



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

2025 թ. մայիս

Դրամավարկային
քաղաքականության
հաղորդագրություն

Հրապարակման ամսաթիվ՝ 06 մայիսի 2025 թ.

Ա. Դրամավարկային քաղաքականության հաղորդագրություն

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

2025 թվականի մայիսի 6-ի նիստում ԿԲ խորհուրդը որոշեց անփոփոխ թողնել վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը՝ սահմանելով 6.75%:

2025 թվականի առաջին եռամսյակի ընթացքում 12-ամսյա գնաճն արագացել է՝ մարտին կազմելով 3.3%: Միաժամանակ, 12-ամսյա բնականոն գնաճը ևս որոշակի ավելացել է՝ դեռևս պահպանվելով թիրախից ցածր՝ 2.0% մակարդակում:

2025 թ. երկրորդ եռամսյակում համաշխարհային և Հայաստանի հիմնական գործընկեր երկրներում պահանջարկի հետագա դանդաղման, իսկ ԱՄՆ-ում, զուգահեռաբար՝ նաև գնաճի արագացման ռիսկերն էականորեն ավելացել են: ԱՄՆ տնտեսական քաղաքականության, հատկապես առևտրային քաղաքականության և դրա մակրոտնտեսական ազդեցությունների շուրջ բարձր անորոշությունը պահպանվում է: Այս պայմաններում, միջազգային ապրանքահումքային շուկաներում ձևավորվել են գների նվազման առարկայական ռիսկեր: Մյուս կողմից՝ միջազգային առևտրային հարաբերություններում աճող լարվածությամբ, ինչպես նաև աշխարհաքաղաքական խնդիրներով պայմանավորված՝ առաջարկի արժեզրեաների հնարավոր խաթարման և համաշխարհային գնաճային ռիսկերը պահպանվում են: Ավելացել են միջնաժամկետում ԱՄՆ-ի հարկաբյուջետային քաղաքականության կողմից ամբողջական պահանջարկի խթանման չափի, դրանից ածանցվող պարտքի մեծացման և երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա հավանական ազդեցությունների վերաբերյալ անորոշությունները: Այս համատեքստում, հաշվի առնելով գործընկեր երկրներում աշխատաշուկայի դեռևս պահպանվող խիստ պայմանները և ընդհանուր բարձր գնաճային միջավայրը, հավանական է, որ առաջատար երկրների կենտրոնական բանկերն առաջիկայում հիմնականում կպահպանեն կամ աստիճանաբար կթուլացնեն դրամավարկային խիստ պայմանները:

2025 թվականի առաջին եռամսյակում տնտեսական ակտիվությունը Հայաստանում դանդաղել է՝ մեծապես կրելով որոշ կարճաժամկետ, ոչ կառուցվածքային աճի գործոնների աստիճանական չեզոքացման ազդեցությունը: Ակտիվության աճին շարունակել են զգալիորեն նպաստել շինարարության և ծառայությունների ճյուղերի բարձր աճը: Միևնույն ժամանակ, տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկություններից բխող՝ աճի կայունության, երկարաժամկետ հեռանկարի, ինչպես նաև ներքին պահանջարկի հետագա միտումների վերաբերյալ անորոշությունները մնում են բարձր: Ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկը շարունակում է նվազել, իսկ ընդհանուր պահանջարկի միջավայրը գնաճի տեսանկյունից գնահատվում է չեզոք: Նման իրավիճակում աշխատաշուկայի պայմանները որոշակիորեն թուլացել են՝ արտահայտվելով աշխատավարձերի, կոշտ գներով բնութագրվող ծառայությունների գնաճի և գնաճային սպասումների աստիճանական կայունացմամբ: Միաժամանակ, հարկաբյուջետային քաղաքականության կողմից միջնաժամկետ հորիզոնում առկա են գնաճային ռիսկեր:

Քննարկված ռիսկերի և բարձր անորոշության պայմաններում, հաշվի առնելով գների կայունության նպատակի ապահովման իր հանձնառությունը, խորհուրդը դիտարկել է մի շարք սցենարներ: Մի կողմից՝ քննարկվել են սցենարներ (Ա տիպի), որոնց հիմքում ընկած անորոշությունները, այդ թվում՝ կապված աշխարհաքաղաքական և ՀՀ-ում հարկաբյուջետային քաղաքականության զարգացումների պայմաններում ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի և դրանից բխող մակրոտնտեսական ազդեցությունների հետ, պահանջում են շուկայական սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության ավելի բարձր տոկոսադրույքների ուղի՝ գների կայունության նպատակի ապահովման համար: Մյուս կողմից՝ խորհուրդը քննարկել է սցենարներ (Բ տիպի), այդ թվում՝ կապված ԱՄՆ-ի տնտեսական քաղաքականության շուրջ անորոշությունների երկարատև պահպանման, համաշխարհային տնտեսությունում վստահության նվազման հետևանքով աճի կրճատման և ՀՀ պահանջարկի թուլացման ռիսկերի ձևավորման հետ: Դա ենթադրում է շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի արագ և մեծ չափով նվազման ուղի՝ միջնաժամկետ հորիզոնում պահանջարկը կարգավորելու և գնաճը նպատակային ցուցանիշի շուրջ կայունացնելու համար:

Արդյունքում արձանագրելով Բ տիպի սցենարների նյութականանալու ավելի մեծ հավանականությունը, սակայն կարևորելով նաև Ա տիպի սցենարներից բխող էական մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը՝ ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշեց անփոփոխ թողնել վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը: Խորհուրդը կշարունակի մշտադիտարկել տնտեսության զարգացման սցենարները և պատրաստ է ձեռնարկել համարժեք գործողություններ՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճի 3% նպատակի և գների կայունության ապահովման համար:

Հաստատված է Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհրդի կողմից:
06 մայիսի, 2025 թ.

Նախագահ
Մարտին Գալստյան

Նախագահի տեղակալներ
Արմեն Նուրբեկյան
Հովհաննես Խաչատրյան

Խորհրդի անդամներ
Հասմիկ Ղահրամանյան
Դավիթ Նահապետյան
Լևոն Սահակյան
Նարեկ Ղազարյան

Դրամավարկային քաղաքականության հաղորդագրություն | 2025 թ. մայիս

Ներքին պահանջարկի պայմաններ

2025 թ. առաջին եռամսյակում տնտեսական ակտիվությունը Հայաստանում շարունակել է թուլանալ՝ մեծապես կրելով որոշ կարճաժամկետ, ոչ կառուցվածքային աճի գործոնների աստիճանական չեզոքացման ազդեցությունը: Աճին շարունակել են էական նպաստում ունենալ շինարարության և ծառայությունների ճյուղերը: Կենտրոնացվածությունը հատկապես ծառայությունների առանձին ճյուղերում որոշակիորեն մեղմվել է, սակայն դեռևս մնում է բարձր: Որոշակի դրական ազդակներ են նկատվում նաև մշակող արդյունաբերության ճյուղում, հատկապես՝ դրա առանձին ենթաճյուղերում, թե՛ թողարկման և արտահանման ծավալների աճի, թե՛ արտադրական կարողությունների ընդլայնման տեսանկյունից: Այդուհանդերձ, աճի կառուցվածքով պայմանավորված՝ համախառն առաջարկի և համախառն պահանջարկի հարաբերական դիրքի վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է:

2022 թվականից դիտարկվող բարձր արտաքին պահանջարկն աստիճանաբար թուլանում է, ինչն արտահայտվում է զբոսաշրջային հոսքերի նվազմամբ և զբոսաշրջիկների իրական ծախսերի ճգնաժամով: Միաժամանակ, վերջին շրջանում որոշակիորեն աճում են ՌԴ-ից դեպի Հայաստան ոչ առևտրային դրամական փոխանցումները՝ պայմանավորված ինչպես ՌԴ տնտեսությունում, հատկապես դրա առանձին ճյուղերում եկամուտների շարունակական իրական բարձր աճով, այնպես էլ ռուբլու անվանական արժևորմամբ: Այս համատեքստում, ռուբլու փոխարժեքի՝ ընթացիկ մակարդակում երկար պահպանումը կամ ռուս-ուկրաինական հակամարտության մոտալուտ հանգուցալուծման սցենարի պարագայում դրա հետագա արժևորումը կարող է մեծացնել ՀՀ-ից դեպի ՌԴ աշխատանքային միգրացիայի շարժառիթները: Միևնույն ժամանակ, Ռուսաստանի տնտեսության միջնաժամկետ հեռանկարի վերաբերյալ բարձր անորոշությունն ու միգրացիոն քաղաքականության խստացումը կարող են զսպող գործոն դառնալ:

Ներքին պահանջարկի պայմանների վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է: Մի կողմից՝ ներմուծման, սպառողական վարկերի, ներքին զբոսաշրջության և ծառայությունների դեռևս բարձր աճերը կարող են վկայել ձևավորված ներքին բարձր պահանջարկի մասին: Մյուս կողմից՝ դեռևս որոշակիորեն կենտրոնացված տնտեսական աճը և դրա տեմպերի դանդաղումը կարող են մատնանշել համեմատաբար թույլ պահանջարկի միջավայրի ձևավորման ռիսկերի մասին: Պահպանվում են նաև ներքին պահանջարկի հեռանկարի վերաբերյալ անորոշությունները: Դա հիմնականում վերաբերում է նախորդ տարիներին մասնավոր հատվածում եկամուտների համեմատությամբ պարտքի բեռի նվազմանը և կուտակված խնայողությունների օգտագործման ուղղություններին: Այս իրավիճակում, խնայողությունների օգտագործման ուղղությունից և վարկավորման զարգացումներից կախված՝ համախառն առաջարկի և պահանջարկի վրա ազդեցությունը կարող է տարբեր լինել:

Պահպանվում է ամբողջական պահանջարկի վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցության շուրջ բարձր անորոշությունը: Վերջինս, չնայած հարկային եկամուտների ընթացիկ բարձր կատարողականին, հիմնականում պայմանավորված է 2025 թվականին հարկային եկամուտների ծրագրի հնարավոր թերակատարման և, դրան զուգահեռ, սոցիալական աջակցության ծրագրերի իրականացման համար անհրաժեշտ ընթացիկ ծախսերի հնարավոր ավելացման ռիսկերով: Միաժամանակ, առարկայական են նաև կապիտալ ծախսերը թերակատարելու, ինչպես նաև դրանց կառուցվածքային առանձնահատկություններով պայմանավորված՝ պահանջարկի վրա ավելի զսպող ազդեցություն թողնելու ռիսկերը:

Աշխատանքի շուկա և գնաճ

Աշխատանքի շուկայի պայմանների վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է: Այդուհանդերձ, գործազրկության մակարդակի որոշակի կայունացումը 13%-ի և մասնավոր աշխատավարձերի աճի կայունացումը 5-6%-ի շուրջ վկայում են աշխատանքի շուկայի ավելի հավասարակշռված պայմանների մասին: Ըստ տնային տնտեսությունների՝ աշխատուժի վերաբերյալ 2024 թ. 4-րդ եռամսյակում անցկացված հետազոտության արդյունքների՝ գործազրկության մակարդակը կազմել է 12.9%՝ ձևավորվելով նախորդ տարվա համապատասխան եռամսյակի ցուցանիշին մոտ: Այդուհանդերձ, հաշվի առնելով աշխատանքի շուկայի պայմանների շուրջ առկա անորոշությունները՝ կարևոր է մշտադիտարկել դրանք հնարավոր տարբեր սցենարների համատեքստում: Մի կողմից՝ 2022-2023 թթ. համեմատությամբ գործազրկության որոշակի աճը կարող է մեկնաբանվել որպես տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների թուլացման և ճգնաժամի գործոն: Սա համահունչ է նաև 2024 թվականի ընթացքում օտարերկրյա աշխատողների որոշակի արտահոսքի և աշխատավարձերի աճի տեմպերի դանդաղման հետ: Մյուս կողմից՝ պաշտոնապես գրանցված աշխատողների թիվը (ըստ ՊԵԿ տվյալների) շարունակել է աճել՝ վերջին մեկ տարում մոտ 35.6 հազարով: Դա վկայում է աշխատանքի շուկայի հնարավոր ավելի խիստ պայմանների առկայության մասին: Միաժամանակ, որպես այլընտրանքային մեկնաբանություն, գրանցված աշխատողների թվի աճը կարող է ենթադրել աշխատանքի շուկայի ստվերային հատվածի շարունակական նվազում և ֆորմալ զբաղվածության աճ:

Վերջին ամիսներին նկատվել է մասնավոր հատվածի աշխատավարձերի աճի կայունացում, սակայն այն դեռևս ձևավորվում է արտադրողականության աճի և գնաճի թիրախին համահունչ մակարդակից փոքր ինչ ցածր: Միջնաժամկետում և երկարաժամկետում աշխատանքի շուկայի պայմանների և շուկայից բխող ճնշումների հետագա թուլացման աղբյուր կարող է լինել նաև աշխատուժի առաջարկի հնարավոր լրացուցիչ ընդլայնումը: Այստեղ հիմնական անորոշությունը կապված է Ռուսաստանի տնտեսության աճի հեռանկարի շուրջ բարձր անորոշության և դեպի ՌԴ ՀՀ աշխատանքային միգրանտների հոսքի ու ներքին տնտեսությունում աշխատանքի շուկային մասնակցության հետ, ինչպես նաև աշխատանքի շուկային տնտեսապես ոչ ակտիվ բնակչության ինտեգրման հետ:

2025 թվականի առաջին եռամսյակում 12-ամսյա գնաճն արագացել է՝ հիմնականում պայմանավորված սեզոնային պարենի և տատանողական որոշ բաղադրիչներով, մասնավորապես՝ օդային տրանսպորտի գների աճով: Այդուհանդերձ, դեռևս պահպանվում են ոչ պարենային ապրանքների մասով արտաքին հատվածից փոխանցվող գնանկումային ազդեցությունները, ինչպես նաև ներքին որոշ ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկի թուլացման միտումները: Այս իրավիճակում 2025 թվականի մարտին 12-ամսյա գնաճն արագացել է կազմելով 3.3%: Հարկ է նշել, որ մարտին արձանագրված շուրջ 0.5% գնաճից մոտ 0.25 տոկոսային կետը բաժին է ընկնում սեզոնային պարենային ապրանքներին: Սպասումներին համահունչ են աճել նաև կարգավորվող ծառայությունների, մասնավորապես՝ տրանսպորտի սակագները: Հարաբերականորեն կոշտ գներով բնութագրվող ոչ արտահանելի ապրանքների գնաճը, որը հիմնականում բնութագրում է ներքին պահանջարկով պայմանավորված գների վարքագիծը, պահպանվել է համեմատաբար կայուն մակարդակում՝ մարտին կազմելով տ/տ 2.4%: Միջազգային շուկայում պարենի գների ընթացիկ աճը դեռևս ամբողջությամբ չի արտացոլվել ներքին գներում: Միաժամանակ, շարունակվում է ներմուծվող ոչ պարենային ապրանքների գնանկումը, որը հիմնականում պայմանավորված է Հիմաստանի տնտեսությունում

արտադրողների գների նվազմամբ: Հարկ է նշել, որ, հաշվի առնելով Հիմնաստանի նկատմամբ ԱՄՆ-ի կողմից բարձր մաքսատուրքերի սահմանումը, յուանի փոխարժեքի անկումն ու համաշխարհային տնտեսությունում բեռնափոխադրման գների որոշակի նվազումը, այս ապրանքախմբի մասով գնանկումային ռիսկերը պահպանվում են: Զուգահեռաբար, արտաքին պահանջարկի թուլացման հետ կապված՝ որոշ ծառայությունների գներ շարունակել են նվազել: Այս պայմաններում գնաճային սպասումները ևս շարունակել են նվազել՝ մոտենալով թիրախային մակարդակին, որին նպաստել է երկար ժամանակ պահպանվող ցածր գնաճային միջավայրը:

Դրամավարկային քաղաքականություն

ՀՀ ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի ուղեգծի վերաբերյալ շուկայի մասնակիցների սպասումները, նախորդ հարցումների համեմատությամբ մնացել են անփոփոխ և շարունակում են արտահայտել առաջիկա 8 որոշումների ընթացքում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի աստիճանական նվազման ուղին մինչև 6.25%: Եկամտաբերության կորի միջնաժամկետ և երկարաժամկետ հատվածները, որոնք առավելապես արտահայտում են տնտեսության հիմնարարների վերաբերյալ շուկայի սպասումները, փոքր ինչ աճել են: Սա, ըստ գնահատականների, կարող է պայմանավորված լինել համաշխարհային տնտեսությունում աշխարհաքաղաքական և տնտեսական անորոշությունների ավելացմամբ, ինչպես նաև ՀՀ պետական պարտքի ուղեգծի շուրջ անհանգստություններով պայմանավորված՝ ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի և ժամանակի հավելավճարի աճով:

Հայաստանում երկրի ռիսկի հավելավճարը վերջին ամիսների ընթացքում որոշակիորեն աճել է՝ միաժամանակ պահպանվելով երկրի հիմնարարներով պայմանավորված երկարաժամկետ կայուն մակարդակից զգալիորեն ցածր: Դա պարունակում է ՀՀ հարկաբյուջետային քաղաքականության, մասնավորապես՝ պարտքի կայունության, աշխարհաքաղաքական, այդ թվում՝ սահմանային լարվածության և տարածաշրջանային զարգացումների վերաբերյալ անորոշություններ: Այս համատեքստում, երկրի ռիսկի հավելավճարի՝ վերևի ուղղությամբ հնարավոր ճշգրտումը ռիսկեր է պարունակում չեզոք տոկոսադրույքի դեպի վեր վերանայման տեսանկյունից, ինչը, այլ հավասար պայմաններում, պարունակում է առավելապես գնաճային ռիսկեր՝ կապված առավել խթանող ԴՎՔ դիրքի հետ: Միաժամանակ, ՀՀ մակրոտնտեսական կայունությունը և բարձր տնտեսական աճը որոշակի դրական նախադրյալներ են երկրի ռիսկայնության հնարավոր վերազնափատման և չեզոք տոկոսադրույքի նվազման տեսանկյունից:

ՀՀ ԿԲ-ն, առկա անորոշություններից բխող հնարավոր ռիսկերը խելամիտ կառավարելու նպատակով, կառուցում և դիտարկում է տնտեսական իրավիճակի զարգացման տարբեր սցենարներ: Մի կողմից՝ հորիզոնը քննարկել է սցենարներ, որոնց հիմքում ընկած զարգացումները պահանջում են քաղաքականության՝ շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի կոշտ արձագանք՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճը նպատակային ցուցանիշի շուրջ կայունացնելու համար: Նշված սցենարները հիմնականում ներառում են հետևյալ ռիսկերն ու անորոշությունները.

- ԱՄՆ չեզոք տոկոսադրույքի՝ շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր մակարդակում գտնվելու ռիսկեր,
- ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի արագ ճշգրտման, ինչպես նաև դրա հիմնարար մակարդակի աճի սցենարներ,
- Ներքին տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների հետագա ընդլայնման ռիսկեր,

- Համաշխարհային տնտեսությունում առաջատար տնտեսությունների կողմից միմյանց և արտաքին աշխարհի նկատմամբ շոշափելի մաքսատուրքերի սահմանման հետևանքով արժեզրեթևների խաթարումներով պայմանավորված գնաճային միջավայրի ընդլայնման ռիսկեր:

Մյուս կողմից՝ հորիզոնը քննարկել է սցենարներ, որտեղ հնարավոր տնտեսական զարգացումները ենթադրում են քաղաքականության տոկոսադրույքի շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի արագ նվազման ուղի: Այս տեսակի սցենարները ներառում են հետևյալ ռիսկերն ու անորոշությունները.

- ԱՄՆ տնտեսական քաղաքականության շուրջ բարձր անորոշության երկար պահպանման պայմաններում համաշխարհային տնտեսությունում պահանջարկի կտրուկ նվազման ռիսկեր («վստահության ճգնաժամ»),
- Շինարարության ոլորտի թողարկման և անշարժ գույքի գների աստիճանական նվազման (ճշգրտման) պայմաններում տնտեսությունում պահանջարկի թույլ միջավայրի ձևավորման ու խորացման ռիսկեր,
- ՀՀ-ում տնտեսական աճի աստիճանական դանդաղման, պահանջարկի թուլացման և ցածր գնաճային միջավայրի երկար պահպանման ռիսկեր,
- Միջնաժամկետ հորիզոնում առաջատար տնտեսությունների կողմից միմյանց նկատմամբ արտաքին առևտրային քաղաքականությունների խստացում, հետևաբար, միջազգային շուկայում ապրանքների և ծառայությունների ավելցուկային առաջարկի ու գնանկումային միջավայրի ձևավորման սցենարներ, այլ ռիսկեր ու անորոշություններ:

