ միտումների տևական պահպանումն ու խորացումը կարող են միջնաժամկետում որոշակի գնանկումային ճնշումներ գործադրել ՀՀ տնտեսության վրա: Ամփոփելով Հիմնաստանի տնտեսության զարգացումները հիմնական անորոշությունների համատեքստում՝ նշենք, որ մի կողմից՝ թույլ սպառման և ներդրումային միջավայրը, մյուս կողմից՝ արտահանման և մշակող արդյունաբերության ճյուղի բարձր աճերը կարող են մատնանշել տնտեսությունում կառուցվածքային անհավասարակշռությունների առկայության մասին: Սա, իր հերթին, հարցեր է առաջացնում Հիմնաստանի հետագա աճի կայունության և ուժգնության վերաբերյալ, հատկապես եթե համաշխարհային տնտեսության ակտիվության դանդաղման ֆոնին արտաքին պահանջարկը նվազի կամ հարկաբյուջետային քաղաքականությունը չկարողանա էապես խթանել ներքին պահանջարկը:

Չնայած հարկաբյուջետային խթանման ծրագրերին՝ թույլ սպառման և ներդրումային միջավայրը պահպանվում է:

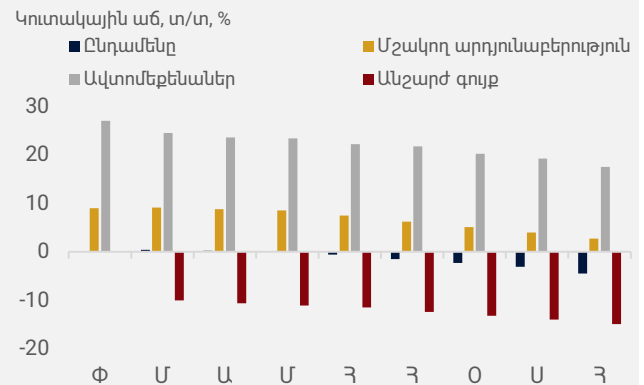
Գծապատկեր Ն.1.1. Մանրածախ առևտուր



Աղբյուր՝ Հիմնաստանի ազգային վիճակագրական բյուրո

Մասնավոր հատվածում ներդրումային ակտիվությունը մնում է թույլ:

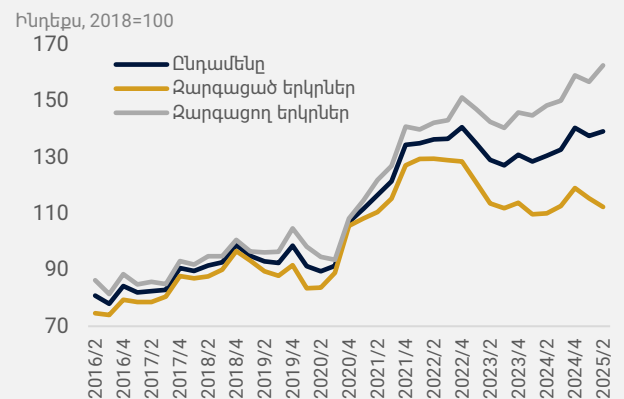
Գծապատկեր Ն.1.2. Մասնավոր հատվածի կողմից հիմնական կապիտալում ներդրումներն ըստ ճյուղերի



Աղբյուր՝ Հիմնաստանի ազգային վիճակագրական բյուրո

Համաշխարհային առևտրային լարվածության համատեքստում Հիմնաստանը վերջին տարիներին փորձել է բազմազանեցնել արտահանման ուղղությունները:

Գծապատկեր Ն.1.3. Արտահանումն ըստ հիմնական ուղղությունների



Աղբյուր՝ Հիմնաստանի ազգային վիճակագրական բյուրո

Ապրանքահումքային շուկայի գարգազումներ

Պղինձ. 2025 թ. 4-րդ եռամսյակում պղնձի համաշխարհային գները շարունակել են կտրուկ աճել՝ դեկտեմբերին մոտենալով 12000 ԱՄՆ դոլարի՝ մեկ տոննայի դիմաց: Նման աննախադեպ աճը պայմանավորված է ԱՄՆ-ում 50% մաքսատուրքային դրույքի սահմանման ընդառաջ պղնձի ներմուծման կտրուկ աճով, ինչպես նաև համաշխարհային որոշ խոշոր հանքերի գործունեության խաթարումներով: Այնուամենայնիվ, պղնձի գների հեռանկարների շուրջ բարձր անորոշությունը պահպանվում է: Մի կողմից՝ աճող պահանջարկը, պայմանավորված կանաչ էներգիային անցման գործընթացով, ԱԲ ու տվյալների կենտրոնների ընդլայնմամբ, ինչպես նաև համաշխարհային ռազմական և ենթակառուցվածքների բարելավման ուղղված ծրագրերի աճը կարող են գնաճային ճնշումների ավելացման ռիսկեր պարունակել: Մյուս կողմից՝ համաշխարհային պահանջարկի թուլացումը, պղնձի մատակարարման հոսքերի հնարավոր վերաբաշխումը ԱՄՆ-ից դուրս գտնվող շուկաներ, գնանկումային ճնշումներ են գործադրում համաշխարհային գների վրա:

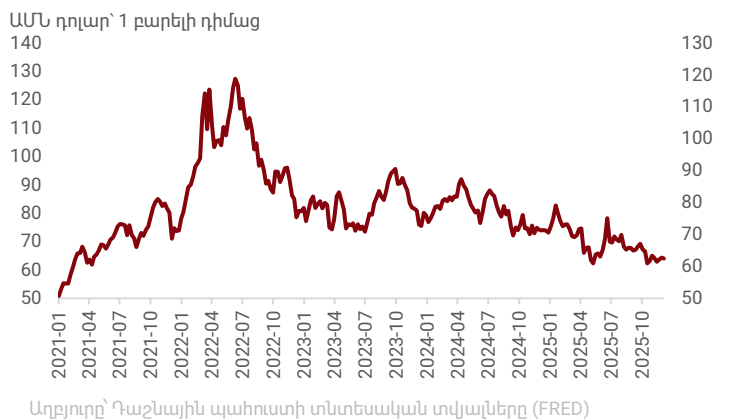
Նավթ. Նավթի համաշխարհային գները նվազել են՝ վերջին ամիսներին կայունանալով 65 ԱՄՆ դոլարի շուրջ: Այս գարգազումներին նպաստել են վերջին ամիսներին Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական ռիսկերի որոշակի թուլացումը, ինչպես նաև Նավթի համաշխարհային սպառման համեմատությամբ արդյունահանման ծավալների գերազանցող աճը: Միևնույն ժամանակ, Չինաստանում Նավթի պաշարների ռազմավարական կուտակումը որոշակիորեն զսպել է գների՝ ներքևի ուղղությամբ ճնշումները: Այս պարագայում շուկաները շարունակում են միջնաժամկետում կանխատեսել գների կայուն մեղմացում: Չնայած Նավթի արդյունահանման ծավալների օրական 440 հազար բարելով կրճատման վերաբերյալ ՕՊԵԿ+ անդամ երկրների կողմից ընդունված վերջին որոշմանը՝ շուկաները ակնկալում են, որ Նավթի համաշխարհային առաջարկը կշարունակի գերազանցել համաշխարհային պահանջարկը: Միաժամանակ, Նավթի համաշխարհային գների հետագծի վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է: Մի կողմից՝ արդյունահանման ծավալների բարձր մակարդակը, ինչպես նաև համաշխարհային պահանջարկի թուլացումը կարող են լրացուցիչ գնանկումային ճնշումներ ստեղծել: Մյուս կողմից՝ աշխարհաքաղաքական լարվածության հնարավոր սրացումը, ինչպես նաև ՌԴ-ի նկատմամբ երկրորդային պատժամիջոցների կիրառումը կարող են հանգեցնել մատակարարման շղթաների հնարավոր խաթարումների և ձևավորել գնաճային ճնշումներ:

Պարենային ապրանքներ. Վերջին ամիսների ընթացքում առաջարկի գործոնների ազդեցության աստիճանական թուլացմանը զուգահեռ նկատվել է պարենային ապրանքների համաշխարհային գների նվազում. նոյեմբերին կազմել է տ/տ -2.1%: Հացահատիկի բերքահավաքի և շաքարի արտադրության աճը հիմնական արտադրող երկրներում նպաստել է գնանկումային ճնշումների պահպանմանը: Չնայած մատակարարման պայմանների բարելավման արդյունքում կաթնամթերքի և բուսայուղերի գների մեղմացմանը՝ մսամթերքի համաշխարհային գները շարունակում են աճել՝ արտացոլելով վերջինիս նկատմամբ համաշխարհային պահանջարկի որոշակի ընդլայնումը: Առաջիկայում հիմնական անորոշությունները կապված են համաշխարհային պահանջարկի հեռանկարների և կլիմայական փոփոխությունների համատեքստում առաջարկի գործոնների հնարավոր ազդեցության չափի և բնույթի հետ:

Պղնձի գները կտրուկ աճել են՝ արտացոլելով ինչպես պահանջարկի աճը, այնպես էլ մաքսատուրքային ռիսկերը:
Գծապատկեր 3.Ա.10. Պղնձի համաշխարհային գները

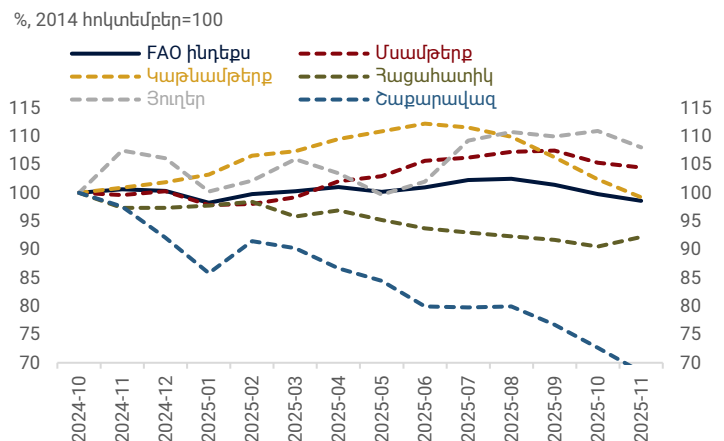


Աշխարհաքաղաքական ռիսկերի թուլացման և առաջարկի ընդլայնման սպասումների ֆոնին Նավթի համաշխարհային գները շարունակել են նվազել: Այդուհանդերձ, վերևի և ներքևի ուղղությամբ ռիսկերը մնում են առարկայական:
Գծապատկեր 3.Ա.11. Brent Crude տեսակի Նավթի համաշխարհային գինը



Առաջարկի գործոնների ազդեցության թուլացման արդյունքում նկատվել է պարենի համաշխարհային գների նվազում:

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



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 Դեկ- 25	ՀԲ Հուն- 25	Կոնսենսուս Դեկ- 25	ՀԲ Հուն- 25	ՌԷԵ Սեպ- 25	Կոնսենսուս Դեկ-25	Յուղեր և սնունդ Հուն- 25	Հացահատիկ Հուն - 25	Այլ պարեն Հուն - 25
2025	69	68	68	9700	9554	10035	-3.0	-10.8	-5.7
2026	65	60	62	9800	9763	11453	-0.3	0.1	-0.6

Աղբյուրը՝ ԷՏԳ, ՀԲ, Բլումբերգ, ՌԷԵ, ԱՄՆ

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

Աղբյուր	ԱՄՆ					ԵՄ						ՌԴ				
	ԱՄՆ Հուն- 25	ՀԲ Հուն- 25	ՏՀԶԿ Դեկ- 25	ԴՊՀ Դեկ- 25	Կոնսենսուս Դեկ- 25	ԱՄՆ Հուն- 25	ՀԲ Հուն- 25	ՏՀԶԿ Դեկ- 25	ԵՀ Նոյ- 24	ԵԿԲ Սեպ- 25	Կոնսենսուս Դեկ- 25	ԱՄՆ Հուն- 25	ՀԲ Հուն- 25	ՏՀԶԿ Դեկ- 25	ՌԿԲ Դեկ- 25	Կոնսենսուս Դեկ- 25
Ամսաթիվ																
Տնտեսական աճ (տարեկան, %)																
2024 (Փ*)				2.8					0.8					4.3		
2025	2.0	1.4	2.0	1.7	2.0	1.2	0.7	1.3	1.3	1.2	1.4	0.6	1.4	0.7	0.9	0.8
2026	2.1	1.6	1.7	2.3	2.0	1.1	0.8	1.2	1.2	1.0	1.1	1.0	1.2	0.5	1.1	1.1
2027	2.0	1.9	1.9	2.0	2.0	1.4	1.0	1.4	1.4	1.3	1.4	1.1	1.2	0.6	1.7	1.5
Գնաճ (տարեկան, %)																
2024 (Փ*)				3.0					2.4					8.4		
2025	2.7	-	2.7	2.9	2.8	2.1	-	2.1	2.1	2.1	2.1	9.0	-	8.7	8.8	8.8
2026	2.4	-	3.0	2.4	2.9	1.9	-	1.9	1.9	1.7	1.8	5.2	-	5.4	5.5	6.0
2027	2.1	-	2.3	2.1	2.4	2.1	-	-	2.0	1.9	2.0	4.0	-	4.3	4.5	4.5

* Փաստացի

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

Բ. Ներքին պահանջարկի միջավայր

Համախառն առաջարկ և պահանջարկ

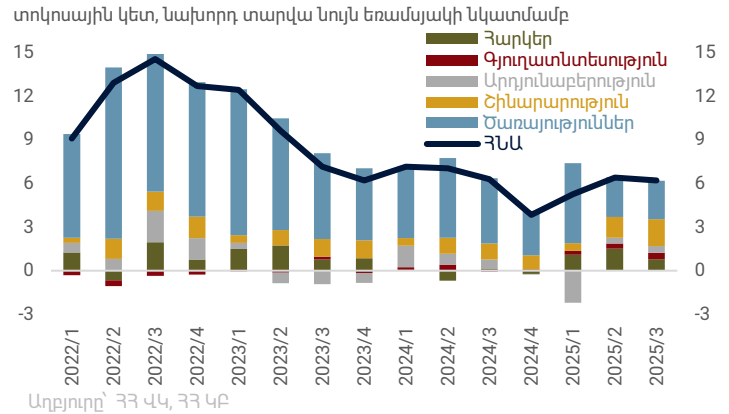
2025 թ. 3-րդ եռամսյակում Հայաստանի տնտեսական աճը պահպանվել է բարձր մակարդակում՝ կազմելով տ/տ 6.2%, ինչը որոշակիորեն բարձր է աճի երկարաժամկետ կայուն մակարդակի վերաբերյալ գնահատականներից: 3-րդ եռամսյակում աճը շարունակել է կենտրոնացված լինել հիմնականում պահանջարկի ընդլայնմամբ շարժվող ճյուղերում (այդ թվում՝ շինարարություն և ծառայություններ), ինչն աճի երկարաժամկետ հեռանկարի և կայունության վերաբերյալ դրական է պարունակում: Շինարարության ճյուղը շարունակում է արագ տեմպերով աճել, սակայն անշարժ գույքի գների ճգնաժամի պայմաններում շինարարության ու հարակից ոլորտներում աճի, պահանջարկի թուլացման և, հետևաբար, գնանկումային ռիսկերը պահպանվում են: Թեև ծառայությունների ճյուղի աճի ապահովման մեջ մեծ դերակատարում ունեն ՏՏ և ֆինանսական ծառայությունների ճյուղերը (համատեղ նպաստումը աճին՝ 1.8 տ.կ.), այնուամենայնիվ, հատկապես վերջին ամիսներին ոլորտի այլ ենթաճյուղերում աճի արագացումը կարող է վկայել պահանջարկի պայմանների հնարավոր ընդլայնման մասին: Որոշ կարճաժամկետ, ոչ կառուցվածքային գործոնների աստիճանական չեզոքացմանը զուգահեռ նկատվում է առևտրի ճյուղի աճի դանդաղում: Մյուս կողմից՝ վերջին երկու եռամսյակներում արդյունաբերության ճյուղում աճը որոշակիորեն վերականգնվել է՝ հիմնականում արտադրվել մշակող արդյունաբերության «ավանդական» ենթաճյուղերում բարձր աճի դրսևորումը: Ավելին, ոլորտի արտահանման, վարկավորման պահանջարկի և արտադրական կարողությունների աճը կարող է դրական ազդակներ պարունակել ճյուղի հեռանկարի տեսանկյունից:

2025 թ. մայիսից ի վեր դեպի ՀՀ զբոսաշրջային հոսքը կտրուկ արագացել էր, ինչն ուղեկցվել է կազմի և կառուցվածքի որոշակի փոփոխություններով: Այս համատեքստում, թեև ՌԴ-ից միջազգային այցելուների ներհոսքը վերականգնվել է, այն չի գերազանցել 2023 թ. ցուցանիշները: Կարևոր է նշել, որ զբոսաշրջային հոսքի կտրուկ արագացմանը մեծապես նպաստել է «ոչ ավանդական» ուղղություններից հոսքերի ավելացումը: Չնայած սեպտեմբերից նկատվել է զբոսաշրջային հոսքերի բնականոն դանդաղում միջնաժամկետում արտաքին պահանջարկի հեռանկարը մնում է անորոշ: Հիմնական անորոշությունները կապված են ինչպես համաշխարհային և ՌԴ տնտեսություններում պահանջարկի թուլացման ռիսկերի, այնպես էլ տարեսկզբից զբոսաշրջային հոսքերի կառուցվածքային փոփոխությունների տևական պահպանման հետ:

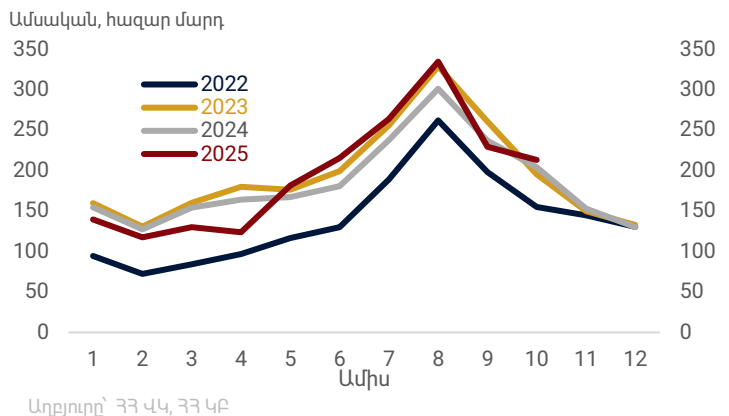
Այս համատեքստում տարբեր ազդակներ կարող են վկայել 4-րդ եռամսյակում թույլ դրական ՀՆԱ ճեղքի ձևավորման մասին (գծապատկեր 3.Բ.3): Այնուամենայնիվ, տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները, տարբեր ճյուղերում անհամաչափ, ոչ միանշանակ զարգացումները և այլ ցուցանիշներից բխող տարբեր ենթադրություններն ավելացնում են տնտեսության մեջ համախառն պահանջարկի և առաջարկի հարաբերական դիրքի շուրջ առկա անորոշությունները: Մի կողմից՝ վարկավորման բարձր աճը, մասնավոր սպառման բարձր մակարդակը և հիմնականում պահանջարկի ավելացմամբ շարժվող ճյուղերում բարձր աճի արձանագրումը կարող են վկայել տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի առկայության մասին: Մյուս կողմից՝ աճի կենտրոնացվածության պահպանումը, աշխատաշուկայի ավելի հավասարակշռված պայմանները, ծառայությունների գնաճի և ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսի ցածր մակարդակները, ինչպես նաև մանրածախ առևտրի աճի շարունակական դանդաղումը համահունչ չեն տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների միջավայրի ձևավորմանը:

Երրորդ եռամսյակում տնտեսական աճը շարունակել է կենտրոնացված լինել հիմնականում պահանջարկի ընդլայնմամբ շարժվող ճյուղերում:

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

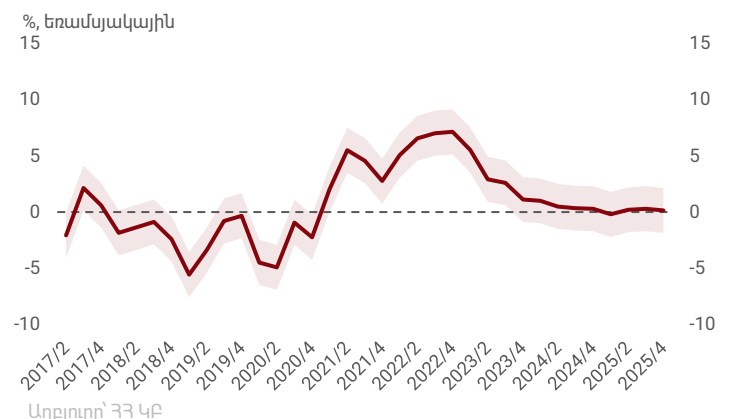


Արտաքին պահանջարկի հեռանկարը մնում է անորոշ:
Գծապատկեր 3.Բ.2. Զբոսաշրջիկների ներհոսք



Աճի կենտրոնացվածությունը պահանջարկի ընդլայնմամբ շարժվող ճյուղերում և արտաքին պահանջարկի որոշակի ընդլայնումը կարող են վկայել թույլ դրական ՀՆԱ ճեղքի ձևավորման մասին:

Գծապատկեր 3.Բ.3. ՀՆԱ ճեղքը



Սպառում և Ներդրումներ

2025 թվականի 3-րդ եռամսյակում մասնավոր սպառման աճը պահպանվել է բարձր մակարդակներում՝ գրանցելով տ/տ 6.1% աճ (գծապատկեր 3.Բ.4)։ Մասնավոր ծախսումների զգալի աճը պայմանավորվել է ինչպես տնային տնտեսությունների, այնպես էլ մասնավոր հատվածի վարկավորման բարձր աճի պահպանմամբ և կուտակված մեծ ծավալի խնայողությունների ծախսմամբ։ Համախառն ներդրումների աճը 2025 թ. 3-րդ եռամսյակում կազմել է 11.9%, ինչը պայմանավորված է եղել ինչպես մասնավոր (անշարժ գույք), այնպես էլ պետական (ենթակառուցվածքներ) ներդրումների աճով (գծապատկեր 3.Բ.5)։ Հաշվի առնելով շինարարության ճյուղի մեծ դերը հիմնական կապիտալի կուտակման մեջ՝ 3-րդ եռամսյակում շինարարության ճյուղի առաջանցիկ աճը կարող է վկայել ավելի ակտիվ ներդրումային միջավայրի մասին։ Այդուհանդերձ, 3-րդ եռամսյակում կապիտալ ապրանքների ներմուծման տ/տ նվազումները կարող են վկայել տնտեսության այլ ճյուղերում համեմատաբար զուսպ ներդրումային ակտիվության մասին։

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 ընթացիկ միտումների տևական պահպանմամբ։ Նման սցենարի դեպքում նշված գործոնները կարող են ավելացնել պահանջարկի և գնաճային ճնշումները տնտեսությունում (հատկապես եթե տնտեսությունը մոտ է կամ բարձր ՀՆԱ (ներուժից)։ Մյուս կողմից՝ տնտեսության որոշ ոլորտներում համեմատաբար զուսպ աճը, մանրածախ առևտրի աճի ցածր տեմպը, վերջնական և կապիտալ ապրանքների ներմուծման ծավալների նվազումը, ինչպես նաև աշխատաշուկայի պայմանների կայունացումը կարող են վկայել տնտեսությունում թույլ պահանջարկի միջավայրի ձևավորման մասին։ 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 կարող է նպաստել կապիտալի ներհոսքի և ներդրումային ակտիվության աճին։

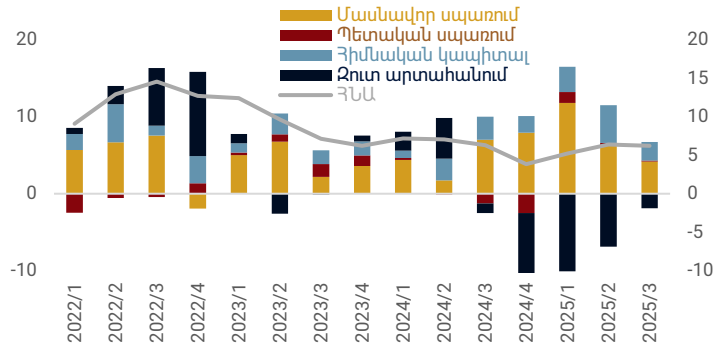
ՌԴ-ում ՀՀ աշխատանքային միգրանտների թվի և դեպի ՀՀ դրամական հոսքերի իրական ծավալների շուրջ անորոշությունը պահպանվում է։ Հաշվի առնելով վերջին տարիներին ՀՀ-ում բարձր տնտեսական աճի արձանագրումը և տնային տնտեսությունների եկամուտների էական աճը՝ մասնավոր պահանջարկի խթանման գործում դրամական փոխանցումների դերը զգալիորեն թուլացել է։ Թեև վերջին ամիսներին դրամական փոխանցումների աճն արագացել է, սակայն պահպանվում է պատմականորեն ցածր մակարդակում (գծապատկեր 3.Բ.6)։ Դեպի ՌԴ սեզոնային միգրացիայի միտումների շուրջ անորոշությունը պահպանվում է։ Մի 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։ Մյուս կողմից՝ սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր տնտեսական ակտիվությունը և/կամ ընթացիկ մակարդակում ռուբլու փոխարժեքի երկար պահպանումը

կարող են ավելացնել դեպի ՌԴ աշխատանքային միգրացիայի շարժառիթները։

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

տոկոսային կետ, նախորդ տարվա նույն եռամսյակի նկատմամբ

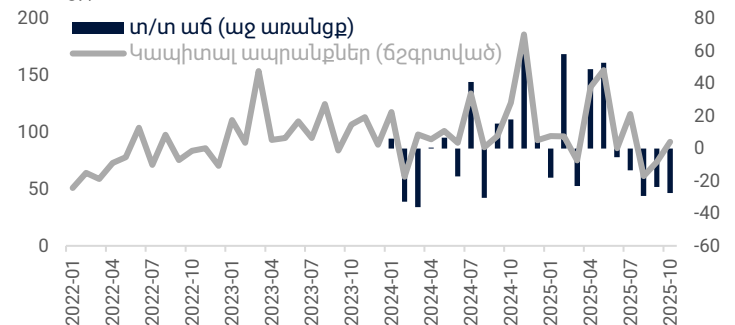


Աղբյուր՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Մի կողմից՝ շինարարության ճյուղի առաջանցիկ աճը, մյուս կողմից՝ կապիտալ ապրանքների ներմուծման դանդաղումը անորոշություններ են ստեղծում ներդրումային միջավայրի և ակտիվության մեկնաբանման տեսանկյունից։

Գծապատկեր 3.Բ.5. Կապիտալ ապրանքների ներմուծումը

Մյուր դրամ (ծախ առանցք) %, նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ (աջ առանցք)

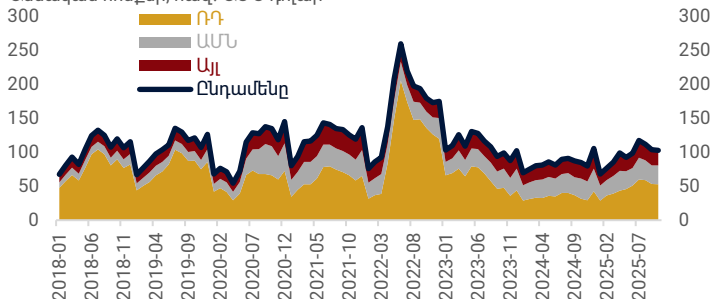


Աղբյուր՝ ՀՀ ՎԲ

Վերջին ամիսներին դրամական փոխանցումները զգալիորեն աճել են, հատկապես ՌԴ-ից, սակայն դրանց ապագա ուղեգծի շուրջ անորոշությունները պահպանվում են։

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

Ամսական հոսքեր, հազ. ԱՄՆ դոլար



Աղբյուր՝ Երևանի քաղաքապետարան

Արտաքին պահանջարկ և առևտուր

2025 թվականի 2-րդ եռամսյակում արտաքին պահանջարկն ընդլայնվել է, ինչը նպաստել է ընթացիկ հաշվի բարելավմանը: Արտաքին պահանջարկի ընդլայնումը արտացոլվել է զբոսաշրջային հոսքերի արագացմամբ և տեղական արտադրության ապրանքների և, հատկապես, ծառայությունների նկատմամբ բարձր պահանջարկով: Այս համատեքստում SS ծառայությունների արտահանումը պահպանվում է բարձր մակարդակում (2025 թ. 2-րդ եռամսյակում կազմել է ՀՆԱ 5.6%-ը), իսկ ֆինանսական ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկը շարունակում է աճել կայուն տեմպերով՝ կազմելով ՀՆԱ շուրջ 2.4%-ը: 2025 թվականի 3-րդ և 4-րդ եռամսյակների ընթացքում նկատվել է մշակող արդյունաբերության «ավանդական» արտադրատեսակների արտահանման աճի արագացում: Թեև վերջին ամիսներին զբոսաշրջային հոսքերը որոշակիորեն դանդաղել են (հետևելով սեզոնային միտումներին), այնուամենայնիվ, հոկտեմբեր և նոյեմբեր ամիսներին ժամանող զբոսաշրջիկների թիվը եղել է պատմական ցուցանիշների համեմատությամբ բարձր մակարդակներում: Միջնաժամկետում արտաքին պահանջարկի հեռանկարի շուրջ առկա է անորոշություն: Այս համատեքստում, հաշվի առնելով արտաքին առևտրի կառուցվածքում ՌԴ նշանակալի դերը (արտահանման մոտ 40%), ՌԴ տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների հնարավոր հետագա թուլացումը միջնաժամկետում կարող է բացասական հետևանքներ ունենալ թե՛ առևտրային և թե՛ զբոսաշրջային հոսքերի վրա:

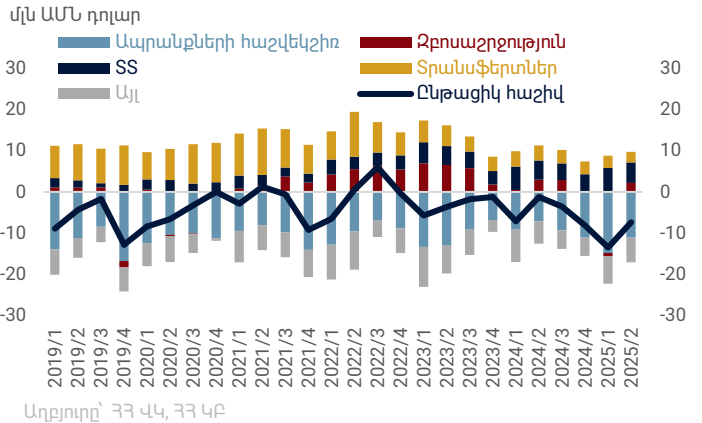
Միաժամանակ, իրական փոխարժեքի հիմնարար մակարդակի շուրջ անորոշությունը տարբեր մեկնաբանությունների տեղիք է տալիս: Այդպիսի փաստարկներից մեկն այն է, որ 2022 թվականից ի վեր իրական արդյունավետ փոխարժեքի արժևորումն արտացոլում է արտադրողականության և արտադրանքի ներուժային աճի նշանակալի ավելացում, ինչի մասին են 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՝ SS, 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 պակասորդի համապատասխան շտկմամբ:

Հարկաբյուջետային քաղաքականություն

Հաշվի առնելով 2025 թվականի ընթացքում հարկային եկամուտների բարձր կատարողականը՝ եկամուտների թերիավաքագրման ռիսկերը զգալիորեն մեղմվել են: Թեև կապիտալ ծախսերի կատարողականը նախորդ տարիների համեմատությամբ շարունակում է զգալիորեն բարելավվել՝ վերջինիս որոշակի թերակատարման ռիսկերը պահպանվում են: Ընթացիկ ծախսերի կատարողականը հունվար-հոկտեմբեր ամիսներին կազմել է 78%: Այդուհանդերձ, հաշվի առնելով 4-րդ եռամսյակին բնորոշ պատմական միտումները՝ տարեվերջին կարող են նկատվել ընթացիկ ծախսերի որոշակի ավելացման ճնշումներ:

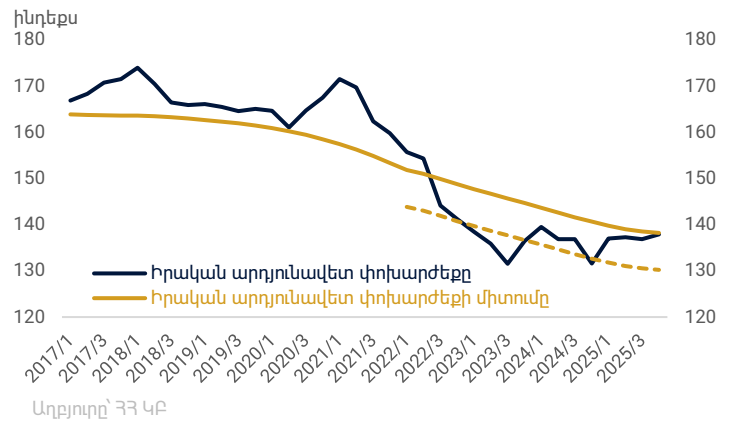
Երկրորդ եռամսյակից արտաքին պահանջարկը որոշակի ընդլայնվել է:

Գծապատկեր 3.Բ.7. Ընթացիկ հաշիվ



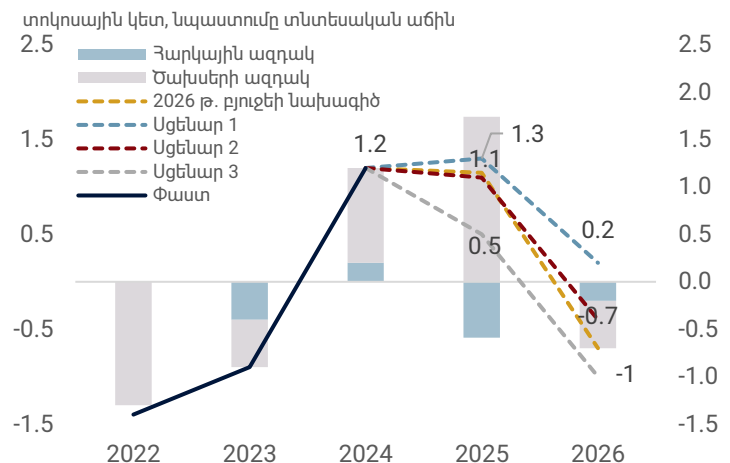
Իրական փոխարժեքի ցիկլային դիրքի վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է:

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



Պլանավորվող հարկաբյուջետային կոնսոլիդացիայի համատեքստում համախառն պահանջարկի պայմանների վրա ազդեցությունը կարող է լինել առավել մեղմ:

Գծապատկեր 3.Բ.9. Համախառն պահանջարկի վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցության սցենարներ 2026 թվականի համար



Արդյունքում, չնայած 2025 թվականին համախառն պահանջարկի վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցության չափի վերաբերյալ անորոշությանը՝ պահանջարկի պայմանների վրա նշանակալի ընդլայնողական ազդեցության ռիսկերը թուլացել են:

Միջնաժամկետում, պլանավորվող հարկաբյուջետային կոնսոլիդացիայի պայմաններում, ակնկալվում է հարկային վարչարարության շարունակական բարելավում և հարկեր/ՅՆԱ հարաբերակցության աստիճանական աճ: Այս գործոններին զուգահեռ, ընթացիկ ծախսերի աճի տեմպի սպասվող դանդաղումը կարող է մեղմել համախառն պահանջարկի վրա ազդեցությունը: Այս համատեքստում, առաջիկայում հիմնական անորոշությունները կապված են վարչարարության բարելավման ֆոնին հարկերի հավաքագրման աճի տեմպի, ինչպես նաև ընթացիկ ծախսերի կատարողականի հետ: Ավելին, կապիտալ ծախսերի թերակատարմամբ, ինչպես նաև դրանց կառուցվածքային առանձնահատկություններով պայմանավորված՝ պահանջարկի վրա ավելի թույլ ազդեցություն ունենալու ռիսկերը մնում են առարկայական: Այդուհանդերձ, կապիտալ ծախսերի՝ ներքին տնտեսության ենթակառուցվածքների զարգացմանն ուղղված աճը կարող է դրական ազդեցություն ունենալ ներուժային ՅՆԱ աճի վրա: Ամփոփելով՝ առաջիկայում հիմնական անորոշությունները կապված են վարչարարության բարելավման և, ընթացիկ ու կապիտալ ծախսերի կատարողականի ֆոնին, բյուջեի պակասուրդի և պետական պարտքի ուղեգծի հետ: Սա, իր հերթին, կարող է անորոշություններ պարունակել երկրի միջակ հավելավճարի տեսանկյունից:

Գծապատկեր 3.Բ.9-ի վերաբերյալ նշումներ.

Սցենար 1. Հարկային եկամուտների թերակատարում և հարկեր/ՅՆԱ ցուցանիշի՝ հարկային վարչարարության ազդեցությամբ սպասվողից ավելի դանդաղ բարելավում, ինչպես նաև պահուստային ֆոնդի մասնակի օգտագործում:

Սցենար 2. Կապիտալ ծախսերում տեղի են ունենում կառուցվածքային փոփոխություններ ներքին պահանջարկի վրա ազդեցություն չունեցող բաղադրիչների նվազման հաշվին, ինչը զուգորդվում է ներքին տնտեսության և ենթակառուցվածքների բարելավմանն ուղղված ծախսերի աճով՝ ձևավորելով հարաբերականորեն նվազ զսպող դիրք:

Սցենար 3. Հարկային եկամուտների ծրագրի ամբողջական կատարում, սակայն, լայնածավալ կապիտալ ծախսեր կատարելու կարողությունների սահմանափակության պայմաններում, կապիտալ ծախսերի թերակատարում նախորդ տարիների միտումներին համապատասխան:

Գ. Աշխատանքի շուկայի և գնաճի զարգացումներ

Աշխատուժի առաջարկ և պահանջարկ

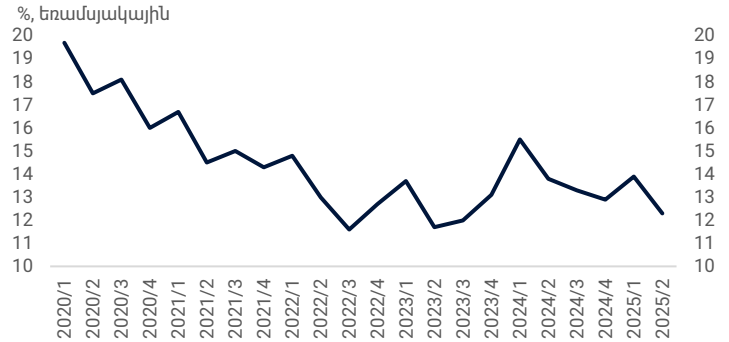
Աշխատաշուկայի պայմանների շուրջ անորոշությունը պահպանվում է: 2025 թվականի 1-ին եռամսյակի սեզոնային աճից հետո՝ 2-րդ եռամսյակում, գործազրկությունը նվազել է՝ կազմելով 12.3%: Հարկ է նշել, որ, ըստ աշխատուժի հետազոտության արդյունքների, 2025 թվականի 2-րդ եռամսյակում, նախորդ տարվա նույն եռամսյակի համեմատությամբ, դիտվել է աշխատանքային ռեսուրսների ավելացում, որոնք, սակայն, հիմնականում հաշվառվել են տնտեսապես ոչ ակտիվ բնակչության կազմում, իսկ զբաղվածների թիվը մնացել է գրեթե անփոփոխ: Թեև վերջինս կարող է արտահայտել տնտեսությունում աշխատուժի նկատմամբ ձևավորված ցածր պահանջարկը, այս տվյալները, այնուամենայնիվ, համահունչ չեն 2-րդ եռամսյակում տնտեսությունում դիտված բարձր տնտեսական աճին, ինչպես նաև աշխատավարձերի կայուն աճին: Ի հակադրում դրա՝ ըստ ՊԵԿ-ի տվյալների, պաշտոնապես գրանցված աշխատողների թիվը շարունակում է կայուն տեմպերով աճել՝ արտացոլելով աշխատուժի նկատմամբ բարձր պահանջարկի պահպանումը: Գրանցված աշխատողների թվի ավելացումը կարող է վկայել նաև տնտեսությունում կառուցվածքային փոփոխությունների մասին՝ արտահայտելով ոչ ֆորմալ զբաղվածությունից աշխատուժի տեղաշարժը դեպի ֆորմալ զբաղվածություն: Միաժամանակ, աշխատավարձերի աճը կայունացել է 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 միգրացիոն քաղաքականության խստացման հետևանքով դեպի ՌԴ սեզոնային միգրացիայի միտումների, ՀՀ աշխատաշուկայի մասնակցության մակարդակի, ինչպես նաև աշխատուժի կազմում տնտեսապես ոչ ակտիվ բնակչության ինտեգրման արագության հետ: Մի կողմից՝ ՌԴ տնտեսության աճի հեռանկարի շուրջ առկա անորոշությունները, ինչպես նաև ՌԴ-ում միգրացիոն կարգավորումների խստացումը կարող են սահմանափակել արտագնա աշխատանքի հոսքերը՝ հանգեցնելով տնտեսությունում աշխատուժի առաջարկի աճի և գնանկումային ռիսկերի ձևավորման: Մյուս կողմից՝ ՌԴ-ից ՀՀ ոչ առևտրային դրամական փոխանցումների ծավալները վերջին ամիսներին որոշակիորեն աճել են (գծապատկեր 3.Գ.3), ինչը կարող է վկայել այն մասին, որ ռուբլու արժևորման ու Ռուսաստանում աշխատուժի պակասուրդի շարունակական խնդիրները գերակշռել են միգրացիոն հոսքերը սահմանափակող գործոնների ազդեցությունը՝ խթանելով աշխատանքային հոսքերի աճը:

Ամփոփելով նշենք՝ չնայած աշխատաշուկայից եկող ոչ միանշանակ ազդակներին, որոշ զարգացումներ կարող են վկայել, որ վերջին եռամսյակներում աշխատանքի շուկայի անհաշվեկշռվածությունները զգալիորեն թուլացել են: Առաջիկայում հիմնական անորոշությունը վերաբերում է աշխատուժի առաջարկի աճի հետագա ընթացքին, հատկապես, եթե պահանջարկի պայմաններն 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

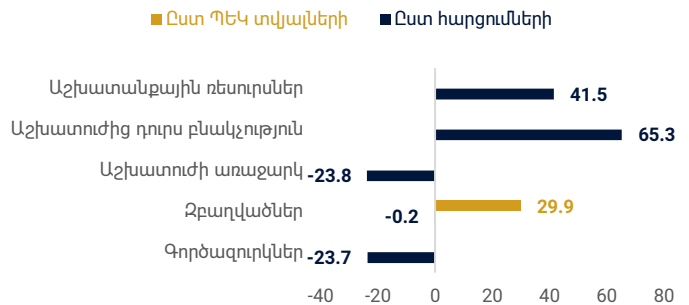


Աղբյուր՝ ՀՀ ՎԿ

Աշխատուժի հետազոտության արդյունքները համահունչ չեն ՊԵԿ-ի պաշտոնական տվյալներին, ինչը տարբեր մեկնաբանությունների տեղիք է տալիս:

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

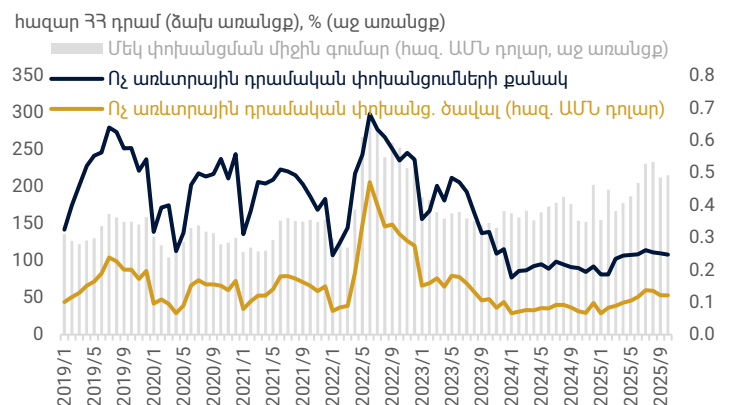
հազար մարդ



Աղբյուր՝ ՀՀ ՎԿ

Ռուբլու արժևորման և ՌԴ աշխատաշուկայի խիստ պայմանների պարագայում ՀՀ-ՌԴ աշխատավարձերի տարբերության աճը կարող է նպաստել միգրացիոն հոսքերի ավելացմանը: Սակայն ՌԴ միգրացիոն քաղաքականության խստացումը կարող է լուրջ խոչընդոտների աղբյուր հանդիսանալ:

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



Աղբյուր՝ ՀՀ ՎԲ

Աշխատավարձերի աճ

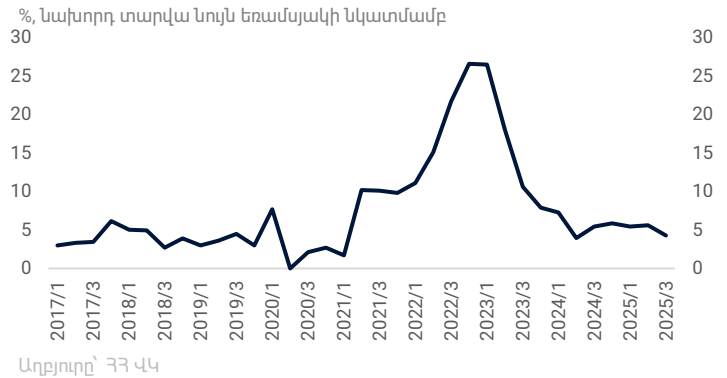
Մասնավոր անվանական աշխատավարձերի աճը որոշակիորեն դանդաղել է 2025 թ. 3-րդ եռամսյակում. կազմել է տ/տ 4.3% (գծապատկեր 3.9.4): Այս համատեքստում, աշխատավարձերի աճի վերջին զարգացումները տարբեր մեկնաբանությունների տեղիք են տալիս: Մի կողմից՝ աշխատավարձերի աճի դանդաղումը կարող է տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների թուլացման ազդակներ պարունակել: Մյուս կողմից՝ թեև վերջին տարիների ընթացքում աշխատավարձերի աճի հիմնական շարժիչ ուժերը եղել են ֆինանսական և ՏԿ ծառայությունների ոլորտները, այդուհանդերձ, հատկապես վերջին ամիսներին նկատվել է աշխատավարձերի աճի ձևավորման գործընթացում նշված ճյուղերի ազդեցության նվազում: Զուգահեռաբար, տնտեսության այլ ճյուղերում աշխատավարձերի աճը որոշակիորեն արագացել է 3-րդ եռամսյակում կազմելով 6.7%, ինչը կարող է վկայել տնտեսությունում համեմատաբար կայուն պահանջարկի պայմանների մասին:

Գնաճ

2025 թվականի սկզբից գնաճը ցուցաբերել է արագացման միտումներ՝ արտացոլելով հիմնականում առաջարկի գործոնների ազդեցության ընդլայնման պայմաններում համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումների արագացումը (հատկապես ներմուծվող պարենային ապրանքների մասով): Զուգահեռաբար նկատվել է նաև ներքին տնտեսությունում որոշ սեզոնային ապրանքների՝ պատմական ցուցանիշների համեմատությամբ բարձր գնաճ: Այդուհանդերձ, 2025 թվականի նոյեմբերին այս գործոնների ազդեցությունը զգալիորեն մեղմվել է, որի արդյունքում 12-ամսյա գնաճը դանդաղել է՝ ձևավորվելով 3.1% տ/տ շուրջ: Առաջիկայում հիմնական անորոշությունները կապված են այս միտումների տևականության և դրա ֆոնին՝ ներքին գների ճշգրտման արագության ու չափի հետ: Վերջին շրջանում առանձին ապրանքային շուկաներում, հատկապես «Կաթնամթերք» ապրանքախմբում, մակնիշավորման գործողությունների արդյունքում գները զգալի աճել են՝ նոյեմբերին կազմելով տ/տ 5.8% (ա/ա 0.6%): Հարկ է նշել, որ առանձին ապրանքների գների աճը գերազանցում է մակնիշավորման ինքնարժեքի գինը, ինչը կարող է վկայել, որ նշված գնային փոփոխությունները պայմանավորված են նաև այլ գործոններով, այդ թվում՝ գործառնական ծախսերի աճ, գնադրացման քաղաքականության վերափոխումներում և այլն: Մինչև 2025 թվականի սկզբից ոչ պարենային ապրանքներից եկող գնանկումային ճնշումներն աստիճանաբար չեզոքացել են՝ մայիսից մտնելով թույլ գնաճային տիրույթ. նոյեմբերին գնաճը կազմել է տ/տ 1.2%: Տարեսկզբից նկատվել է ծառայությունների գնաճի որոշակի արագացում, ինչը մեծապես պայմանավորվել է օդային տրանսպորտի բարձր գնաճային ազդեցությամբ (ծառայությունների գնաճն առանց օդային տրանսպորտի ցուցանիշի պահպանվել է թիրախից ցածր՝ 2.0-2.5% միջակայքում): Կոշտ գներով բնութագրվող ոչ արտահանելի ապրանքների գնաճը, որը հիմնականում նկարագրում է պահանջարկի միջավայրով պայմանավորված գների վարքագիծը, կայունացել է 2.0-2.5% միջակայքում:

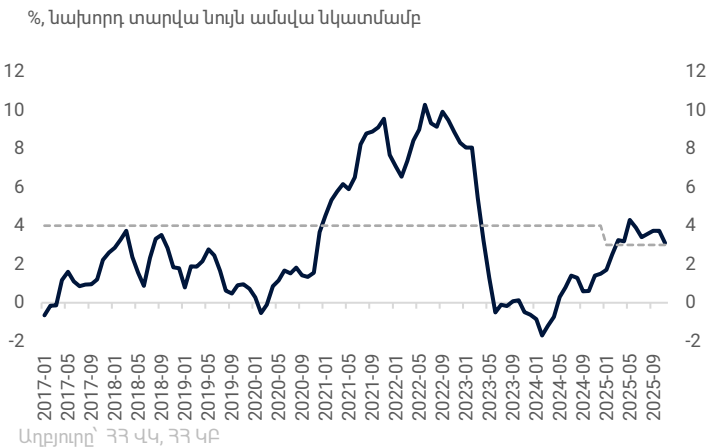
Պահանջարկի արագացման պայմաններում աշխատուժի առաջարկի աճը նպաստում է գնաճային ճնշումների չեզոքացմանը:

Գծապատկեր 3.9.4. Մասնավոր հատվածի անվանական աշխատավարձերի աճը



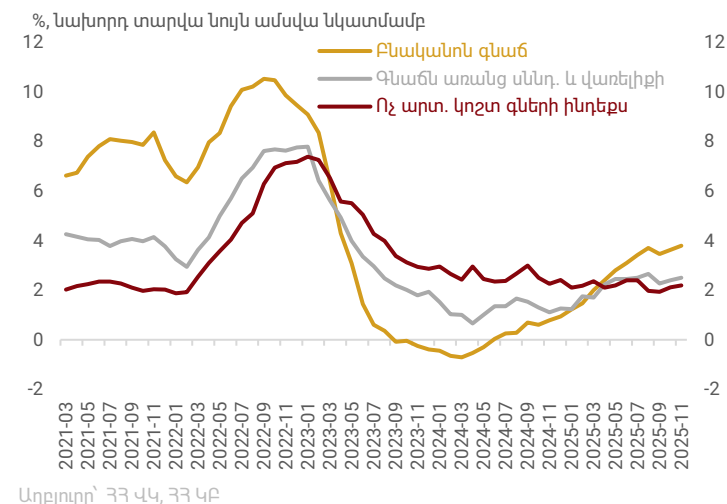
Առաջարկի գործոնների ազդեցության թուլացման ֆոնին նոյեմբերին տ/տ գնաճը դանդաղել է

Գծապատկեր 3.9.5. Գնաճ



Ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսը շարունակում է կայունանալ:

Գծապատկեր 3.9.6. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները



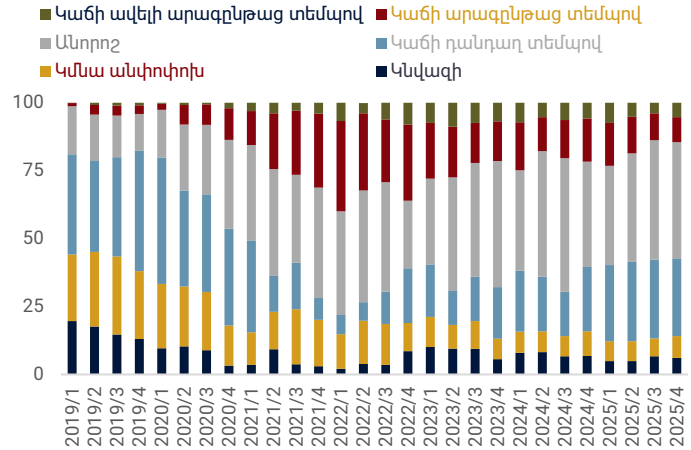
Գնաճային սպասումներ

Համաձայն տնային տնտեսությունների գնաճային սպասումների վերաբերյալ ՀՀ ԿԲ-ի կողմից իրականացվող հարցման արդյունքների՝ 2025 թ. 4-րդ եռամսյակում գնաճային սպասումներն, ընդհանուր առմամբ, մնացել են կայուն: Այս համատեքստում, ցածր գնաճային սպասումներ ունեցող տնային տնտեսությունների տեսակարար կշիռը փոքր-ինչ աճել է (4-րդ եռամսյակում կազմել է 43%՝ նախորդ եռամսյակի 42%-ի փոխարեն), իսկ բարձր գնաճային սպասումներ ակնկալող տնային տնտեսությունների կշիռը մնացել է գրեթե անփոփոխ՝ կայունանալով ցածր մակարդակներում (15%): Այս զարգացումներն արտացոլում են գնաճային սպասումների աստիճանական կայունացումը թիրախային մակարդակի շուրջ, որին էապես նպաստել է տնտեսությունում երկարատև գնաճային ցածր միջավայրի պահպանումը: Այդուհանդերձ, գնաճի վերաբերյալ անորոշության պահպանումը կարող է արտացոլել հատկապես որոշ պարենային ապրանքների՝ տարվա ընթացքում արձանագրված բարձր գնաճի վերաբերյալ հանրային ընկալումները: Միաժամանակ, ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսի և մասնավոր աշխատավարձերի զարգացումները վկայում են կայուն, թիրախին մոտ 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. դեկտեմբերի 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, ընդհանուր առմամբ, համահունչ է շուկայի մասնակիցների՝ 4-րդ եռամսյակի մակրոհարցման արդյունքներին (տե՛ս ներգիր 4), որտեղ 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:

Վերջին ամիսներին եկամտաբերության կորը ամբողջ երկայնքով զգալի նվազել է: Սա կարող է պայմանավորված լինել մի շարք գործոններով, մասնավորապես՝ ա) զարգացող երկրների նկատմամբ ընդհանուր տրամադրվածության բարելավումը, ինչպես նաև ՀՀ-ին ներհատուկ որոշ գործոնների ազդեցությունը, որոնք կարող էին ազդել շուկաների կողմից ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի դեպի ներքև վերազնահատման վրա, բ) կառուցվածքային, երկարաժամկետ գործոնների աստիճանական ազդեցությամբ, մասնավորապես՝ տարեսկզբից գնաճի թիրախի նվազեցման արդյունքում երկարաժամկետ գնաճային սպասումների նվազում, պետական պարտքի հետագծի վերաբերյալ սպասումների բարելավում, տնտեսության արտահանելի հատվածի կարողությունների ընդլայնում և հիմնարար արժևորման սպասումների ձևավորում, գ) դրամավարկային քաղաքականության աստիճանական փոխանցում, դ) ոչ կառուցվածքային գործոններ, որոնցից է, օրինակ՝ ներքին ֆինանսական շուկայում դրամային իրացվելիության աճը հատկապես պարտադիր պահուստավորման նորմատիվի նվազեցման արդյունքում և այլն:

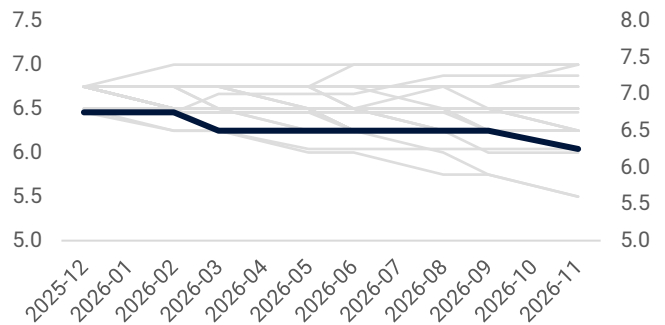
Չեզոք տոկոսադրույք

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 բարձր է: Այս համատեքստում, ԱՄՆ պետական պարտքի և բյուջեի պակասուրդի զգալի աճը կարող է հանգեցնել ԱՄՆ չեզոք տոկոսադրույքի աճին, ինչն իր հերթին կարող է հանգեցնել զարգացող երկրներում և ՀՀ-ում չեզոք տոկոսադրույքի՝ վերևի ուղղությամբ ճշգրտումների: Վերջին շրջանում ՀՀ արտաթուփային պարտատոմսերի սպրեդները շարունակաբար նվազել են (գծապատկեր 3.Դ.6)՝ արտացոլելով թե՛ համաշխարհային, թե՛ ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների ազդեցությունը: Այս համատեքստում, հիմնական անորոշությունները կապված են այն հարցի հետ, թե որքանով են զարգացող երկրներում նկատվող ընթացիկ միտումները կրում կարճաժամկետ, որքանով՝ երկարաժամկետ հիմնարարներով պայմանավորված գործոնների ազդեցությունը: Վերջին տարիներին 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 վերագնահատման: Ավելին, տարեսկզբին գնաճի թիրախի նվազեցումը և 3% սահմանում, ինչպես նաև ոչ արտահանելի կոշտ գների ցածր մակարդակում երկար պահպանումը կարող են վկայել նոր թիրախի շուրջ գնաճային սպասումների խարսխման 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 դեկտեմբերի, 2025 թ.)

Տոկոսադրույք, %

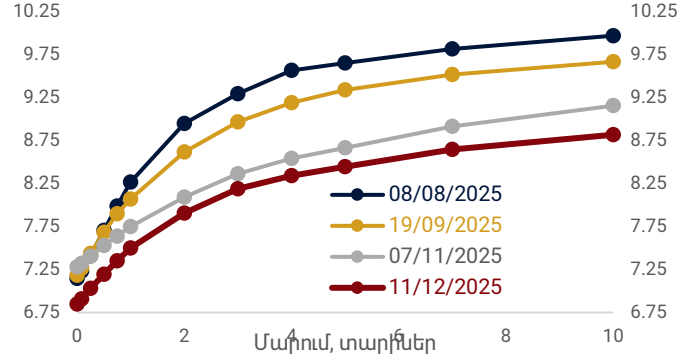


Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

Եկամտաբերության կորը, ընդհանուր առմամբ, պահպանվել է կայուն:

Գծապատկեր 3.Դ.2. Եկամտաբերության կոր

Եկամտաբերություն, %

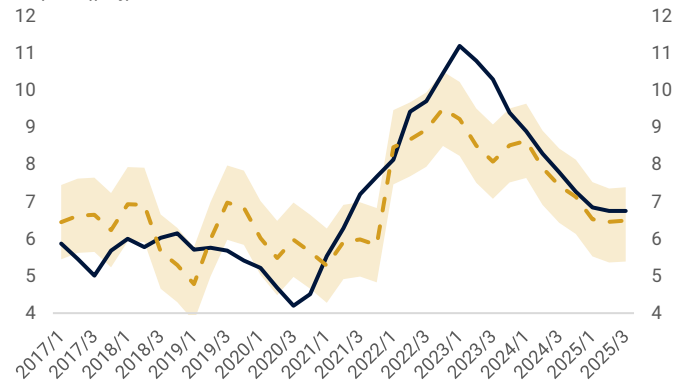


Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

Որքանով են խիստ դրամավարկային պայմանները:

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

Տոկոսադրույք, %



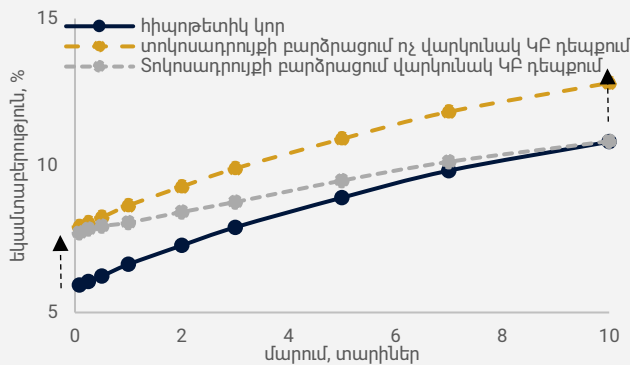
Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

Ներդիր 2. Եկամտաբերության կորի զարգացումները ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի համատեքստում

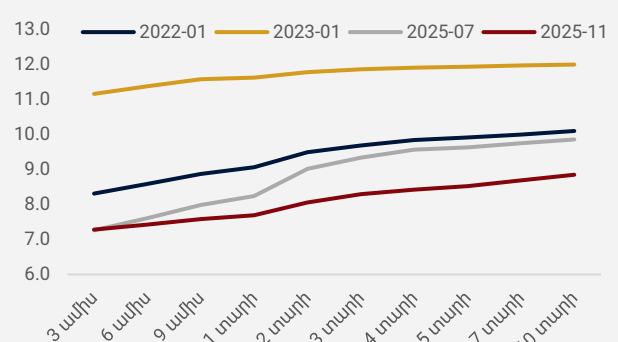
Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմը բարդ գործընթաց է: Քաղաքականության տոկոսադրույքի փոխանցումը ֆինանսական շուկաներում տոկոսադրույքների և վարկավորման շարժերին մեխանիկական կերպով տեղի չի ունենում: Դա դիտարկելիս խիստ կարևորվում է քաղաքականության տոկոսադրույքների սպասման հետագիծը, ինչպես նաև արտաձին և ներծին տարբեր գործոնների միաժամանակյա ազդեցությունը:

Որպես ԴԿԶ փոխանցումային առաջնային ուղիների՝ հաճախ դիտարկվում է տոկոսադրույքների փոխանցումը պարտատոմսերի շուկաներում: Կենտրոնական բանկը որոշում է կարճաժամկետ իրացվելիության գինը, ինչն անմիջականորեն փոխակապված է միայն շուկայի կարճաժամկետ տոկոսադրույքների հետ, ինչպիսիք են կարճաժամկետ պարտատոմսերի և ավանդների տոկոսադրույքները: Եվ, հետևաբար, կարճաժամկետ փողի գինը սահմանափակ ուղղակի ազդեցություն ունի երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա: Այս գործընթացում կարևոր են շուկաների սպասումները ԿԲ քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ, այդ թվում՝ միջնաժամկետ և երկարաժամկետ հավասարակշիռ տոկոսադրույքի մասին սպասումները և պատկերացումները: Երկարաժամկետ տոկոսադրույքների իմաստով կարևոր գործոններից է նաև ԿԲ հեղինակությունը, ինչն արտահայտվում է գնաճային սպասումների խարսխվածության աստիճանով: Այն դեպքում, երբ ԿԲ հեղինակությունը բարձր է, իսկ սպասումները՝ խարսխված, կարճաժամկետ փողի գնի փոփոխությունները երկարաժամկետ հատվածում կարող են փոքր, ոչ Նշանակալի փոփոխություններ առաջացնել (**գծապատկեր Ն.2.1**): Այսպես՝ Կենտրոնական բանկի բարձր հեղինակության պայմաններում, երբ գնաճային սպասումները խարսխված են, շուկայի մասնակիցները չեն վերանայում միջնաժամկետ և երկարաժամկետ քաղաքականության տոկոսադրույքների սպասվող ուղին կարճաժամկետ քաղաքականության տոկոսադրույքի փոփոխությունների ազդեցությամբ: Երկարաժամկետ տոկոսադրույքները հիմնականում ձևավորվում են ապագա կարճաժամկետ և միջնաժամկետ քաղաքականության տոկոսադրույքների վերաբերյալ սպասումներով, ինչպես նաև ժամանակային հավելվածարով: Այսպիսով՝ երբ սպասումները մնում են անփոփոխ, եկամտաբերության կորի կարճ հատվածում փոփոխությունները երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա փոխանցվում են թույլ կամ փոքր չափով: Կենտրոնական բանկերի բարձր հեղինակությունն ապահովում է, որ քաղաքականության կարճաժամկետ ճշգրտումները շուկայի կողմից դիտարկվեն որպես ցիկլային և ժամանակավոր, այլ ոչ թե որպես դրամավարկային քաղաքականության ուղղության երկարաժամկետ փոփոխության ազդակներ, ինչն էլ հիմնականում պայմանավորում է դրանց սահմանափակ ազդեցությունը եկամտաբերության կորի երկարաժամկետ հատվածի վրա:

Գծապատկեր Ն.2.1. ԿԲ վարկունակությունից կախված եկամտաբերության կորի տեղաշարժերը



Գծապատկեր Ն.2.2. Եկամտաբերության կորի տեղաշարժերը տարբեր ժամանակահատվածներում



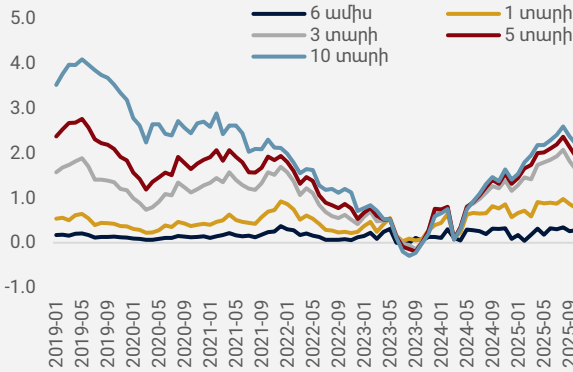
Այս համատեքստում, ՀՀ ԿԲ քաղաքականության տոկոսադրույքների 2023 թ. նվազման փուլին զուգընթաց, երկարաժամկետ տոկոսադրույքների համեմատաբար բարձր մակարդակում պահպանման վերաբերյալ մեկնաբանություններն ավելի հստակ են դառնում, երբ դիտարկվում են տոկոսադրույքների վերաբերյալ սպասումների շարժը և եկամտաբերության կորի կառուցվածքը: Եկամտաբերության կորի զարգացումներում մինչև 2022 թ. արտաքին պահանջարկի շուկից հետո մինչև 2025 թ. վերջին ամիսները դիտվել են էական կառուցվածքային տեղաշարժեր: Այս փոփոխություններն արտահայտվել են թե՛ կորի ողջ հատվածով համատարած նվազումով, որը պայմանավորվել է կառուցվածքային գործոնների փոփոխություններով և մակրոմիջավայրի կայունացմամբ, թե՛ կորի թեքության զգալի փոփոխություններով, որոնք հիմնականում արտացոլում են դրամավարկային քաղաքականության տարբեր ցիկլերի ազդեցությունները: Ըստ այդմ՝ դիտարկվող ժամանակահատվածում ՀՀ եկամտաբերության կորի զարգացումներում դրսևորված միտումների մասով առկա են մի շարք մեկնաբանություններ, որոնք հանգում են առանձին կառուցվածքային գործոնների դերակատարությանը:

Կորը վերադարձել է բնականոն տեսքի: Երկարաժամկետ տոկոսադրույքները ներառում են ժամանակային հավելվածար, որը ներդրողներին փոխհատուցում է այնպիսի ռիսկերի համար, ինչպիսիք են ապագայում գնաճի, տոկոսադրույքների և քաղաքականության շուրջ անորոշությունները: Եթե դիտարկենք վերջին ժամանակահատվածում ՀՀ պարտատոմսերի շուկայում ժամանակային հավելվածարների զարգացումները, ապա կարելի է արձանագրել, որ, դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազման փուլին զուգահեռ, ժամանակի հավելվածարները ձևավորվել են վերջին հինգ տարիների միջին մակարդակում՝ ցածր մակարդակի վրա մնալով պատմական միջին ցուցանիշներից: Սա կարող է փաստել, որ անորոշությունների այն հատվածը, որը վերաբերում է դրամավարկային քաղաքականությանը, որոշակիորեն նվազել է: Դա, հավանաբար, պայմանավորված է ՀՀ ԿԲ թափանցիկության և վերջինիս նկատմամբ վստահության աճով:

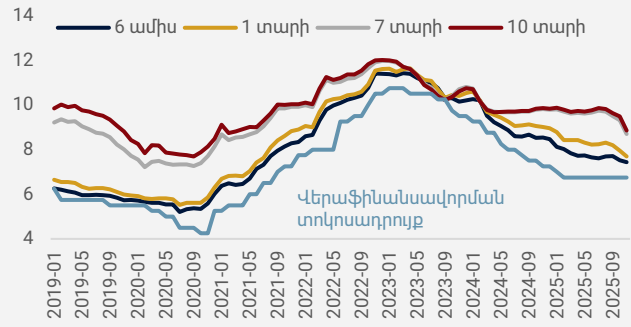
2023 թվականից սկսած՝ ԴԿԶ տոկոսադրույքների նվազմանը զուգահեռ դիտարկվում էր նաև գնաճային սպասումների աստիճանական նվազում՝ զուգակցվելով ԿԲ թափանցիկության, հետևողականության և հեղինակության աստիճանական բարելավմամբ: Այս համատեքստում դիտվել է ինչպես կարճաժամկետ, այնպես էլ երկարաժամկետ տոկոսադրույքների նվազում: Սակայն եթե կարճաժամկետ տոկոսադրույքների վարքագիծն առավելապես կրում էր ԿԲ քաղաքականության գործողությունների ազդեցությունը, երկարաժամկետ տոկոսադրույքների նվազումը վերաբերում էր գնաճային սպասումների ու տնտեսական անորոշությունների աստիճանական նվազմանը: 2024 թ. սկսած՝ ԿԲ տոկոսադրույքների նվազումը, սպասվածի համաձայն, հիմնականում դրսևորվել է կարճաժամկետ հատվածում, մինչդեռ երկարաժամկետ տոկոսադրույքները մնացել են հարաբերականորեն կայուն: Ուստի, այդ փուլն արդեն առավելապես համընկնում է ԴԿԶ պարբերաշրջանի ճշգրտման հետ, ինչը դրսևորվել է նաև ժամանակային հավելվածարի աստիճանական ճշգրտմամբ դեպի միջնաժամկետ հավասարակշիռ մակարդակներ՝ կորի տեսքի Նորմալացում (**գծապատկերներ Ն.2.3 և Ն.2.4**):

Հատկանշական է, որ վերջին շրջանում ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի նվազումը տեղի է ունեցել ինչպես զարգացող երկրների ռիսկի հավելավճարների նվազմամբ, այնպես էլ ՀՀ-ին ներհատուկ երկրի ռիսկի հավելավճարի տարածաշրջանի երկրների ռիսկի հավելավճարների համեմատությամբ առավել մեծ նվազմամբ: Սա կարող է եկամտաբերության կորի նվազման գործոններից մեկը լինել: Այս զարգացումներն արտահայտվեցին ՀՀ ներքին շուկայում երկարաժամկետ պարտատոմսերի էական ճշգրտմամբ: Այստեղ մեծ դերակատարում են ունեցել նաև ՀՀ Կառավարության կողմից պարտատոմսերի թողարկման առաջարկի նշանակալի ճշգրտումները ֆինանսական հաստատությունների ներկայացրած բարձր պահանջարկի համեմատությամբ: Արդյունքում ժամանակային հավելավճարները նշանակալի ճշգրտվեցին նվազման ուղղությամբ՝ ձևավորվելով պատմական միջինից բավականին ցածր մակարդակով:

Գծապատկեր Ն.2.3. Ժամանակային հավելավճարներ

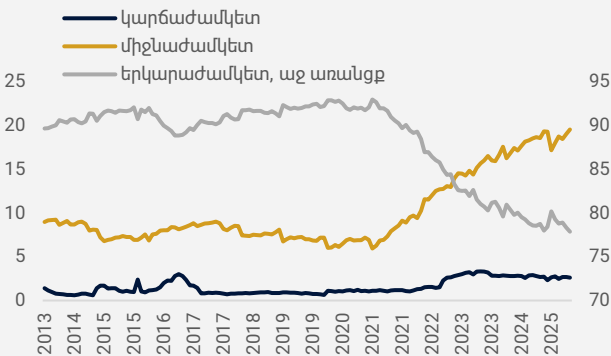


Գծապատկեր Ն.2.4. Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք և տարբեր ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի եկամտաբերություններ

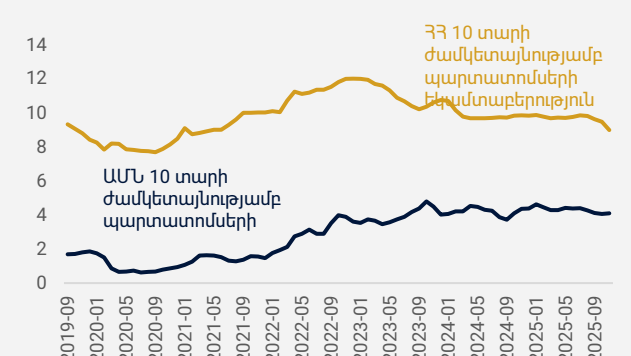


Պարտքի ժամկետայնության կառուցվածքի փոփոխություն: Եկամտաբերության կորի ձևավորման մեջ դերակատարում ունի նաև տարբեր ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի թողարկման հարաբերական առաջարկը: Կառավարության պարտքի ռազմավարության արդյունքում, երբ փոխվել է պարտքի ժամկետայնությունը՝ հոգուտ միջնաժամկետ և կարճաժամկետ պարտատոմսերի թողարկման, փոխվել են ակտիվների հարաբերական գներն ըստ ժամկետայնության: Միջին ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի հարաբերական առաջարկի աճն արտահայտվել է երկարաժամկետ և միջնաժամկետ պարտատոմսերի եկամտաբերությունների սպրեդի փոքրացմամբ, ինչը որոշակիորեն հանգեցրել է կորի հարթեցման 2023 թվականի կեսերից սկսած, այնուհետև, քաղաքականության նվազման ցիկլին զուգընթաց, ժամանակային հավելավճարները վերադարձել են պատմական միջին մակարդակներին: Այս զարգացումները մեկ անգամ ևս փաստում են, որ երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վարքագծի հիմնական որոշիչները կառուցվածքային գործոններն են, իսկ ԿԲ քաղաքականության հետ փոխկապվածությունը դրսևորվում է առավելապես կարճաժամկետ հատվածում (գծապատկեր Ն.2.5):

Գծապատկեր Ն.2.5. ՀՀ կառավարության պարտքի կառուցվածքն ըստ թողարկման ժամկետայնության, կշիռ, %



Գծապատկեր Ն.2.6. ԱՄՆ և ՀՀ 10 տարի ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի եկամտաբերություններ

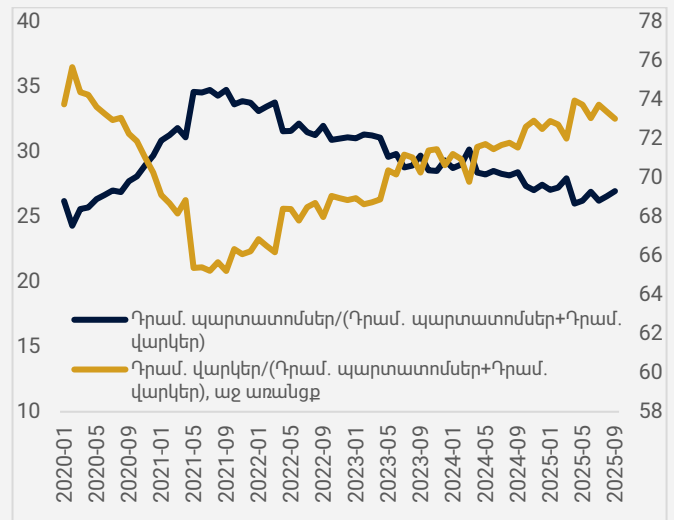


Երկարաժամկետ հավասարակշիռ տոկոսադրույքի զարգացումներ: Հայաստանը, լինելով փոքր և բաց տնտեսություն, զգայուն է գլոբալ ֆինանսական պայմանների և հատկապես երկարաժամկետ գլոբալ տոկոսադրույքների վարքագծի նկատմամբ: Այս հանգամանքը առանցքային է ՀՀ երկարաժամկետ հավասարակշիռ տոկոսադրույքի ձևավորման համար: Քոփիդյան ժամանակաշրջանից հետո մի շարք կառուցվածքային գործոններ, մասնավորապես ԱՄՆ կառավարության պարտքի բարձր մակարդակները, արտադրողականության աճը և գլոբալ չեզոք տոկոսադրույքների վերագնահատումները հանգեցրել են ԱՄՆ տնտեսության երկարաժամկետ տոկոսադրույքների բարձրացմանը: Դա ուղղակիորեն իր ազդեցությունն է ունեցել ՀՀ ներքին ֆինանսական շուկաների վրա՝ բարձրացնելով երկարաժամկետ հավասարակշիռ տոկոսադրույքների ընդհանուր մակարդակը: Այստեղ, սակայն, կարևոր է ընդգծել 2023 թ. կեսերից ի վեր արձանագրված միտումը, երբ, ԱՄՆ երկարաժամկետ տոկոսադրույքների աճին զուգահեռ, Հայաստանում ձևավորվել են երկարաժամկետ տոկոսադրույքների նվազման ուղղությամբ զարգացումներ: ՀՀ երկարաժամկետ հավասարակշիռ տոկոսադրույքների նվազումը կարող էր պայմանավորվել մի շարք ներքին հիմնարարներով, այդ թվում՝ արտադրողականության վերջին տարիների դինամիկայով և իրական փոխարժեքի՝ հիմնարարներով պայմանավորված արժևորմամբ, ինչպես նաև արտաքին հավասարակշռության և ներքին միջավայրի կայունացման արդյունքում ռիսկի հավելավճարների նվազմամբ: Հիմնարարների մեջ ուշադրության է արժանի նաև ՀՀ ԿԲ-ի կողմից գնաճի թիրախի նվազմանը զուգահեռ շուկայի մասնակիցների գնաճային սպասումների ճշգրտումը նվազման ուղղությամբ: Այս գործոնների համակցված ազդեցությամբ ՀՀ-ում ձևավորվել է երկարաժամկետ հավասարակշիռ տոկոսադրույքների նվազման միտում, որը հակադրվել է հատկապես ԱՄՆ տոկոսադրույքների աճի միտումներին: Սա վկայում է այն մասին, որ ՀՀ տնտեսության հիմնարարները վերջին տարիներին նշանակալի դերակատարում են ունեցել երկարաժամկետ հավասարակշիռ տոկոսադրույքների ձևավորման գործընթացում (գծապատկեր Ն.2.6):

Բանկային համակարգի հաշվեկշռի կառուցվածքային փոփոխություններ: Բանկային համակարգի հաշվեկշռի կառուցվածքային փոփոխությունների և եկամտաբերության կորի միջև փոխկապվածությունը կարևոր է ոչ միայն այդ շուկաների հարաբերական վարքագծերի ուսումնասիրության համար, այլ նաև ներկայացնում է դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի առանձնահատկություններից մեկը՝ ֆինանսական հատվածի միջնորդությամբ դեպի իրական տնտեսություն: Զովիդյան ժամանակաշրջանի բարձր անորոշությունների պարագայում բանկերը հակված էին կառուցելու իրենց ներդրումային պորտֆելները համեմատաբար ավելի քիչ ռիսկային ակտիվների ուղղությամբ, ինչն արտահայտվել է դրամային ակտիվների կազմում պարտատոմսերի կշռի էական աճով՝ զգալիորեն գերազանցելով միջնադարյան միջին մակարդակները: Հետագայում, երբ մակրոտնտեսական և ֆինանսական անորոշությունները աստիճանաբար նվազեցին, բանկերի հաշվեկշռում արձանագրվեցին կառուցվածքային տեղաշարժեր: Պարտատոմսերի նկատմամբ հարաբերական պահանջարկի նվազումը հանգեցրեց այնպիսի իրավիճակի, որի դեպքում եկամտաբերության կորի միջնաժամկետ և երկարաժամկետ հատվածները պահպանվեցին համեմատաբար բարձր մակարդակներում՝ անկախ կարճաժամկետ տոկոսադրույքների նվազման միտումից: Այս գործընթացը կարևոր ազդակ է, քանի որ ցույց է տալիս՝ ինչպես են հաշվեկշռային կառուցվածքային փոփոխությունները ձևավորում շուկայական պահանջարկը պարտատոմսերի նկատմամբ, և ինչպիսին է դրանց ազդեցությունը երկարաժամկետ ֆինանսական պայմանների, հետևաբար՝ դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի արդյունավետության վրա: Բանկերի կողմից պարտատոմսերի պահանջարկի հարաբերական նվազումը, պայմանավորված ռիսկերի վերազնահատմամբ և վարկավորման ակտիվության վերականգնմամբ, հանգեցրել է նրան, որ եկամտաբերության կորի երկարաժամկետ հատվածներն ավելի դանդաղ են արձագանքել

քաղաքականության տոկոսադրույքների՝ ապագայում սպասվող նվազմանը:

Գծապատկեր Ն.2.7. ՀՀ բանկային համակարգում դրամային պարտատոմսերի և դրամային վարկերի համամասնությունները



Վերը նշված բոլոր գործոններն ու զարգացումները վկայում են ոչ թե փոխանցումային մեխանիզմի փոփոխությունների, այլ այն մասին, որ երկարաժամկետ հատվածում տոկոսադրույքների ձևավորման գործընթացը բավականին բարդ է, կրում է առավելապես կառուցվածքային գործոնների ազդեցությունը, և ԴՎԶ կարճաժամկետ տոկոսադրույքների ազդեցությունը դրանց վրա թե՛ տեսականորեն, թե՛ գործնականում խիստ սահմանափակ է:

Վարկավորման պայմաններ

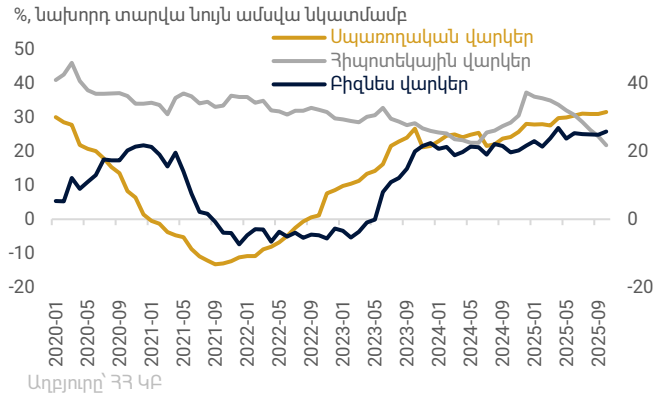
2025 թ. 4-րդ եռամսյակում վարկավորման ծավալները շարունակել են ավելանալ՝ հոկտեմբերին արձանագրելով տ/տ 31% աճ, որն արտացոլում է տնտեսությունում վարկերի նկատմամբ պահպանվող բարձր պահանջարկը: Տնային տնտեսություններին տրամադրվող սպառողական վարկերի բարձր աճը վկայում է ներքին պահանջարկի պայմանների հետագա ընդլայնման 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 աստիճանական ճշգրտումներ: ՀՀ ԿԲ հարցումները ցույց են տալիս, որ առևտրային բանկերը շարունակում են ակնկալել սպառողական և բիզնես վարկերի պահանջարկի կայուն աճ և պայմանների շարունակական գուտ մեղմացում՝ հաշվի առնելով տնտեսական իրավիճակի վերաբերյալ գնահատականը և ոլորտում մրցակցության աճը: Վարկավորման բարձր աճի պահպանումը կարող է նպաստել կայուն սպառման և պահանջարկի պայմանների ընդլայնմանը՝ նպաստելով հնարավոր գնաճային ճնշումների ավելացմանը:

Անվանական փոխարժեք

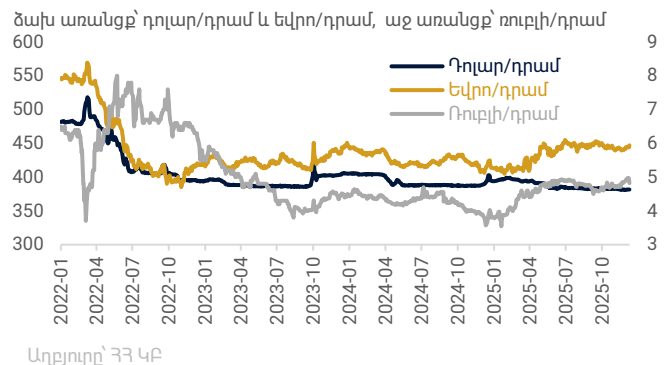
2025 թ. 4-րդ եռամսյակում ՀՀ դրամի անվանական փոխարժեքը պահպանվել է հարաբերականորեն կայուն մակարդակում (գծապատկեր 3.Բ.5): Սա արտացոլում է ինչպես ներքին տնտեսության, այնպես էլ արտաքին միջավայրի ընթացիկ զարգացումները, որի արդյունքում ձևավորվող արժեզրկման և արժևորման ճնշումները հիմնականում հավասարակշռվել են: Միջնաժամկետում հիմնական ռիսկերն ու անորոշությունները կապված են արտահանման և առևտրի կայուն աճի հնարավորությունների, սպառողական ապրանքների ներմուծման նվազման, ինչպես նաև ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկի հնարավոր ընդլայնման հետ, ինչը կարող է դրամի արժեզրկման ճնշումների աղբյուր հանդիսանալ: Մյուս կողմից՝ տարածաշրջանում պահպանվող անորոշությունները, ինչպես նաև տնտեսությունում ավելի բարձր ներքին պահանջարկի պայմանների առկայության հնարավորությունը կարող են հանգեցնել ներմուծման աճի և չափավոր արժեզրկման ճնշումների ձևավորման:

ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարը վերջին եռամսյակներում նվազել է՝ արտացոլելով թե՛ համաշխարհային, թե՛ ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների ազդեցությունը: Մի կողմից՝ զարգացած երկրներում հարկաբյուջետային և առևտրային քաղաքականություններից բխող անորոշության, մյուս կողմից՝ զարգացող երկրներում կառուցվածքային բարեփոխումների պայմաններում նկատվել է զարգացող երկրների նկատմամբ տրամադրվածության բարելավում: Միևնույն ժամանակ, թեև ՀՀ ռիսկի հավելավճարի զարգացումները հետևել են զարգացող երկրների ընդհանուր միտումներին, այնուամենայնիվ, վերջին ամիսներին նկատվել է նաև ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների ազդեցություն, այդ թվում՝ կապված Հարավային Կովկասում աշխարհաքաղաքական ռիսկերի նվազման սպասումների հետ: Այս համատեքստում, հիմնական անորոշությունները կապված են այն հարցի հետ, թե որքանով են զարգացող երկրներում նկատվող ընթացիկ միտումները կրում կարճաժամկետ, որքանով՝ երկարաժամկետ հիմնարարներով պայմանավորված գործոնների ազդեցությունը: Սա, իր հերթին, էական անորոշություններ է ստեղծում ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի երկարաժամկետ, կայուն մակարդակի և չեզոք տոկոսադրույքի մեկնաբանման տեսանկյունից:

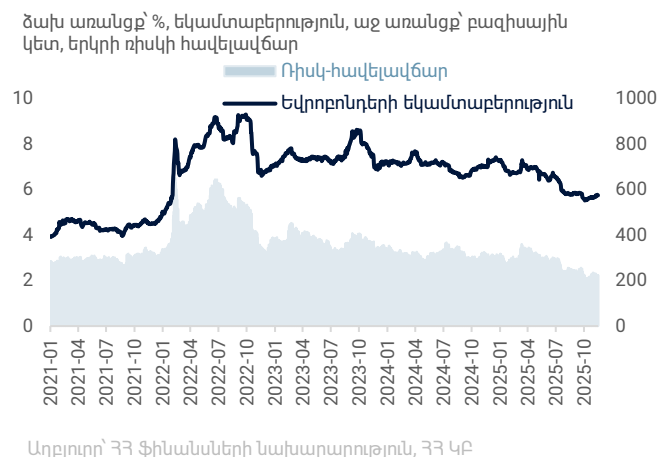
Վարկավորման շարունակական բարձր աճը կարող է նպաստել բարձր պահանջարկի պայմանների պահպանմանը և գնաճային ճնշումների ընդլայնմանը: **Գծապատկեր 3.Դ.4.** Առևտրային բանկերի կողմից տնային տնտեսություններին և իրավաբանական անձանց տրամադրված վարկերի փոփոխությունը



Անվանական փոխարժեքի զարգացումները կրել են մի կողմից՝ կապիտալի կայուն հոսքերի և դոլարի թուլացման, 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 3. Սցենարների վրա հիմնված՝ ապագային միտված ուղղորդում. շուկայի սպասումների դերը

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

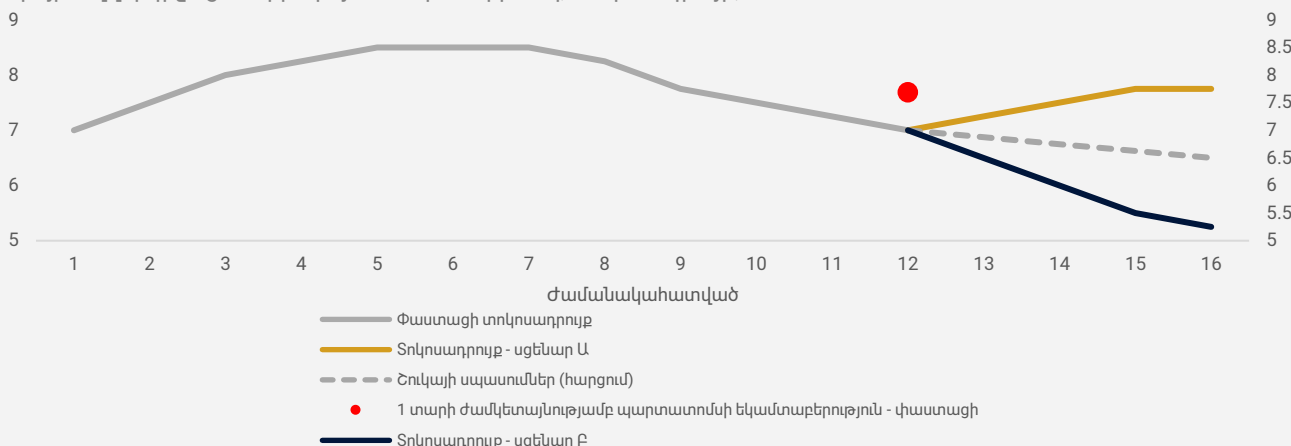
Մինչ ճկուն գնաճի նպատակադրման հայեցակարգային մոտեցումների զարգացումը, դրամավարկային քաղաքականության հաղորդակցումը հիմնականում կենտրոնացված էր ուղղակի գործողությունների, օրինակ՝ կարճաժամկետ տոկոսադրույքների սահմանման վրա: Հասարակության մեծամասնության շրջանակում, սակայն, երկարաժամկետ տոկոսադրույքների համեմատությամբ 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 հավելվածարը և քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծը: Այս բաղադրիչներից քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծը համեմատաբար ավելի կարևոր նշանություն ունի: Գնաճի նպատակադրման ռեժիմի որոշեցումից 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 ճկունություն: Ավելին, որոշումների կայացման օրերին քաղաքականություն մշակող մարմինները ոչ միայն սահմանում էին քաղաքականության տոկոսադրույքի ներկայիս մակարդակը, այլ նաև հաղորդակցում էին կարևոր մանրամասներ քաղաքականության որոշումներին առնչվող հարցերի վերաբերյալ, այդ թվում ինչպես կարող է փոփոխվել քաղաքականության տոկոսադրույքը տարբեր զարգացումների, սցենարների և ենթադրությունների պարագայում:

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

Քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ շուկայի սպասումների գնահատման նպատակով 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) վերաբերյալ տեղեկատվությունը և ապագայի հետ կապված լիարժեք ու ստույգ կանխատեսումներ անելու ենթադրությունը (perfect foresight): Մենք գիտակցում ենք, որ սփոթ շուկայից ստացվող տեղեկատվությանը բնորոշ են որոշակի ակնատարություններ, 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 (րժ մասն է պայմանավորված շուկայի սպասումների փոփոխությամբ, որը՝ այլ գործոններով) վերաբերյալ ամբողջական ենթադրություններ անելու գործընթացը: Հաշվի առնելով վերոնշյալ՝ 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 վերջինիս հիմքում ընկած գործոնների հիմնավորումներ: Այդուհանդերձ, ֆինանսական շուկաների կողմից տրամադրվող կանխատեսումները նույնպես զուրկ չեն սահմանափակումներից և ոչ միշտ են համընկնում շուկայի փաստացի գնաճումների հետ: Այս համատեքստում, քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի վերաբերյալ շուկայի սպասումների ամբողջական և խելամիտ պատկերի կառուցման նպատակով օգտագործվում են նաև ԿԲ-ի կողմից համեմատաբար բարձր 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 ներկայացված մոտեցումը: Մոխրագույնով նշված գիծը ներկայացնում է ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի պատմական զարգացումները: Մոխրագույն կետագծով ներկայացված է միջնաժամկետ հորիզոնում (3 տարի) քաղաքականության տոկոսադրույքի միջին մակարդակի վերաբերյալ շուկայի մասնակիցների ամենահավանական գնահատականը, ինչի շուրջ կառուցվում են տիպային Ա և Բ սցենարները, որոնք ներկայացված են, համապատասխանաբար՝ ոսկեգույն և կապույտ գույներով:

Գծապատկեր Ն.2.1: Դ-Ժ ռիսկերի խելամիտ կառավարման հիմնակարգի շրջանակում տիպային սցենարների և շուկայի ուղղորդիչ սցենարի պայմանական օրինակ, տոկոսադրույք, %



Ե. Սցենարների բազմություն

Սցենարների բազմությունն ամփոփող աղյուսակը տրամադրում է համապարփակ և կառուցվածքային գնահատում տարբեր ռիսկերի, շուկերի և անորոշության աղբյուրների վերաբերյալ, 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 դրամավարկային քաղաքականության յուրաքանչյուր 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 վստահությունը կարող է թուլվել: 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 երկնտրամք: 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 չորրորդ եռամսյակ

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

Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ
Պահանջարկի ընդլայնում - ԱՄՆ-ում, հարկաբյուջետային կարգավորումների վերափոխումների 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 պահանջարկի միջավայր և դրա պահպանում: - Գնահատվող երկարաժամկետ ներուժային մակարդակից բարձր տնտեսական աճի արձանագրումը հիմնականում պայմանավորված է եղել պահանջարկային գործոններով (արտադրվելով շինարարության և ծառայությունների բարձր աճում), ինչը վկայում է ՀՀ տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների առկայության մասին: - Մասնավոր հատվածում կուտակված խնայողությունների և հարստության աճը, տնտեսության վարկավորման շարունակական բարձր աճի պահպանումը, ինչպես նաև արտահանման դրական զարգացումներից ածանցվող եկամուտների կուտակումը միջնաժամկետում կարող են նպաստել պահանջարկի պայմանների ընդլայնմանը: - Հարկաբյուջետային քաղաքականության սպասվածի համեմատությամբ ավելի խթանող դիրքի ձևավորում ներքին պահանջարկի ընդլայնման ուղղությամբ ռիսկերով: - ՀՀ ապրանքների և հատկապես ծառայությունների (այդ թվում՝ զբոսաշրջություն, ֆինանսական և այլն) նկատմամբ բարձր արտաքին պահանջարկի պահպանումը կարող է տնտեսությունում ձևավորել լրացուցիչ պահանջարկ և գնաճային ճնշումներ: - Ռուս-ուկրաինական հակամարտության կարգավորման վերաբերյալ անորոշության պայմաններում ՌԴ-ի նկատմամբ կիրառված պատժամիջոցների երկար պահպանումը և հետագա խստացումը կարող է լրացուցիչ ուժեղացնել 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 Հինաստանում, կառուցվածքային խնդիրների առկայության պայմաններում ձևավորված թույլ ներքին պահանջարկը կարող է երկար պահպանվել՝ հանգեցնելով միջազգային ապրանքային և հումքային շուկաներում ցածր գնաճային միջավայրի տնական պահպանմանը: - ԱՄՆ 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: - Հաշվի առնելով ԱՄՆ-ում տնտեսական ակտիվության և աշխատանքի շուկայի պայմանների վատթարացման, ինչպես նաև ֆինանսական ակտիվների գերազնահատման ռիսկերը՝ ակտիվների գների հնարավոր արագ ճզգրտումը կարող է գնանկումային ճնշումներ ստեղծել թե՛ համաշխարհային, թե՛ ՀՀ տնտեսությունում: - Ծառայությունների և ոչ արտահանելի կոշտ գնաճի երկար պահպանումը ցածր մակարդակներում, մանրածախ առևտրի և վերջնական սպառման ապրանքների ներմուծման աճի թույլ միտումները, ինչպես նաև տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները կարող են վկայել արդեն իսկ ձևավորված թույլ պահանջարկի միջավայրի մասին, ինչի երկար պահպանումը կարող է հարստ և գնանկումային միջավայրի ձևավորման ռիսկեր պարունակել: - Շինարարության ոլորտի ու անշարժ գույքի գների աստիճանական, բնականոն ճզգրտման պայմաններում նաև տնտեսության հարակից ոլորտներում աճի, պահանջարկի թուլացման ու գնանկումային ազդեցությունների ձևավորում: - Նախորդ տարիներին 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 ճզգրտման ռիսկերի պայմաններում, կարող է լրացուցիչ զսպող գործոն հանդիսանալ տնտեսությունում, հատկապես ծառայությունների ոլորտում եկամուտների ու ծախսումների անհամաչափ զսպման ուղղությամբ: - Հարկային վարչարարության բարելավումը՝ ընթացիկ և կապիտալ ծախսերի՝ դեպի ներքին վերազնահատման համատեքստում կարող է տնտեսության վրա լրացուցիչ զսպող ազդեցություն ունենալ պահանջարկի թուլացման տեսանկյունից: - ՌԴ տնտեսությունում պահանջարկի թուլացումը և իրական եկամուտների աճի դանդաղումը կարող է հանգեցնել հատկապես զբոսաշրջային ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկի դանդաղման ստեղծելով գնանկումային ճնշումներ: - 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:

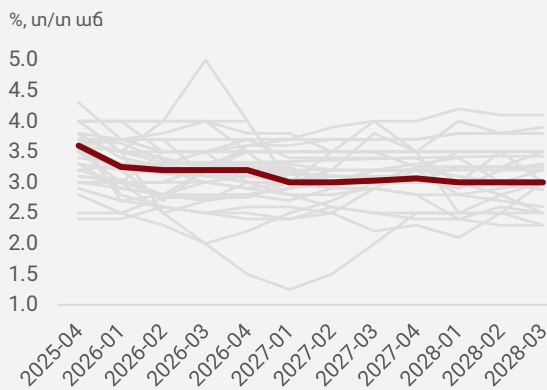
Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ
	Պահանջարկի զսպում (շարունակություն) – ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի հիմնարարների շուրջ անորոշություններ. – Վերջին տարիներին արտահանելի ճյուղերում կարողությունների և արտադրողականության աճը 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 վերափոխափոխմանը:
Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ
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 ստագֆլացիոն տիպի 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: – ՌԴ տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների կտրուկ թուլացումը կարող է բացասական հետևանքներ ունենալ տեղական ապրանքների նկատմամբ արտաքին պահանջարկի տեսանկյունից՝ ներքին տնտեսությունում առանձին ապրանքների մասով ստեղծելով ավելցուկային առաջարկ, իսկ ընդհանուր տնտեսությունում գնանկումային ճնշումներ:

Ներդիր 4. Շուկայի ուղղորդիչ սցենար

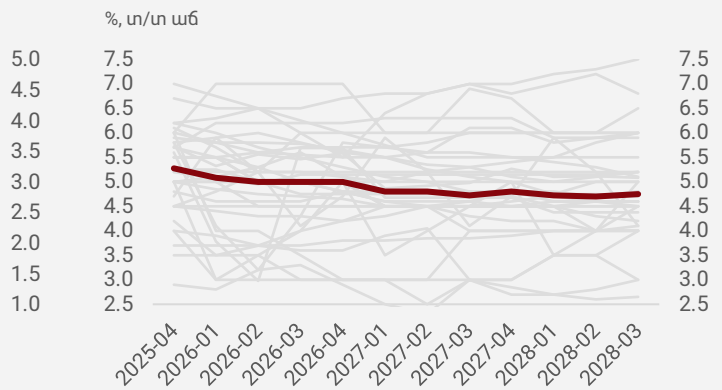
ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության ռիսկերի խելամիտ կառավարման հիմնակարգի ներքո Կենտրոնական բանկն իր մակրոտնտեսական կանխատեսումները չի ներկայացնում մեկ հիմնական կամ բազային սցենարի տեսքով: Փոխարենը, հիմք ընդունելով ֆինանսական շուկայի մասնակիցների (այդ թվում՝ առևտրային բանկեր, ներդրումային ֆոնդի կառավարիչներ, 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՝ «սպագայի 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 մակրոտնտեսական 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 բանական կանխատեսումները: 2025 թվականի 3-րդ եռամսյակի հարցումներն իրականացվել են հոկտեմբեր-նոյեմբեր ամիսներին: Հարցմանը մասնակցել են 18 առևտրային բանկ, 35 վարկային կազմակերպություն, 19 ներդրումային ընկերություն և 1 ֆոնդի կառավարիչ:

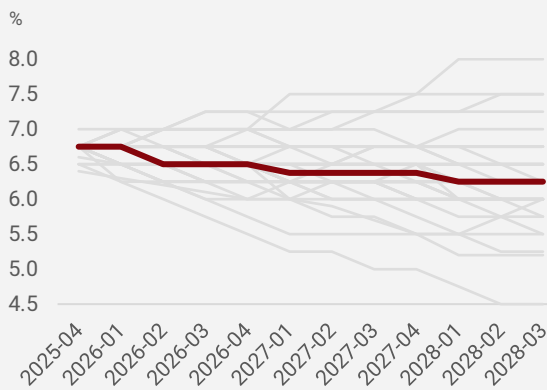
Գծապատկեր Ն.3.1. Գնաճ



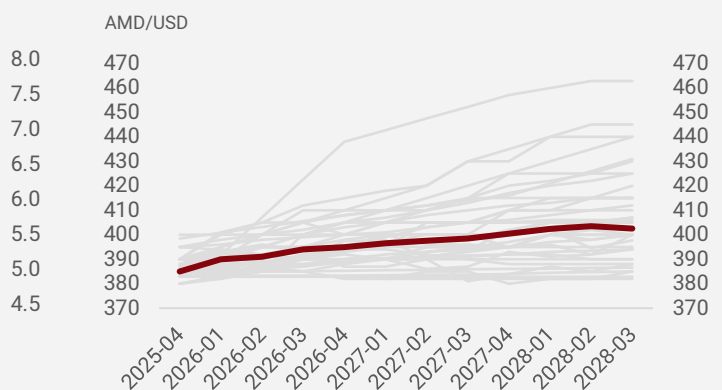
Գծապատկեր Ն.3.3. Իրական ՀՆԱ աճ



Գծապատկեր Ն.3.2. ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք



Գծապատկեր Ն.3.4. Անվանական փոխարժեք



Աղյուսակ Ն.3.1. Հայաստանի տնտեսական աճի և գնաճի կանխատեսումներ

Աղբյուր Ամսաթիվ	ԱՄՀ Հոկտ.-25	ԿԲ մակրոհարցում 2025 թ. 4-րդ եռ.	Կոնսենսուս Դեկտ.-25
ՀՆԱ աճ (տարեկան, %)			
2024 (փաստացի)		5.9	
2025	4.8	5.8	5.4
2026	4.9	5.0	4.8
2027	5.5	4.8	4.3
Գնաճ (տարեկան, %)			
2024 (փաստացի)		0.3	
2025	3.3	3.4	3.6
2026	2.8	3.0	4.3
2027	2.9	3.0	3.0

Աղբյուրը՝ ԱՄՀ, ՀԲ, ԱԶԲ, ԿԲ մակրոտնտեսական հարցում

2. Դրամավարկային քաղաքականության հեռանկար

Սցենար Ա. Ներքին տնտեսությունում ձևավորված ավելցուկային պահանջարկի պայմաններ, ինչը ենթադրում է շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ

Գնահատվող երկարաժամկետ ներուժային մակարդակից բարձր տնտեսական աճի արձանագրումը հիմնականում պայմանավորված է եղել պահանջարկի գործոններով (արտաքուլվելով շինարարության և ծառայությունների բարձր աճերում), ինչը վկայում է ՀՀ տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների առկայության մասին:

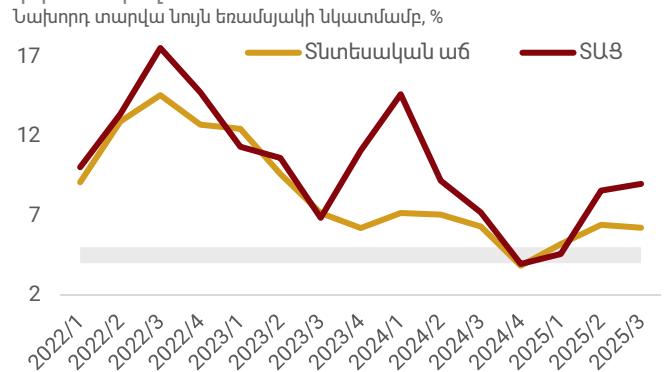
2025 թվականի ընթացքում ՀՀ տնտեսությունում գնահատվող երկարաժամկետ ներուժային մակարդակից (մոտ 5%) բարձր տնտեսական աճի արձանագրումը պայմանավորված է եղել հիմնականում պահանջարկի գործոններով, ինչն արտաքուլվել է շինարարության և ծառայությունների ճյուղերի բարձր աճում: Այսպես՝ հատկապես վերջին տարիներին անշարժ գույքի նկատմամբ պահանջարկը զգալիորեն արագացել է՝ արտաքուլվելով հիպոտեկային վարկերի և շինարարության ճյուղերի բարձր աճով: Կարևոր է նշել, որ չնայած 2025 թվականից երևանում եկամտային հարկի վերադարձի ծրագրի ավարտին¹, տնտեսությունում անշարժ գույքի և հիպոտեկային վարկավորման պահանջարկը պահպանվել է էականորեն բարձր մակարդակում, ինչն արտաքուլվել է նաև շինարարության ճյուղի թողարկման ռեկորդային աճերում:

Ծառայությունների ճյուղում բարձր ակտիվությունը նույնպես պահպանվել է և կրել համատարած բնույթ: Հատկանշական է, որ հատկապես վերջին ամիսներին նկատվել է նաև ներքին պահանջարկի պայմանների նկատմամբ զգայուն այլ ծառայությունների (վարչարարական, մասնագիտական, անշարժ գույքի հետ կապված գործունեություն և այլն) աճի արագացում, ինչը ևս կարող է մատնանշել տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների ընդլայնման մասին: Հուզահեռաբար, տնտեսությունում դրսևորվել է վարկավորման նկատմամբ բարձր պահանջարկ, ինչը ևս կարող է տնտեսությունում ձևավորված բարձր պահանջարկի միջավայրի ազդեցության արդյունք լինել: Սպառողական վարկերի ծավալներն աճել են երկնիշ տեմպերով (հոկտեմբերին՝ տ/տ 31.1%), ինչը կարող է վկայել տնտեսությունում բավականին ակտիվ սպառման միջավայրի մասին: Այս համատեքստում, տնային տնտեսությունների վերջնական սպառման իրական աճը տարեսկզբից միջինում կազմել է տ/տ 10.7%:

Պահանջարկի ընդլայնումը և վարկավորման բարձր աճը կարող են փաստել տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների առկայության և արդեն իսկ ձևավորված դրական ՀՆԱ ճեղքի մասին: Այս համատեքստում, տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների ուժգնության թերազնահատումը կարող է հանգեցնել ավելցուկային պահանջարկի պայմանների հավելյալ ընդլայնման, ինչն իր հերթին կարող է նպաստել տնտեսությունում գնաճային ճնշումների աճի և գնաճային սպասումների ընդլայնմանը: Ուստի, նման սցենարի նյութականացման պայմաններում, վերոնշյալ ռիսկերի կառավարումը պահանջում է քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի սպասումների համեմատությամբ առավել բարձր ուղեգիծ, որպեսզի կանխի տնտեսությունում գնաճային միջավայրի ընդլայնումը և գնաճային սպասումների հնարավոր՝ դեպի վերև ապախարսխումը:

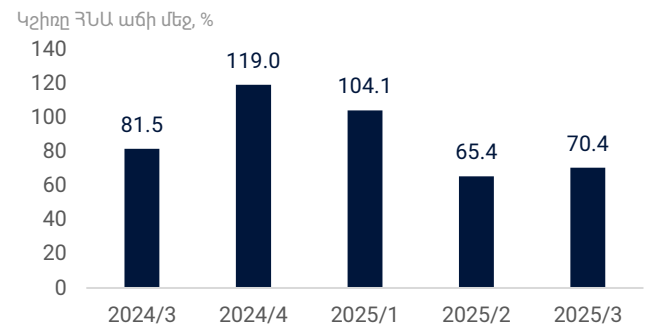
Գծապատկեր 3.2.1.

Մաս Ա. Բարձր տնտեսական աճի արձանագրումը պայմանավորված է եղել հիմնականում պահանջարկի գործոններով



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

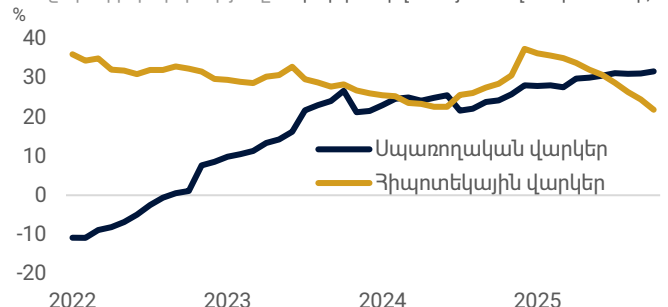
Մաս Բ. Շինարարության և ծառայությունների ճյուղերը ձևավորել են աճի գերակշիռ մասը



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Մաս Գ. Տնտեսությունում դրսևորվել է վարկավորման նկատմամբ բարձր պահանջարկ

Պաշարների փոփոխությունը նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ, %



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

¹ Բացառությամբ այն նախագծերի, որոնք ստացել են շինարարական թույլտվություն մինչև 2022 թվականի հունվարի մեկը:

Սցենար Բ. Ներքին տնտեսությունում ձևավորված թույլ պահանջարկի պայմաններ, ինչը ենթադրում է շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի ցածր ուղեգիծ

Ծառայությունների և ոչ արտահանելի կոշտ գնաճի երկար պահպանումը ցածր մակարդակներում, մանրածախ առևտրի և վերջնական սպառման ապրանքների ներմուծման աճի թույլ միտումները, ինչպես նաև տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները կարող են վկայել արդեն իսկ ձևավորված թույլ պահանջարկի միջավայրի մասին, ինչի երկար պահպանումը կարող է հարատև գնանկումային միջավայրի ձևավորման ռիսկեր պարունակել:

2025 թվականի ընթացքում արձանագրված բարձր տնտեսական աճին բավականին մեծ նպաստում են ունեցել ծառայությունների և շինարարության ճյուղերը, մինչդեռ տնտեսության մյուս ոլորտները², որոնք կազմում են ՀՆԱ գերակշիռ մասը, զգալիորեն ավելի թույլ դերակատարում են ունեցել աճի ապահովման գործընթացում: Այս համատեքստում, տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները և կենտրոնացվածությունը մի քանի ոլորտներում կարող են քողարկել տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների մեղմման հանգամանքը: Նմանատիպ միտումների երկար պահպանումը կարող է հանգեցնել տնտեսությունում համախառն պահանջարկին նպաստող գործոնների զսպվածության, ինչը միջնաժամկետում գնանկումային ազդեցությունների ձևավորման և պահպանման ռիսկեր է պարունակում:

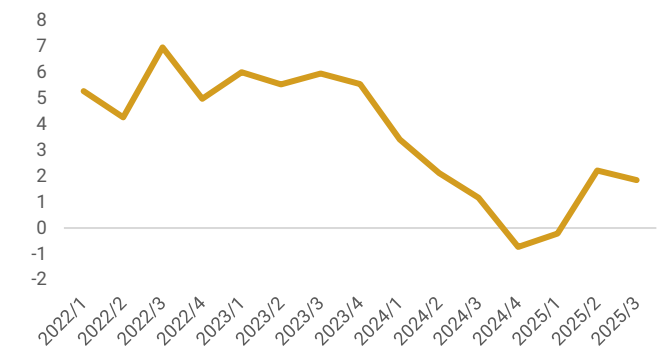
Ձուգահեռաբար, ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսի, որը հիմնականում բնութագրում է ներքին պահանջարկով պայմանավորված գների վարքագիծը, և ծառայությունների գնաճի (առանց օդային տրանսպորտի ցուցանիշի) երկար պահպանումը ցածր մակարդակներում կարող է փաստել տնտեսությունում արդեն իսկ ձևավորված թույլ պահանջարկի միջավայրի մասին: Սրա մասին է վկայում նաև բարձր տնտեսական աճի համեմատությամբ մանրածախ առևտրի աճի շարունակական դանդաղումը: Միաժամանակ, վերջին ամիսներին վերջնական սպառման և կապիտալ ապրանքների ներմուծման ծավալները նախորդ տարվա համեմատությամբ էականորեն նվազել են, ինչը կարող է խոսել սպառման և ներդրումային թույլ միջավայրի մասին: Ավելին, տնտեսությունում իրական աշխատավարձերի աճի զգալի դանդաղումը (սեպտեմբերին՝ 0.6% տ/տ) ևս կարող է թույլ սպառման միջավայրի առկայության ազդակներ պարունակել, իսկ նմանատիպ միտումների հետագա պահպանումը կարող է առաջիկայում պահանջարկի լրացուցիչ թուլացման ռիսկեր ներառել:

Այս գործոնները վկայում են թույլ պահանջարկի միջավայրի և արդեն իսկ ձևավորված բացասական ՀՆԱ ճեղքի առկայության մասին: Միջնաժամկետում այս միտումների պահպանումը կարող է բացասական ՀՆԱ ճեղքի խորացման և հարատև գնանկումային միջավայրի ձևավորման ռիսկեր պարունակել: Ուստի, վերոնշյալ ռիսկերի կառավարումը պահանջում է քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի սպասումների համեմատությամբ առավել ցածր ուղեգիծ՝ կանխելու տնտեսությունում գնանկումային ճնշումների կուտակումը և գնաճային սպասումների հնարավոր՝ դեպի ներքև ապախարսխումը:

Գծապատկեր 3.Ձ.2

Մաս Ա. Տնտեսության այլ ճյուղերի² նպաստումը ՀՆԱ աճին

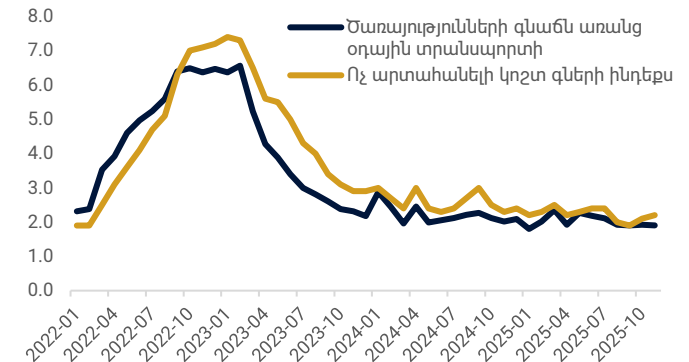
% ՀՆԱ աճի մեջ



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Մաս Բ. Հիմնարար գնաճի որոշ ցուցանիշներ

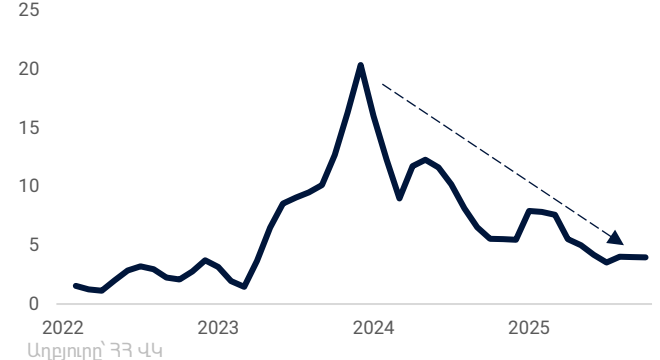
տ/տ աճ, %



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ, ՀՀ ԿԲ

Մաս Գ. Մանրածախ առևտրի շրջանառություն

իրական տ/տ աճ, %

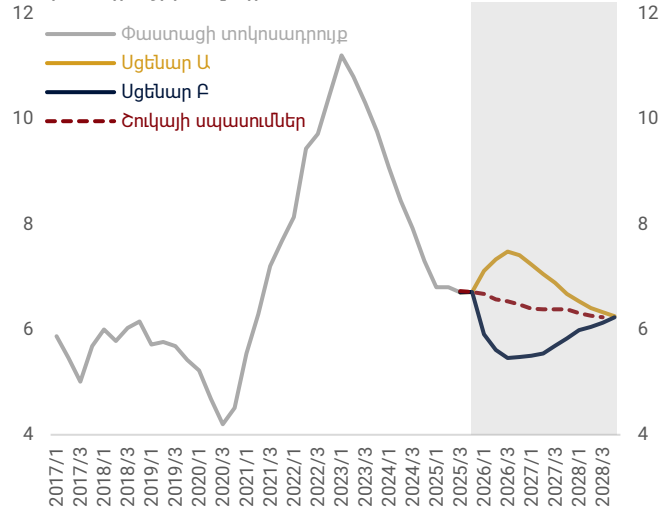


Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

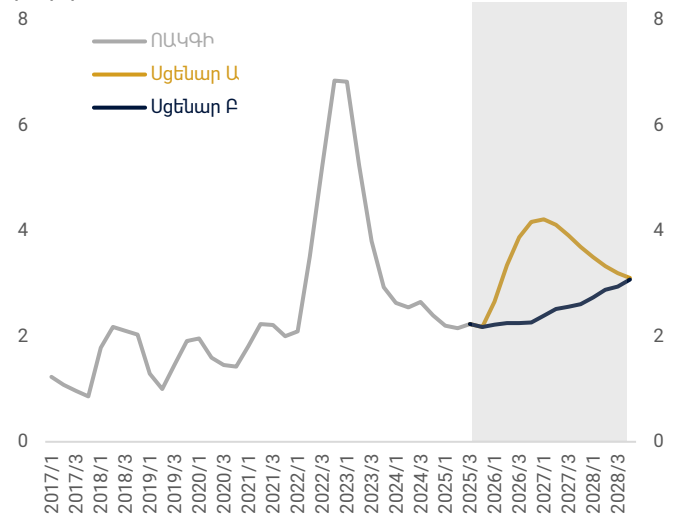
² Բացառությամբ շինարարություն, ՏԿ, ֆինանսական, անշարժ գույք, մասնագիտական և վարչարարական ոլորտներ:

Տիպային Ա և Բ սցենարների մակրոտնտեսական կանխատեսումների ամփոփում

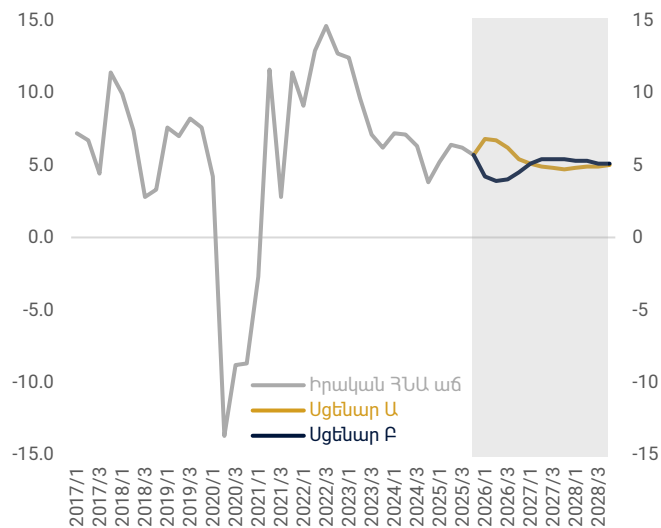
Գծապատկեր 3.2.3. Ներքին քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգիծ, %



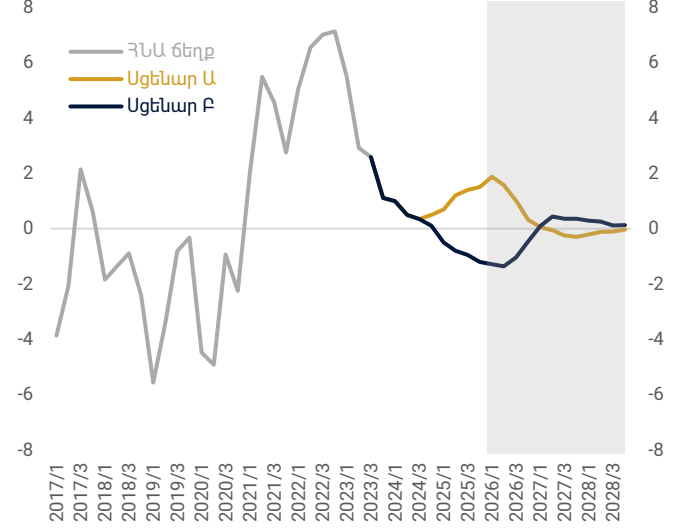
Գծապատկեր 3.2.6. Ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքս, տ/տ, %



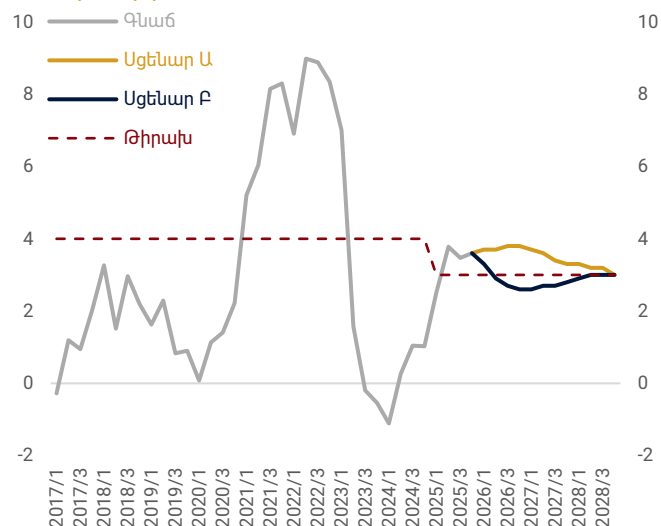
Գծապատկեր 3.2.4. Իրական ՀՆԱ աճ, տ/տ, %



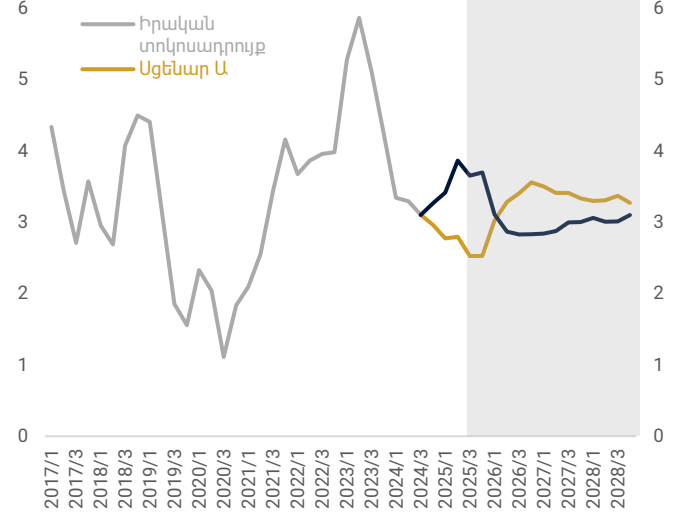
Գծապատկեր 3.2.7. ՀՆԱ ճնեղք, %



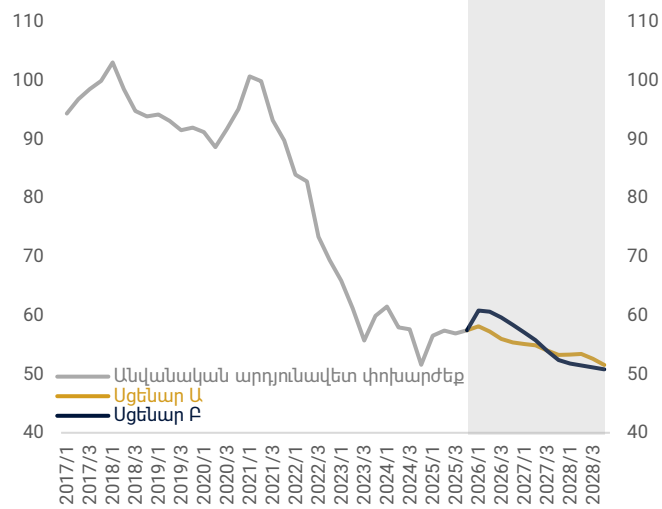
Գծապատկեր 3.2.5. Գնաճ, տ/տ, %



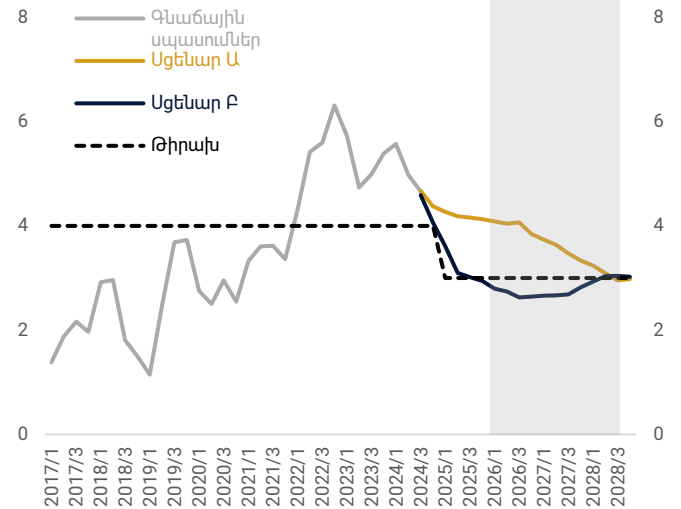
Գծապատկեր 3.2.8. Իրական տոկոսադրույք, %



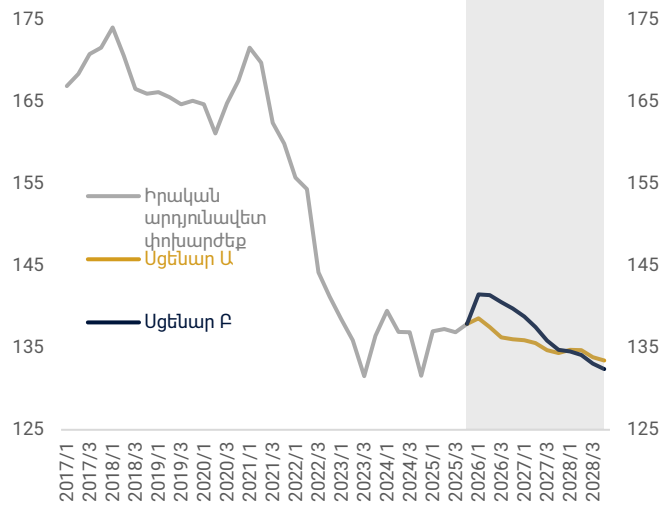
Գծապատկեր 3.2.9. Անվանական արդյունավետ փոխարժեք, ինդեքս



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 տնտեսական աճ	%, իր. աճ	2.9	2.8	2.0	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8	1.7	1.7
Եվրոգոտու տնտեսական աճ	%, իր. աճ	0.4	0.9	1.2	1.2	0.8	0.8	1.3	1.3	1.2	1.2
Ռուսաստանի տնտեսական աճ	%, իր. աճ	4.1	4.3	0.5	0.5	0.9	0.9	2.1	2.1	2.1	2.1
ԱՄՆ գնաճ	միջին, %	4.1	2.9	2.9	2.9	2.8	2.8	2.4	2.4	2.1	2.1
Եվրոգոտու գնաճ	միջին, %	5.4	2.4	2.1	2.1	1.9	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1
Ռուսաստանի գնաճ	միջին, %	5.9	8.4	8.6	8.6	6.1	6.1	5.1	5.1	4.2	4.2
Նավթի գին	դոլար/բարել	82.5	80.5	69.4	69.4	63.1	63.1	59.8	59.8	57.2	57.2
Պղնձի գին	դոլար/տոննա	8491	9142	9698	9698	10634	10634	10915	10915	11347	11347
ՖԱՕ ինդեքս	ինդեքս	124.5	122.0	128.3	128.3	131.3	131.3	135.4	135.4	138.5	138.5
Ներքին տնտեսություն											
Գներ											
Գնաճ	տ/տ, ժամ. վերջ, %	-0.6	1.5	3.6	3.6	3.8	2.6	3.3	2.8	3.0	3.0
Սպառողական գների ինդեքս	տ/տ, միջին, %	2.0	0.3	3.3	3.3	3.7	2.9	3.5	2.7	3.1	3.0
Ոչ արտահանելի կոշտ գներ	տ/տ, միջին, %	4.7	2.6	2.2	2.2	3.5	2.2	4.0	2.5	3.0	3.0
Համախառն եկամուտ											
ՀՆԱ	մլրդ. դրամ	9492.5	10193.4	11183.4	11183.4	12304.1	11956.3	13332.9	12942.5	14405.8	14024
ՀՆԱ	%, իր. աճ	8.3	5.9	5.9	5.9	6.3	4.1	4.9	5.3	4.9	5.1

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	6.8	4.3	6.3	5.8	5.4	4.9	4.6	4.8	4.8	4.9
Պետական սպառում	%, իրական աճ	10.2	-9.5	9.6	9.6	4.1	4.1	1.1	1.1	2.5	2.5
Մասնավոր սպառում	%, իրական աճ	6.2	6.7	5.7	5.1	5.6	5.0	5.2	5.4	5.2	5.3
Հիմն. միջոցների հմխոն կուտ.*	%, իրական աճ	8.5	11.2	15.8	15.4	6.4	2.9	6.5	8	7.5	7.4
Պետական ներդրումներ**	%, իրական աճ	25.7	11.8	21.9	21.9	-1.1	-1.1	4.4	4.4	6.1	6.1
Մասն. հիմն. միջ. հմխոն կուտ.	%, իրական աճ	2.6	11.0	13.2	12.7	9.8	4.7	7.4	9.4	8.0	7.9
Ապր. և ծառ. արտահանում	%, իրական աճ	30.7	-11.0	-37.3	-36.1	4.5	3.4	3.9	4.1	3.8	3.8
Ապր. և ծառ. ներմուծում	%, իրական աճ	30.2	-3.2	-32.7	-32.5	3.1	3.1	4.2	3.8	4.8	5.3
Ընթացիկ հաշիվ											
Առևտրային հաշվեկշիռ	մլն ԱՄՆ դոլար	-2427.9	-2195.0	-2856.3	-2775.3	-3431.1	-2983.4	-3437.6	-3305.3	-3678.4	-3606.5
Ծառայությունների հաշվեկշիռ	մլն ԱՄՆ դոլար	2084.4	1463.3	1565.8	1565.8	1831.8	1831.8	1941.8	1941.8	2058.3	2058.3
Դրամական փոխանցումներ	մլն ԱՄՆ դոլար	1012.8	803.6	900.1	900.1	986.5	986.5	1033.8	1033.8	1083.4	1083.4
Ընթացիկ հաշիվ	մլն ԱՄՆ դոլար	-670.0	-1194.5	-1381.6	-1300.6	-1604.0	-1156.3	-1463.2	-1330.9	-1542.8	-1471.0
Առևտրային հաշվեկշիռ	Կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-10.1	-8.4	-9.9	-9.6	-11.5	-9.7	-10.6	-10.1	-10.4	-10.3
Ծառայությունների հաշվեկշիռ	Կշիռը ՀՆԱ-ում, %	8.6	5.6	5.4	5.4	6.1	5.9	6.0	5.9	5.8	5.9
Դրամական փոխանցումներ	Կշիռը ՀՆԱ-ում, %	4.2	3.1	3.1	3.1	3.3	3.2	3.2	3.2	3.1	3.1
Ընթացիկ հաշիվ	Կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-2.8	-4.6	-4.8	-4.5	-5.4	-3.7	-4.5	-4.1	-4.4	-4.2
Պետական հատված***											
Եկամուտներ և դրամաշնորհներ	մլրդ դրամ	2410.7	2579.2	2832.8	2832.8	3091	3091	3352.4	3352.4	3638	3638
Հարկային եկամուտներ	մլրդ դրամ	2273.9	2390.9	2690.4	2690.4	2972.9	2972.9	3244.9	3244.9	3533.9	3533.9
Ծախսեր	մլրդ դրամ	2599.6	2955.3	3432.6	3432.6	3628.5	3628.5	3801.5	3801.5	4031.4	4031.4
Պակասուրդ	մլրդ դրամ	-188.9	-376.1	-599.8	-599.8	-537.5	-537.5	-449.1	-449.1	-393.4	-393.4
Եկամուտներ և դրամաշնորհներ	Կշիռը ՀՆԱ-ում, %	25.4	25.3	25.3	25.3	25.1	25.9	25.1	25.9	25.3	25.9
Հարկային եկամուտներ	Կշիռը ՀՆԱ-ում, %	24	23.5	24.1	24.1	24.2	24.9	24.3	25.1	24.5	25.2
Ծախսեր	Կշիռը ՀՆԱ-ում, %	27.4	29	30.7	30.7	29.5	30.3	28.5	29.4	28.0	28.7
Պակասուրդ	Կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-2	-3.7	-5.4	-5.4	-4.4	-4.5	-3.4	-3.5	-2.7	-2.8

* Այսուհետ համախառն կուտակման փոխարեն ԿԲ-ի կողմից ներկայացվելու է միայն հիմնական միջոցների համախառն կուտակման ցուցանիշը, քանի որ ՎԿ-ի կողմից հաշվարկվող նյութական շրջանառու միջոցների պաշարների փոփոխության ցուցանիշը հաշվարկվում է որպես հաշվեկշռող հոդված և չի արտահայտում համախառն կուտակման իրական ծավալները: Տե՛ս https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf

** Պետական ներդրումների փաստացի ցուցանիշները համախմբված բյուջեի կապիտալ ծախսերն են, իսկ կանխատեսումները հիմնված են տվյալ պահին առկա 2024-2026 թթ. վերանայված մակրոշրջանակի վրա:

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

