



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

2024 թ. 2-րդ եռամսյակ

Դրամավարկային քաղաքականության զեկույց

Դրամավարկային
քաղաքականության ծրագիր

Հրապարակման ամսաթիվ՝ 11 հունիսի 2024 թ.

Բովանդակություն

01.	Գլխավոր ամփոփագիր	3
	ա. Դրամավարկային քաղաքականության հաղորդագրություն	
	բ. Տնտեսական իրավիճակի ամփոփագիր	
02.	Դրամավարկային քաղաքականության նպատակներ և համակարգ	7
	ա. Հայտարարություն դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ նպատակների վերաբերյալ	
	բ. Դրամավարկային քաղաքականության մշակման և իրականացման ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգ	
03.	Դրամավարկային քաղաքականության հեռանկար	11
	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 (ներառում են վիճակագրական գծապատկերներ և աղյուսակներ համաշխարհային և ներքին տնտեսությունում տնտեսական զարգացումների վերաբերյալ, ինչպես նաև տիպային սցենարների կանխատեսումներ) և Թափանցիկության զեկույց (հնարավորություն է տալիս առավել մանրամասն ծանոթանալու թե ինչպես է ԿԲ խորհուրդը կայացրել դրամավարկային քաղաքականության ընթացիկ որոշումը):

ԾԱՆՈԹՈՒՄ: Սույն զեկույցում ներկայացված տեղեկատվությունը հիմնված է մինչև 2024 թվականի հունիսի 7-ը հասանելի փաստացի տեղեկատվության վրա:



01 |

Գլխավոր
ամփոփագիր

Ա. Դրամավարկային քաղաքականության հաղորդագրություն

ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշեց իջեցնել վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը՝ սահմանելով 8.00%:

2024 թվականի հունիսի 11-ի նիստում ԿԲ խորհուրդը (այսուհետ՝ խորհուրդ) որոշեց իջեցնել վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը 0.25 տոկոսային կետով՝ սահմանելով 8.00%: Խորհուրդը գնահատում է, որ ավելի ցածր վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքն անհրաժեշտ է միջնաժամկետում գնաճի 4% մակարդակի և գների կայունության նպատակի իրագործման համար:

2024 թվականի երկրորդ եռամսյակի ընթացքում 12-ամսյա գնաճը շարունակել է պահպանվել նպատակային ցուցանիշից ցածր մակարդակում՝ մայիսին կազմելով 0.3%: 12-ամսյա բնականոն գնաճը պահպանվել է բացասական տիրույթում՝ ապրիլին կազմելով -0.5%:

2024 թ. երկրորդ եռամսյակում համաշխարհային և Հայաստանի հիմնական գործընկեր երկրներում տնտեսական աճի դանդաղման ռիսկերը պահպանվել են: Համաշխարհային գնաճը շարունակում է դանդաղել, սակայն գործընկեր երկրներում կոշտ գներով բնութագրվող ապրանքների և ծառայությունների գները դեռևս մնում են հարաբերականորեն բարձր: Միաժամանակ, գործընկեր երկրներում գերտաքացած աշխատաշուկայի պայմանները շարունակում են նպաստել բարձր պահանջարկի պահպանմանը: Տարեկազմից Մերձավոր Արևելքում ստեղծված աշխարհաքաղաքական խնդիրները, ինչպես նաև միջազգային առևտրային հարաբերություններում աճող լարվածությունը որոշակի ռիսկեր են առաջացրել միջազգային ապրանքահումքային շուկայում գների հետագա աճի և առաջարկի արժեզրեւանքների հնարավոր խաթարման տեսանկյունից: Այս համատեքստում հավանական է, որ գործընկեր երկրների կենտրոնական բանկերը, մասնավորապես՝ ԱՄՆ ԴՊՀ-ն, ավելի երկար կպահպանեն դրամավարկային խիստ պայմանները: Արդյունքում արտաքին հատվածից թույլ գնանկումային ազդեցությունները ՀՀ տնտեսության վրա դեռևս պահպանվում են:

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

Բարձր անորոշության պայմաններում, հաշվի առնելով գների կայունության նպատակին հասնելու իր հանձնառությունը, քննարկումների ընթացքում խորհուրդը դիտարկում է բազմաթիվ սցենարներ: Մի կողմից՝ խորհուրդը քննարկել է սցենարներ, որոնց հիմքում առկա զարգացումները, այդ թվում՝ գործընկեր երկրներում ավելի երկար պահպանվող խիստ դրամավարկային պայմանները, ինչպես նաև երկրի ռիսկի հավելավճարի և չեզոք տոկոսադրույքի հետ կապված անորոշությունները պահանջում են քաղաքականության՝ շուկայական սպասումների համեմատությամբ ավելի կոշտ արձագանք՝ գների կայունության նպատակի ապահովման ռիսկերը կառավարելու համար: Մյուս կողմից՝ խորհուրդը քննարկել է սցենարներ, որտեղ հնարավոր տնտեսական զարգացումները, այդ թվում՝ տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունների հետևանքով թույլ պահանջարկի միջավայրի ձևավորման ռիսկերը կարող են հանգեցնել գնաճի՝ ցածր մակարդակում երկար պահպանմանը: Վերջինս ենթադրում է քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի արագ և մեծ չափով նվազման ուղի՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճը նպատակային ցուցանիշի շուրջ կայունացնելու համար:

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

Հաստատված է Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհրդի կողմից:
11 հունիսի 2024 թ.

Նախագահ
Մարտին Գալստյան

Նախագահի տեղակալներ
Հովհաննես Խաչատրյան
Արմեն Նուրբեկյան

Խորհրդի անդամներ
Հասմիկ Ղահրամանյան
Դավիթ Նահապետյան
Արտակ Մանուկյան
Լևոն Սահակյան
Նարեկ Ղազարյան

Բ. Տնտեսական իրավիճակի ամփոփագիր

Համաշխարհային տնտեսություն

2024 թ. 2-րդ եռամսյակում, չնայած գործընկեր երկրներում արձանագրված ոչ միանման տնտեսական զարգացումներին, համաշխարհային տնտեսությունում, ընդհանուր առմամբ, պահպանվել են ակտիվության դանդաղման ռիսկերը: Վերջին եռամսյակներում հիմնականում ներքին պահանջարկի գործոններով պայմանավորված տնտեսական աճը ԱՄՆ-ում շարունակում է մնալ բարձր, չնայած քաղաքականության տոկոսադրույքի բարձր մակարդակներին: Վերոնշյալ զարգացումների համատեքստում ընդհանուր գնաճը (հատկապես կոշտ գներով բնութագրվող ապրանքների գնաճը) և աշխատավարձերի աճը շարունակում են պահպանվել բարձր մակարդակներում: Վերջինս զգալի ռիսկեր է պարունակում գների կայունության ապահովման և դրամավարկային քաղաքականության հեռանկարների տեսանկյունից: Ավելին, ԱՄՆ տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պահպանումը հարցեր է առաջացնում հնարավոր ավելի բարձր հիմնարար չեզոք տոկոսադրույքի վերաբերյալ, որն իր ազդեցությունը կարող է ունենալ ինչպես ԱՄՆ ԴԴՀ քաղաքականության ապագա ուղեգծի, այնպես էլ զարգացող երկրներում կապիտալի հոսքերի վրա: 2024 թ. երկրորդ եռամսյակում Եվրոգոտու տնտեսական ակտիվությունը շարունակել է վերականգնվել՝ պայմանավորված հիմնականում ծառայությունների ոլորտի աճով: Այս համատեքստում տնտեսական աճի դանդաղման ռիսկերը դեռևս պահպանվում են՝ հաշվի առնելով արդյունաբերության և հատկապես մշակող արդյունաբերության ոլորտներում հիմնարարների հետ կապված կառուցվածքային խնդիրները: Եվրոգոտում տնտեսական աճի դանդաղման հետ կապված ռիսկերը, ինչպես նաև Հինաստանում անշարժ գույքի շուկայի և ֆինանսական համակարգի կայունության վերաբերյալ մտահոգությունները շարունակում են մնալ համաշխարհային տնտեսության ավելի թույլ հեռանկարների վերաբերյալ հիմնական անորոշության աղբյուրները: ՌԴ տնտեսությունում, չնայած իրականացվող զսպող դրամավարկային քաղաքականությանը, բարձր տնտեսական աճը և ներքին բարձր պահանջարկը պահպանվում են՝ նպաստելով բարձր գնաճային միջավայրի պահպանմանը: Միաժամանակ, ավելի խիստ և թիրախավորված արևմտյան պատժամիջոցները շարունակում են որոշակի ռիսկեր պարունակել ՌԴ տնտեսության միջնաժամկետ հեռանկարի տեսանկյունից:

Համաշխարհային տնտեսությունում թույլ գնաճային միջավայրը պահպանվում է՝ չնայած առկա են վերևի ուղղությամբ ռիսկեր: Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական լարվածության պահպանումը շարունակում է նավթի համաշխարհային գների հնարավոր աճի և տատանողականության ավելացման, ինչպես նաև համաշխարհային արժեզրեանքների հնարավոր խաթարման ռիսկեր պարունակել: Պարենային ապրանքների համաշխարհային գները պահպանվում են ցածր մակարդակներում: չնայած վերջին ամիսներին ա/ա կտրվածքով որոշակի, թույլ աճին: Վերոնշյալ զարգացումները վկայում են, որ համաշխարհային պարենային ապրանքներից փոխանցվող գնաճային ճնշումները կարող են աստիճանաբար չեզոքանալ:

Ներքին պահանջարկի պայմաններ

2024 թվականի 1-ին եռամսյակում տնտեսական աճը պահպանվել է երկարաժամկետ կայուն աճի գնահատականից (5%-ի շրջակայքում) բարձր մակարդակում կազմելով տ/տ 9.2%: 1-ին եռամսյակի ընթացքում աճը հիմնականում կենտրոնացված է եղել

առևտրի (տ/տ 25.1% աճ), մշակող արդյունաբերության (17.3%) և ֆինանսական ծառայությունների (17.2%) ոլորտներում: Տնտեսական ակտիվության աճը (տ/տ 10.4%) պայմանավորող գործոնները 2024 թ. ապրիլին մնացել են գրեթե անփոփոխ, սակայն տարեսկզբի համեմատությամբ նկատվել է ավելի թույլ ճյուղային կենտրոնացվածություն: Ներուժային մակարդակից բարձր աճի պահպանումը, ինչպես նաև վերջին ամիսներին աճի ոչ ներառական բնույթը անորոշություններ են պարունակում տնտեսությունում համախառն առաջարկի և պահանջարկի հարաբերական դիրքի վերաբերյալ: Մի կողմից՝ երկարաժամկետ ներուժային մակարդակից բարձր տնտեսական աճի պահպանումը կարող է մեկնաբանվել որպես տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի առկայություն, մյուս կողմից՝ տնտեսական աճի բարձր կենտրոնացվածությունն ու ոչ ներառական բնույթը կարող են վկայել տնտեսությունում թույլ պահանջարկի մասին, ինչն իր հերթին ենթադրում է զրոյական, նույնիսկ բացասական ՀՆԱ ճեղքվածք:

2023 թվականի ընթացքում արձանագրված արտաքին պահանջարկի զգալի աճը 2024 թ. 1-ին եռամսյակում աստիճանաբար թուլացել է, ինչն արտահայտվել է մեկ զբոսաշրջիկի հաշվով իրական ծախսերի և զբոսաշրջային հոսքերի կայունացմամբ: Միաժամանակ, ներքին պահանջարկի պայմանների վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է: Վերջին ամիսներին տնտեսական աճի և եկամուտների կենտրոնացվածությունը ևս կարող է մեկնաբանվել համեմատաբար թույլ պահանջարկի ձևավորման տեսանկյունից: Այս համատեքստում, 2024 թ. 1-ին եռամսյակում արձանագրված սպառման համեմատաբար ցածր աճը կարող է մեկնաբանվել որպես թույլ ներքին պահանջարկի պայմանների ձևավորման գործոն: Սպառման աճի դանդաղմանը նպաստող գործոններից է նաև դրամական փոխանցումների շարունակական նվազումը: Մյուս կողմից՝ ներքին պահանջարկի հնարավոր աճին նպաստող գործոններից են պարտքի բեռի կրճատումը, սպառողական վարկերի հնարավոր աճը, ինչպես նաև մասնավոր հատվածում կուտակված խնայողությունների բարձր մակարդակը: Այս իրավիճակում, խնայողությունների օգտագործման ուղղությունից կախված, համախառն առաջարկի և պահանջարկի վրա ազդեցությունը կարող է տարբեր լինել: Ավելին, հարկաբյուջետային քաղաքականության կողմից պահանջարկի լրացուցիչ խթանման ռիսկերը ևս մնում են առարկայական:

Տնտեսությունում բարձր ակտիվության պահպանման պայմաններում 2024 թվականի 1-ին եռամսյակի ընթացքում առևտրային բանկերի կողմից տրամադրված և ներգրավված միջոցները շարունակել են աճել: ԿԲ կողմից առևտրային բանկերի շրջանում իրականացվող հարցումների հիմնական արդյունքները նույնպես վկայում են տնտեսությունում վարկերի նկատմամբ համեմատաբար առաջանցիկ պահանջարկի մասին: Վերջին տարիների ընթացքում եկամուտների համեմատությամբ պարտքի բեռի կրճատումը անորոշություններ է պարունակում վարկավորման հնարավոր աճի և դրա հետևանքով գնաճային ճնշումների ավելացման տեսանկյունից:

Աշխատանքի շուկա և գնաճ

Բարձր տնտեսական աճի պարագայում աշխատուժի նկատմամբ պահանջարկը և աշխատավարձերի աճը պահպանվել են բարձր մակարդակում: 2024 թ. 1-ին եռամսյակում մասնավոր անվանական աշխատավարձի աճը կազմել է տ/տ 7.3%, իսկ միայն ապրիլին՝ 4.5%: Թեև նախորդ եռամսյակների ընթացքում արտադրողականության, աշխատուժի առաջարկի և

գբաղվածության աճը նպաստել է աշխատաշուկայից բխող գնաճային ճնշումների թուլացմանը, վերջինս շարունակում է պահպանվել գնաճի և հիմնարար գնաճի ցուցանիշների համեմատությամբ առավել բարձր մակարդակում, ինչը կարող է տնտեսությունում լրացուցիչ հիմնարար գնաճային ճնշումների աղբյուր հանդիսանալ: Մյուս կողմից՝ տնտեսությունում աշխատավարձերի աճի որոշակի կենտրոնացվածությունը մի շարք ճյուղերում և տնտեսության մյուս հատվածներում աշխատավարձերի աճի շարունակական ճշգրտումները կարող են մեկնաբանվել որպես աշխատաշուկայից բխող ճնշումների էական թուլացման կամ չեզոքացման ազդակներ:

Միջնաժամկետում ու երկարաժամկետում աշխատաշուկայի պայմանների և շուկայից բխող գնաճային ճնշումների հետագա թուլացման աղբյուր կարող է հանդիսանալ նաև աշխատուժի առաջարկի հնարավոր լրացուցիչ ավելացումը: Այստեղ հիմնական անորոշությունը կապված է դեպի Հայաստան աշխատանքային միգրանտների շարունակական ներհոսքի, Արցախից բռնի տեղահանված բնակչության՝ ՀՀ աշխատաշուկային արագ ինտեգրման, դեպի ՌԴ ՀՀ աշխատանքային միգրանտների հոսքի նվազման և ներքին տնտեսությունում աշխատանքի շուկային մասնակցության ավելացման հետ:

2024 թ. առաջին եռամսյակում տնտեսությունում գնանկումային միջավայրը պահպանվել է՝ պայմանավորված համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնանկումային ազդեցություններով, նախորդ տարիներին իրականացված դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությամբ և համախառն պահանջարկի որոշակի թուլացմամբ: Այս պայմաններում 2023 թ. ապրիլից 12-ամսյա գնաճը պահպանվել է թիրախից ցածր մակարդակում՝ 2024 թ. մայիսին կազմելով 0.3%: Հարաբերականորեն կոշտ գներով բնութագրվող ոչ արտահանելի ապրանքների գնաճը, որը հիմնականում բնութագրում է ներքին պահանջարկով պայմանավորված գների վարքագիծը, պահպանվել է համեմատաբար կայուն մակարդակում ապրիլին կազմելով տ/տ 3.0%: Բնականոն գնաճը շարունակել է ձևավորվել բացասական տիրույթում՝ ապրիլին կազմելով տ/տ -0.5%, ինչը մեծապես արտացոլում է ներմուծվող պարենային ապրանքներից փոխանցվող գնանկումային միտումները (օր.՝ հացամթերք, յուղեր և ճարպեր, շաքարավազ և այլն): Հուլիսին հարաբերականորեն շարունակել է նվազել նաև արտաքին պահանջարկի հետ կապված ծառայությունների գնաճը՝ արտահայտելով պահանջարկի աճի դանդաղման միտումները: Այնուամենայնիվ, այս համատեքստում տնային տնտեսությունների բարձր գնաճային սպասումները և դրանց հետ կապված անորոշությունները դեռևս պահպանվում են:

Դրամավարկային քաղաքականություն

ՀՀ ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ շուկայի մասնակիցների սպասումները, նախորդ հարցումների համեմատությամբ, էականորեն չեն փոխվել և արտահայտում են առաջիկա 8 որոշումների ընթացքում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի աստիճանական նվազման ուղեգիծը: Եկամտաբերության կորը տոկոսադրույքի վերաբերյալ ԿԲ նախորդ որոշումից հետո որոշակիորեն տեղաշարժվել է ներքև: Միաժամանակ, ըստ ԿԲ գնահատականների, վերջինս ամբողջապես չի արտացոլում տոկոսադրույքների վերաբերյալ շուկայի սպասումները՝ վկայելով շուկայական ռիսկի գործոնների հնարավոր առկայության մասին:

Երկրի ռիսկի հավելավճարը պահպանվում է համեմատաբար ցածր մակարդակում՝ մասամբ հետևելով զարգացող երկրների միտումներին: Այնուամենայնիվ, սահմանային լարվածության, տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական զարգացումների և այլ գործոնների վերաբերյալ անորոշությունները պահպանվում են, ինչի պարագայում երկրի ռիսկի հավելավճարի՝ վերևի ուղղությամբ հնարավոր վերագնահատումը պարունակում է առավելապես գնաճային ռիսկեր: Միևնույն ժամանակ, ՀՀ մակրոտնտեսական կայունությունը և բարձր տնտեսական աճը որոշակի դրական նախադրյալներ են երկրի ռիսկայնության հնարավոր վերագնահատման տեսանկյունից:

ՀՀ ԿԲ-ն, առկա անորոշություններից բխող հնարավոր ռիսկերը կառավարելու նպատակով, կառուցում և դիտարկում է տնտեսական իրավիճակի զարգացման տարբեր սցենարներ: Սույն զեկույցում ներկայացված տիպային Ա սցենարի (որը պահանջում է քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր ուղեգիծ) հիմքում ընկած են ԱՄՆ-ի տնտեսությունում ներքին բարձր պահանջարկի, ինչպես նաև համաշխարհային առևտրային և աշխարհաքաղաքական հարաբերությունների համատեքստում հնարավոր առաջարկի շուկայի հետևանքով ԱՄՆ-ի տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումների պահպանման ռիսկերը: Բարձր պահանջարկի պահպանման, չեզոք տոկոսադրույքի՝ վերևի ուղղությամբ հնարավոր վերագնահատումների, ինչպես նաև առաջարկի բացասական ցնցումների պայմաններում ԱՄՆ ԴԴՀ-ն կարող է ավելի երկար պահպանել դրամավարկային խիստ պայմանները: Հուլիսին հարաբերականորեն երկրներում, այդ թվում՝ Հայաստանում, երկրի ռիսկի հավելավճարի հնարավոր վերանայումները կարող են նախապայմաններ ստեղծել կապիտալի արտահոսքի տեսանկյունից: Այս պարագայում, հնարավոր գնաճային ռիսկերի չեզոքացման նպատակով, ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության ուղին կարող է ունենալ շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի խիստ դիրք:

Սույն զեկույցում ներկայացված տիպային Բ սցենարի (որը պահանջում է քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի ցածր ուղեգիծ) հիմքում ընկած են ներքին տնտեսությունում բացասական պահանջարկի միջավայրի զարգացման հետ կապված ռիսկերը: Մասնավորապես՝ վերջին ամիսների ընթացքում արձանագրվող տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները ռիսկեր են պարունակում համախառն պահանջարկի թույլ պայմանների ձևավորման առումով: Վերոնշյալ զարգացումները միջնաժամկետում կարող են պարունակել գնանկումային էական ազդեցությունների ձևավորման ու պահպանման հավելյալ ռիսկեր: Նման իրավիճակում ԿԲ-ն կիրականացնե՛ր շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի առավել կտրուկ նվազման ուղի՝ միջնաժամկետում պահանջարկը խթանելու և գնաճը թիրախին մոտեցնելու նպատակով:

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



02 |

Դրամավարկային քաղաքականության նպատակներ և համակարգ

Դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ նպատակների վերաբերյալ

Ընդունման ամսաթիվ՝ 12 մարտի 2024 թվական

Համաձայն «Կենտրոնական բանկի մասին» ՀՀ օրենքի և ՀՀ Սահմանադրության՝ ՀՀ կենտրոնական բանկի հիմնական նպատակներն են Հայաստանի Հանրապետությունում գների կայունության և ֆինանսական կայունության ապահովումը: ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհուրդը 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 4% ցուցանիշը համադրելի է երկրում գների կայունության ապահովման նպատակի հետ: Գնաճի նպատակային ցուցանիշն արտահայտվում է սպառողական գների ինդեքսի (ՍԳԻ) միջոցով, քանի որ դա լավագույնս է արտացոլում կենսաապահովման ծախսերի, վերջնական սպառման ապրանքների և ծառայությունների գների ընդհանուր մակարդակի փոփոխության չափը, ինչպես նաև տնտեսավարողների կողմից որոշումների կայացման և պայմանագրերի կնքման հիմնական ուղենիշն է: Այնուհանդերձ, ՍԳԻ զամբյուղում ներառված առանձին ապրանքների և ծառայությունների շուկաներում սեզոնային և արտաձև գործոնների պատճառով առաջացած գների ժամանակավոր տատանումների վրա դրամավարկային քաղաքականությունն ուղղակի ազդեցություն չի կարող ունենալ: Դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացման գործընթացում Խորհուրդը դիտարկում է նաև գնաճի այլընտրանքային ցուցանիշներ, ինչպիսիք են բնականոն գնաճի կամ ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսները, որոնք տնտեսությունում հիմնարար գնաճային միջավայրը բնութագրող օգտակար ցուցանիշներ են:

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

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

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

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

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

Դրամավարկային քաղաքականության մշակման և իրականացման ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգ

Գների կայունության նպատակի իրագործման համար ՀՀ կենտրոնական բանկը մշակում և իրականացնում է դրամավարկային քաղաքականություն՝ ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգի ներքո: Այս համակարգը ռիսկերի կառավարման վրա հիմնված դրամավարկային քաղաքականության կառուցվածքային և համակարգված մոտեցում է, որը հնարավորություն է տալիս արդյունավետ կերպով 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 համակարգն 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: Վերոնշյալ սցենարները (երկու կամ ավելի) ենթադրում են քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի ընթացիկ սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր կամ

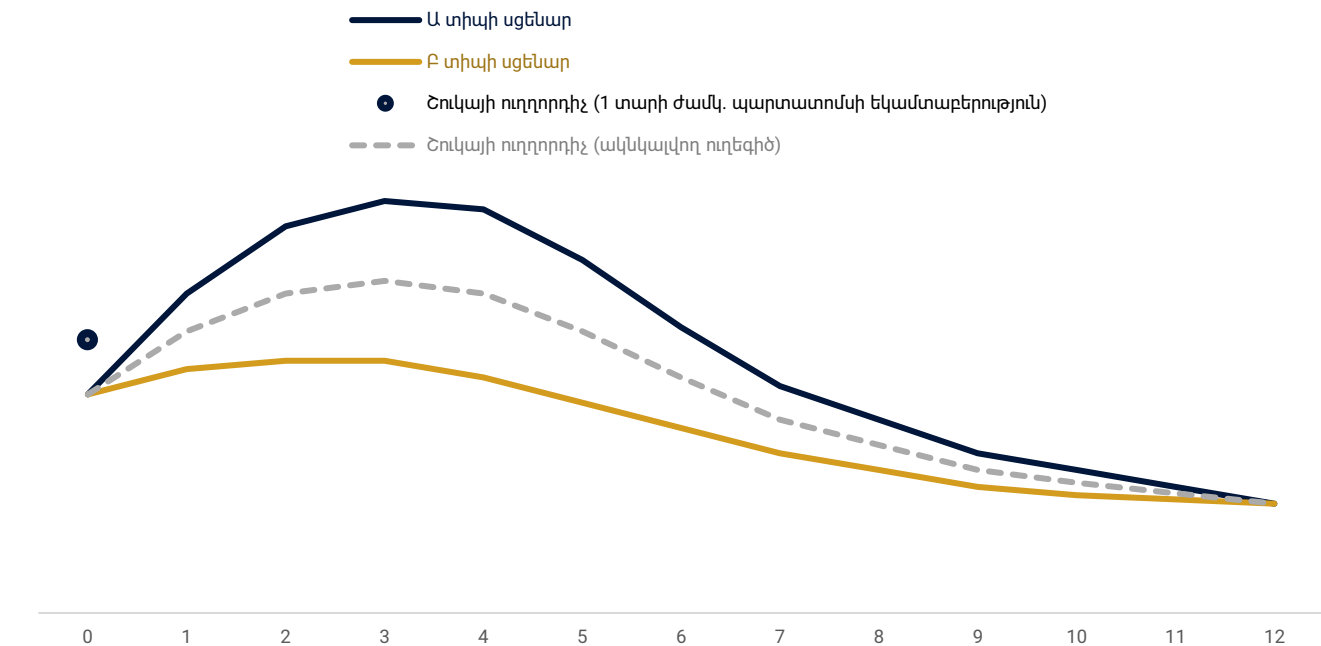
ավելի ցածր ուղեգիծ: Սույն սցենարները ենթադրում են դրամավարկային քաղաքականության հստակ ուղղություններ և ոչ թե վերացական կամ անիրատեսական ռիսկերը նկարագրող սցենարներ: Դրանք մշակվում են հետևյալ տրամաբանությամբ.

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:

Ձեկույցի կառուցվածքը

Դրամավարկային քաղաքականության զեկույցը սկսվում է Գլխավոր ամփոփագրով: Այն ներառում է Դրամավարկային քաղաքականության որոշման վերաբերյալ Խորհրդի հաղորդագրությունը, ինչպես նաև տնտեսական իրավիճակի և հիմնարար պայմանների ամփոփագիրը: Դրամավարկային քաղաքականության միջանկյալ որոշումների ընթացքում Գլխավոր ամփոփագիրը (դրամավարկային քաղաքականության հաղորդագրությունը) 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 ընթացիկ տնտեսական 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 առկա վերլուծությունների և մտածողության վերաբերյալ բավարար մանրամասներ: Դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացմանը հաջորդում է ԿԲ նախագահի մամուլի ասուլիսը, որից հետո հրապարակվում է նաև զեկույցի Դրամավարկային քաղաքականության թափանցիկության հատվածը: Դա ներառում է դրամավարկային քաղաքականության

տոկոսադրույքի որոշման նիստի արձանագրությունը, իսկ 2024 թվականի հունիսից՝ Խորհրդի անդամների քվեարկության վերաբերյալ անվանական տեղեկատվություն: 2024 թվականի սեպտեմբերից սկսած՝ Թափանցիկության զեկույցը կներառի նաև դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ Խորհրդի յուրաքանչյուր անդամի քվեարկության հիմնավորումը:

Ծանուցում

Սույն զեկույցում ներկայացված տեղեկատվությունը հիմնված է մինչև 2024 թվականի հունիսի 7-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 վերաբերյալ Խորհրդի դիտարկումների և կայացրած որոշման 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 դրա կազմում: Այս համատեքստում զեկույցի «Տեղեկագիր» հավելվածում հրապարակվում են նաև գծապատկերներ և աղյուսակներ, որոնք ներառում են տնտեսական իրավիճակի և հիմնարար պայմանների ամբողջական ու համապարփակ նկարագիրը:



03 |

Դրամավարկային քաղաքականության հեռանկար

Ա. Համաշխարհային տնտեսության զարգացումներ

ԱՄՆ-ի տնտեսության զարգացումներ

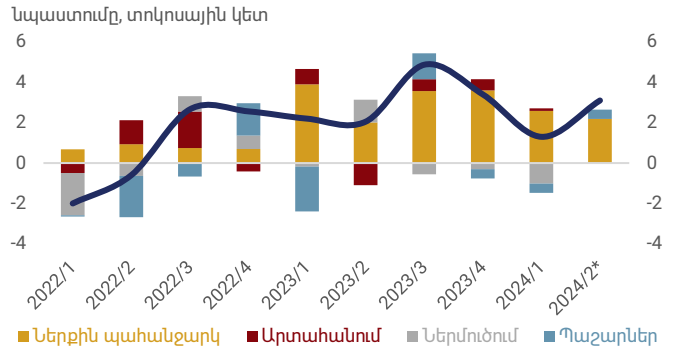
ԱՄՆ-ում 2023 թ. 4-րդ եռամսյակում արձանագրված թողարկման բարձր աճից հետո 2024 թ. 1-ին եռամսյակում աճը դանդաղել է՝ կազմելով տարեկան աճված 1.3%, ինչը ներուժային աճի գնահատականից որոշակիորեն ցածր է։ Սպառումը (հատկապես ծառայությունների սպառումը) շարունակում է մնալ տնտեսության հիմնական շարժիչ ուժերից մեկը։ Չնայած ԴՎԶ խիստ պայմաններին՝ գերտաքացած աշխատաշուկայի ֆոնին տնտեսությունում աշխատավարձերի կայուն աճը, խնայողությունների նվազումը (որը, որպես տնօրինվող եկամուտների մասնաբաժին, շարունակում է պահպանվել մինչև համավարակային մակարդակից ցածր) և խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականությունը շարունակում են նախադրյալներ ապահովել սպառման շարունակական բարձր աճի համար, ինչը կշարունակի խթանել ներուժից բարձր տնտեսական աճը։ Միևնույն ժամանակ, վարկային քարտերի և ավտովարկերի գծով ժամկետանց վարկերի ծավալների շարունակական աճը (որոնք բավականին զգայուն են տնտեսությունում տոկոսադրույքների նկատմամբ) կարող է մատնանշել, որ խիստ ֆինանսական պայմանները սահմանափակող ազդեցություն կունենան տնտեսության որոշ հատվածների, հատկապես ցածր եկամուտ ունեցող տնային տնտեսությունների վրա։

Չնայած 2023 թ. երկրորդ կեսի ընթացքում զգալի դանդաղմանը, գնաճը, հատկապես կոշտ գներով բնութագրվող ապրանքախմբերի համար, շարունակում է պահպանվել նպատակային ցուցանիշից բարձր մակարդակում։ Կոշտ գներով բնութագրվող ապրանքախմբերից փոխանցվող գնաճային ճնշումների պահպանումը պարունակում է գնաճային սպասումների՝ թիրախից բարձր մակարդակում պահպանման ռիսկեր, ինչն իր ազդեցությունը կարող է ունենալ նաև ձեռնարկությունների և աշխատողների գնագոյացման վարքագծի վրա։ Այս համատեքստում, աշխատավարձերի աճը շարունակում է պահպանվել բարձր մակարդակում դրսևորելով ոչ էական դանդաղում (4.7%՝ 2024 թ. մարտին, եռամսյակային տարեկան աճված), ինչը համարդեմ է չեզանքի նպատակային ցուցանիշին հասնելու կայուն ուղեգծի հետ։ Միևնույն ժամանակ, 2024 թ. ապրիլին աշխատանքի տեղավորման տեմպերի որոշակի դանդաղումը, ինչպես նաև մեկ գործազուրկի հաշվով նոր աշխատատեղերի և աշխատանքից ազատվող աշխատողների թվաքանակի նվազումը կարող են մեկնաբանվել որպես աշխատաշուկայի պայմանների որոշակի մեղմացման մեկնարկի նախնաշաններ։ Աշխատաշուկայի ընթացիկ պայմանների և դրա ուղեգծի վերաբերյալ անորոշությունները շարունակում են հարցեր առաջացնել առաջիկայում ԴԴԴ-ի կողմից քաղաքականության պայմանների թուլացման իրատեսականության վերաբերյալ։

Վերոնշյալ զարգացումների համատեքստում ԱՄՆ ֆինանսական շուկաներում նկատվում է քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազման վերաբերյալ սպասումների որոշակի տատանողականություն (գծապատկեր 3.Ա.3)։ Մասնավորապես՝ 2024 թ. սկզբին շուկաներն ակնկալում էին քաղաքականության տոկոսադրույքի 6 նվազեցում (ընդհանուր 150 բազիսային կետով), ընդ որում՝ տոկոսադրույքների առաջին նվազումը ակնկալվում էր 2024 թ. մարտին։ Այնուամենայնիվ, 2024 թ. առաջին եռամսյակի զարգացումների և ԱՄՆ ԴԴԴ-ի կողմից տարածված հաղորդագրությունների ֆոնին, ֆինանսական շուկայի մասնակիցների՝ տոկոսադրույքների հետագա նվազման ժամանակի և չափի վերաբերյալ սպասումները դարձել են առավել զգուշավոր և պահպանողական։ Նշված անորոշությունների պայմաններում տոկոսադրույքների՝ բարձր մակարդակներում ավելի երկար («higher for longer») պահպանման հետ կապված հիմնական ռիսկերից մեկը կապված է հարկաբյուջետային քաղաքականության խթանող պայմանների հետ։ Մյուս կողմից, հաշվի առնելով ֆինանսական համակարգի խոցելիության հետ կապված խնդիրները, ԱՄՆ ԴԴԴ-ին նաև անհանգստացնում է քաղաքականության հարաբերականորեն զսպող դիրքը։ 2023 թ. սկզբին SVB Bank-ի սնանկացումից հետո բանկերի շուկայական կապիտալացումը դեռևս չի վերականգնվել, իսկ բարձր տոկոսադրույքների միջավայրը շարունակում է մեծապես ազդել տարածաշրջանային փոքր բանկերի վրա, որոնք առավել փոքր և խոցելի բիզնեսի վարկավորման հիմնական աղբյուրն են։ Վերոնշյալ անորոշությունները հարցադրումներ են առաջացնում ԱՄՆ-ում չեզոք տոկոսադրույքի մակարդակի վերաբերյալ (տե՛ս ներգիր 1)։

Թեև 1-ին եռամսյակում տնտեսական աճի՝ ներուժային մակարդակից ցածր ցուցանիշին, սպառումը շարունակում է պահպանվել բարձր մակարդակում՝ ստեղծելով վերևի ուղղությամբ ռիսկեր

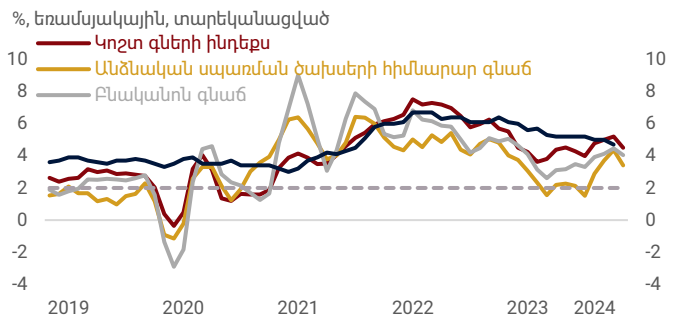
Գծապատկեր 3.Ա.1. Համախառն ներքին արդյունքի իրական աճն ըստ ծախսային բաղադրիչների



Աղբյուր՝ Տնտեսական վերլուծությունների բյուրո (BEA), Ատլանտայի պահուստային բանկ
Ծանոթագրություն։ 2024 թ. 2-րդ եռամսյակի տվյալները նախնական են, ըստ Ատլանտայի ՊԲ-ի «GDPNow» հունիսի 7-ի գնահատականի։

Գնաճի նպատակային ցուցանիշին հասնելու հետ կապված խնդիրներն առաջացնում են գնաճային սպասումների ապախարսխման ռիսկեր

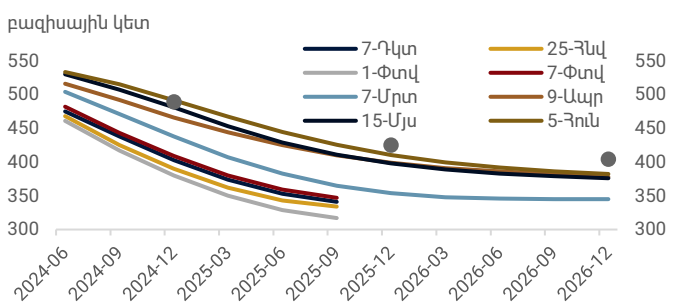
Գծապատկեր 3.Ա.2. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները



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

Տնտեսության հիմնարարների հետ կապված անորոշության և տարատեսակ ազդակների համատեքստում ֆինանսական շուկայի մասնակիցների՝ տոկոսադրույքների ապագա նվազման ժամանակի և չափի վերաբերյալ սպասումները առավել զգուշավոր և պահպանողական են

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



Աղբյուր՝ Ատլանտայի պահուստային բանկ, ԴԴԴ

Եվրոգոտու տնտեսության զարգացումներ

2023 թվականի դանդաղ աճից հետո 2024 թվականի առաջին եռամսյակում Եվրոգոտում արձանագրվել են տնտեսական աճի վերականգնման նախնաշաններ: Չնայած 2024 թ. առաջին եռամսյակում 0.3% տ/տ աճի արձանագրմանը (գծապատկեր 3.Ա.4)՝ խոշոր արդյունաբերական տնտեսություններում, հիմնականում Գերմանիայում և Ֆրանսիայում, տնտեսության դանդաղ վերականգնումը շարունակում է գրեթե լճացած աճի վերաբերյալ մտավախությունների տեղիք տալ: Տնտեսական միության PMI ցուցանիշները, որոնք ընդհանուր տնտեսական միջավայրի վերաբերյալ կարևոր տեղեկատվության աղբյուր են, ցույց են տալիս, որ վերջին շրջանում տնտեսության աճը հիմնականում պայմանավորված է ծառայությունների ոլորտի աճով: Մյուս կողմից՝ դրամավարկային քաղաքականության զսպող պայմանները, էներգետիկ ճգնաժամից դանդաղ վերականգնումը և վերջին տարիներին միջազգային շուկաներում մրցունակության կորստի ռիսկերը արդյունաբերական արտադրանքի և հատկապես մշակող արդյունաբերության թողարկման կրճատման (գծապատկեր 3.Ա.5) պայմաններում շարունակում են մնալ տնտեսության հիմնական մարտահրավերները: Այնուամենայնիվ, իրական տնօրինվող եկամտի աճը և խնայողությունների բարձր մակարդակներն առաջացնում են սպառման հնարավոր աճի ռիսկեր, որոնք առաջիկայում կարող են ծառայել որպես ծառայություններով պայմանավորված աճի շարժիչ ուժ:

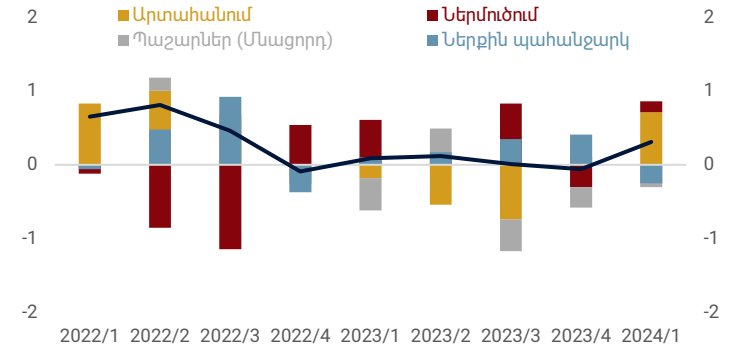
Վերոնշյալ զարգացումներն ուղեկցվել են գնաճի զգալի նվազմամբ՝ պայմանավորված էներգետիկների և պարենային ապրանքների գների նվազումներով: Մասնավոր սպառման ցածր մակարդակի համատեքստում, աշխատաշուկայից ածանցվող ճնշումների պայմաններում, հիմնարար գնաճի ցուցանիշները, հատկապես ծառայությունների գնաճը, վերջին ամիսներին շարունակում են պահպանվել բարձր մակարդակներում (մոտ 4%) (գծապատկեր 3.Ա.6): Չնայած որոշակի թուլացման նախնաշանների արձանագրմանը՝ աշխատաշուկայի գերտաքացած պայմանները պահպանվում են: Գործազրկության մակարդակը շարունակում է մնալ ռեկորդային ցածր մակարդակում (2024 թ. ապրիլին՝ 6.4%), թեև թափուր աշխատատեղերի մակարդակը շարունակում է բարձր մնալ (2023 թ. 4-րդ եռ.՝ 2.7%): Հիմնարար գնաճից փոխանցվող նմանատիպ ճնշումները անորոշություններ են առաջացնում կապված ավելի բարձր և ավելի երկար ժամանակահատվածում («higher for longer») տոկոսադրույքների միջավայրի պահպանման հետ՝ հատկապես հաշվի առնելով աշխատուժի պակասուրդի և արտադրողականության կորստի հետ կապված խնդիրները, որոնք որոշակիորեն սահմանափակել են տնտեսությունում արտադրական կարողությունների աճը: Այսպիսով, չնայած 2024 թ. ընթացքում (աղյուսակ 3.Ա.2.) սպասվող տնտեսական վերականգնմանը՝ Եվրոգոտին, գտնվելով ԱՄՆ-ից շատ ավելի թույլ դիրքում, բախվում է քաղաքականության նմանատիպ մարտահրավերների, որտեղ վարկավորման խիստ պայմանների հետ կապված ռիսկերը, որոնք սովորաբար համահունչ են տնտեսական անկմանը, դեռևս կարող են նյութականանալ և տնտեսության վրա շատ ավելի խոր հետևանքներ ունենալ:

Տնտեսության հեռանկարի շուրջ անորոշությունների բարձր մակարդակը պահպանվում է և կշարունակի պահպանվել, քանի դեռ տնտեսական անկման հետ կապված ներուժային ռիսկերը պահպանվում են: Դա հիմնականում կապված է տնտեսությունում թույլ արդյունաբերության, մրցունակության կորստի, աշխատուժի պակասուրդի և վստահության ցածր մակարդակի հետ, որոնք էլ ավելի են սրում տոկոսադրույքների՝ ավելի բարձր և ավելի երկար ժամանակահատվածում («higher for longer») պահպանման ռիսկերը:

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

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

Նպաստումը, տոկոսային կետ

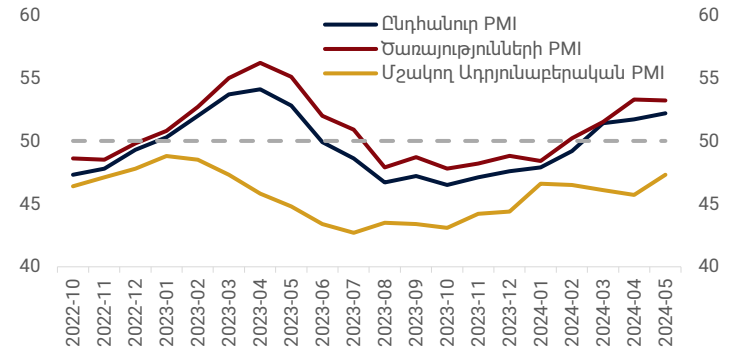


Աղբյուրը՝ Եվրոստատ, Եվրոպական հանձնաժողով
Նշում: 2024 թ. 1-ին եռամսյակի տվյալները նախնական գնահատականներ են:

Չնայած 2024 թ. 1-ին եռամսյակում տնտեսական աճի թույլ վերականգնմանը՝ մշակող արդյունաբերության ճյուղը դեռևս շարունակում է անկում արձանագրել

Գծապատկեր 3.Ա.5. Եվրոգոտու PMI ցուցանիշները

ինդեքս, աճ նախորդ ժամանակաշրջանի նկատմամբ, եթե >50

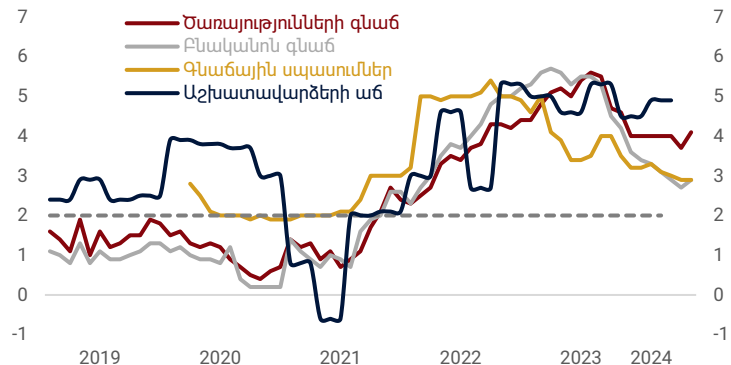


Աղբյուրը՝ S&P Global & Hamburg Commercial Bank

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

Գծապատկեր 3.Ա.6. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները

%, Նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ



Աղբյուրը՝ Եվրոստատ

ՌԴ տնտեսության զարգացումներ

Ռուսաստանի տնտեսությունը, չնայած պատժամիջոցների առկայությանը, 2024 թ. 1-ին եռամսյակում գրանցել է մոտ 5.4% աճ (գծապատկեր 3.Ա.7): Դա պայմանավորված է մեծածախ, մանրածախ առևտրի և ծառայությունների, ինչպես նաև մշակող արդյունաբերության (հատկապես ռազմական ոլորտի) և շինարարության ճյուղերի բարձր ակտիվությամբ: Այնուամենայնիվ, աճի հիմնական շարժիչ ուժը շարունակում է մնալ ներքին պահանջարկը: Բարձր պահանջարկի միջավայրը պայմանավորված է գերտաքացած աշխատաշուկայով, որտեղ գործազրկությունը պահպանվում է ռեկորդային ցածր մակարդակում (ապրիլին՝ 2.6%), իսկ իրական աշխատավարձերը շարունակում են աճել արագ տեմպերով: Այս համատեքստում, ներքին պահանջարկը գերազանցում է տնտեսության արտադրական կարողությունները, իսկ աշխատուժի շարունակական պակասուրդը սահմանափակում է տնտեսության արտադրական կարողությունների հետագա աճը: Այսպիսով՝ հիմնարար գնաճային ճնշումները և գնաճային սպասումները, չնայած վերջին ամիսներին գրանցված որոշակի թուլացմանը, շարունակում են մնալ բարձր մակարդակում (3.Ա.8), ինչը կարող է հանգեցնել դրամավարկային պայմանների հետագա խստացման անհրաժեշտությանը, թեև Ռուսաստանի բանկը հունիսին անփոփոխ է թողել վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը:

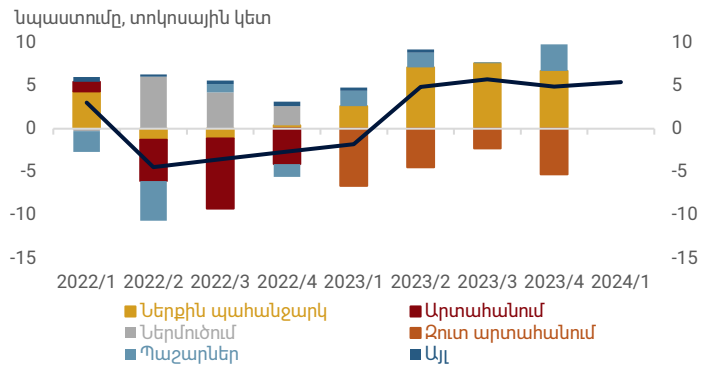
Ռուսաստանի տնտեսության համար բնական, հատկապես նավթագազային ռեսուրսների կարևորությունը, 2022 թ. պատժամիջոցների սահմանումից ի վեր, հանգեցնում է մի շարք ռիսկերի և անորոշությունների: 2024 թվականի սկիզբը հատկանշական էր արևմտյան երկրների կողմից գործող պատժամիջոցների խստացմամբ (մասնավորապես՝ ռուսական նավթի գնի առաստաղի), ռազմավարական նշանակության ոչ նավթագազային արտադրատեսակների (ռսկի, աղամանր, մետաղներ) նկատմամբ լրացուցիչ պատժամիջոցների սահմանմամբ և այն երրորդ երկրների թիրախավորմամբ, որոնք ՌԴ-ի հետ ներգրավված են պատժամիջոցների տակ գտնվող ռազմավարական նշանակության ապրանքների առևտրում: Չնայած մինչ օրս ՌԴ-ին որոշակիորեն հաջողվել է արդյունավետորեն մեղմել պատժամիջոցներից բխող հնարավոր բացասական հետևանքները և պահպանել բյուջեի եկամուտները հավաքագրելու իր կարողությունը՝ ռիսկերի և անորոշությունների մեծացումը նկատվում է ոչ միայն նավթագազային, այլև բյուջեի այլ եկամուտների հատվածներում:

Ռուսաստանում գնաճի և գնաճային սպասումների բարձրացման շուրջ անորոշությունները պայմանավորված են նաև պաշտպանական ծախսերի զգալի աճով և բյուջեի եկամուտների հնարավոր կրճատմամբ, ինչը երկրի ռիսկի հավելավճարի ավելացման համատեքստում առավելապես գնաճային ռիսկեր է պարունակում: Մյուս կողմից՝ լրացուցիչ պատժամիջոցների և արտահանումից ստացվող բյուջեի եկամուտների թիրախավորման հետևանքով հնարավոր է ավելանան տնտեսությունից հավաքագրվող հարկային եկամուտները՝ լրացուցիչ զսպելով համախառն պահանջարկը:

Պատժամիջոցների խստացման հետևանքով միջազգային շուկաներին դժվար հասանելիությունը խնդրահարույց է նաև ներուժային աճի տեսանկյունից: 2023 թ. նշանավորվեց ներդրումների զգալի աճով, որը հանգեցրեց ներմուծվող ապրանքների՝ ներքին արտադրությամբ փոխարինմանը և ռազմական կարիքները հոգալու համար արդյունաբերական և արտադրական կարողությունների և տեխնոլոգիական առաջխաղացմանը: Արդյունքում, պատժամիջոցների խստացման հետևանքով, ՌԴ կարողությունը ռազմավարական ապրանքների ներմուծումը արդյունավետորեն փոխարինելու և տեխնոլոգիական առաջընթաց ապահովելու տեսանկյունից կարող է խթանալ:

Ըստ Ռուսաստանի բանկի՝ համախառն պահանջարկի աճն առաջանցիկ է արտադրական կարողությունների աճի նկատմամբ:

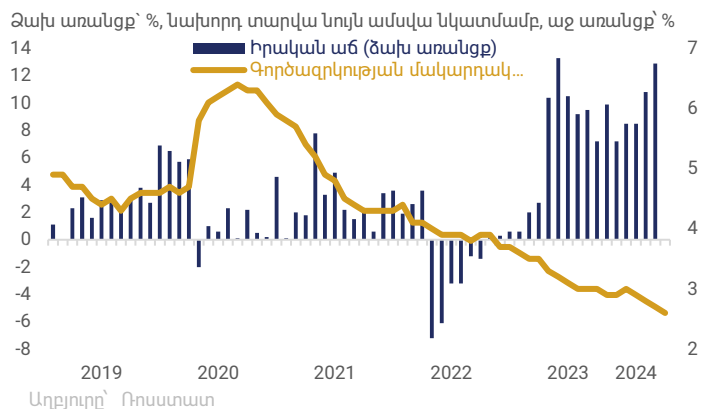
Գծապատկեր 3.Ա.7. Համախառն ներքին արդյունքի իրական աճն ըստ ծախսային բաղադրիչների



Աղբյուրը՝ Ռուսաստանի բանկ, Ռոսստատ
Նշում: 2024/1-ի աճը նախնական գնահատական է:

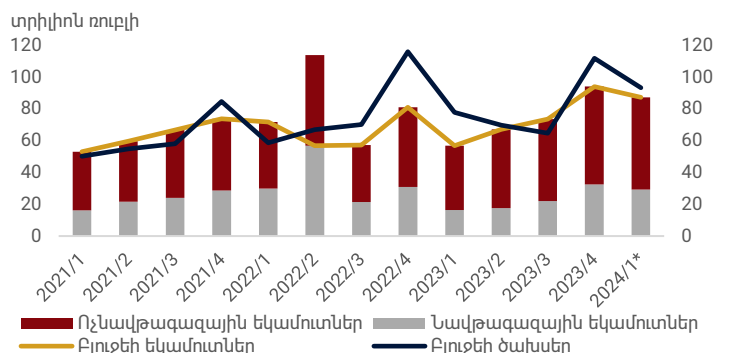
Ցածր գործազրկությունը և աշխատավարձերի բարձր աճն արտացոլում են աշխատուժի առաջարկի պակասուրդը, որը սահմանափակում է արտադրական կարողությունների աճը:

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



Չնայած ՌԴ պատժամիջոցների և պաշտպանության ծախսերի աճի պայմաններում բյուջեի պակասուրդի խորացման կանխմանը՝ պատժամիջոցների խստացումները անորոշություններ են ստեղծում տնտեսական աճի տեսլականի շուրջ:

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



Ապրանքահումքային շուկայի զարգացումներ

Պղինձ. 2023 թ. 3-րդ և 4-րդ եռամսյակների ընթացքում պղնձի համաշխարհային գները շարունակաբար նվազել են՝ պայմանավորված համաշխարհային պահանջարկի դանդաղմամբ, մասնավորապես պղնձի հիմնական սպառող Չինաստանում շինարարության ոլորտում ներդրումների շարունակական կրճատմամբ և եվրոգոտում տնտեսական աճի նվազմամբ: Այնուամենայնիվ, վերջին ամիսներին պղնձի գները վերականգնվել են և մայիսին ձևավորվել վերջին երկու տարիների ամենաբարձր մակարդակում՝ շուրջ 10120 դոլար՝ մեկ տոննայի դիմաց: Շարունակվող արագ անցումը կանաչ տեխնոլոգիաներին, ներառյալ արևային վահանակները, հողմային էներգիայի տուրբինները և էլեկտրական մեքենաները, պղնձի պահանջարկի հիմնական շարժիչ ուժն են: Այս ճյուղերում գների վերջին աճերը հիմնականում պայմանավորվել են 2024 թ. սկզբին մատակարարման շղթաների սահմանափակումներով և խաթարումներով: Այնուամենայնիվ, պղնձի համաշխարհային շուկայի հեռանկարը շարունակում է մնալ զգալի տատանողական՝ պայմանավորված մակրոտնտեսական և տարբեր երկրներին ու ճյուղերին հատուկ միտումներով: Մի կողմից՝ անցումը կանաչ տեխնոլոգիաներին շարունակում է խթանել պահանջարկի աճը, մյուս կողմից՝ շուկայական կարգավորումների և առևտրային խոչընդոտների ավելացումը (ներառյալ ԱՄՆ-ի կողմից Չինաստանում արտադրված էլեկտրական մեքենաների, կիսահաղորդիչների և արևային վահանակների ներմուծման համար վերջերս սահմանված մաքսատուրքերը) հետագա ռիսկերի և անորոշությունների ձևավորման նշանակալի աղբյուր են:

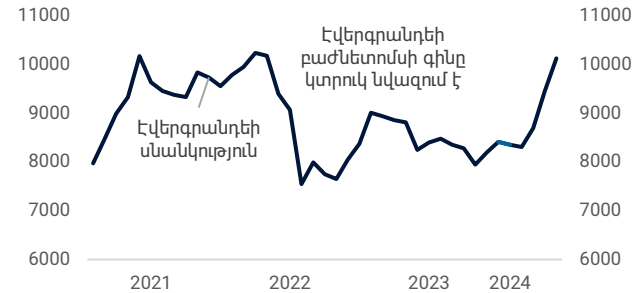
Նավթ. Էներգետիկայի միջազգային գործակալության (IEA) կանխատեսումների համաձայն՝ նավթի համաշխարհային առաջարկը կավելանա ոչ ՕՊԵԿ երկրների կողմից առաջարկի ավելացմամբ, որն ավելի քան կգերազանցի ՕՊԵԿ երկրների կողմից նավթի արդյունահանման պարբերական կրճատումները: Ընդհանուր առմամբ, վերջին շաբաթների ընթացքում նավթի համաշխարհային գները որոշակի նվազել են՝ թույլ համաշխարհային պահանջարկի սպասումների ֆոնին: Արդյունքում՝ մայիսին բրենթ տեսակի նավթի գինը նվազել է և միջինում կազմել 82 ԱՄՆ դոլար՝ մեկ բարելի դիմաց: Չնայած նավթի համաշխարհային առաջարկի աճի սպասումներին՝ Մերձավոր Արևելքում, որին բաժին է ընկնում նավթի համաշխարհային առաջարկի մեկ քառորդը, աշխարհաքաղաքական անորոշությունների պահպանումը շարունակում է նավթի համաշխարհային գների հնարավոր աճի և տատանողականության ավելացման ռիսկեր պարունակել: Վերոնշյալ ռիսկերը, ինչպես նաև համաշխարհային պահանջարկի հնարավոր զարգացումը շարունակում են անորոշություններ ձևավորել նավթի համաշխարհային գների հետագա ուղեգծի վերաբերյալ:

Պարենային ապրանքներ. Պարենի միջազգային գների (FAO) ինդեքսը 2024 թ. մայիսին կազմել է 120,4 (1,1 միավոր աճ ապրիլի համեմատությամբ): Գների որոշակի աճին նպաստել է հացահատիկային ապրանքների և կաթնամթերքի աճը, որը գերազանցել է շաքարավազի և բուսական յուղերի գների անկմանը: Վերջին ամիսներին նկատվել է մսի գների որոշակի աճ, որը պայմանավորված է եղել համաշխարհային կայուն և բարձր պահանջարկով և արտադրության մարտահրավերներով՝ պայմանավորված կենդանիների առողջությանն առնչվող խնդիրներով: Թեև պարենային ապրանքների գները, ընդհանուր առմամբ, մնում են նախորդ երկու տարիների մակարդակից էականորեն ցածր (մայիսին նկատվել է գների տ/տ 3,4% նվազում), վերջին ամիսների աճը նախանշում է պարենային ապրանքների գների նվազման փուլի հնարավոր ավարտի ռիսկերը: Ավելին՝ մատակարարման շղթաների խաթարումների պահպանվող ռիսկերը, այդ թվում՝ Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական լարվածության հետ կապված, շարունակում են ավելացնել Հայաստան ներմուծվող սննդամթերքի գների աճի ռիսկերը:

Կանաչ տնտեսության անցման պայմաններում համաշխարհային պահանջարկի կայուն աճը, ինչպես նաև առաջարկի հետ կապված անորոշությունները պայմանավորում են պղնձի գների աճը:

Գծապատկեր 3.Ա.10. Պղնձի համաշխարհային գներ

ԱՄՆ դոլար՝ 1 տոննայի դիմաց



Աղբյուր՝ Դաշնային պահուստի տնտեսական տվյալները (FRED)

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

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

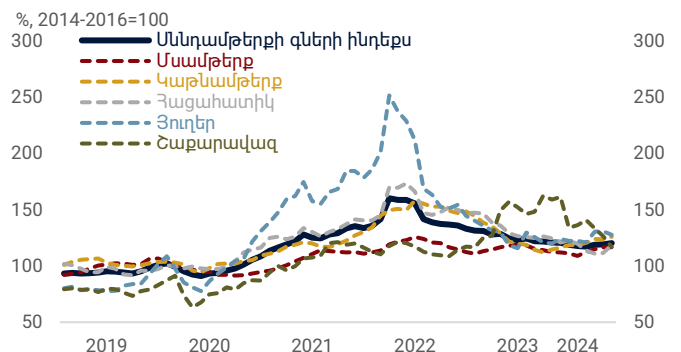
ԱՄՆ դոլար՝ 1 բարելի դիմաց



Աղբյուր՝ Դաշնային պահուստի տնտեսական տվյալները (FRED)

Առաջարկի/պահանջարկի հետհամավարակային կարգավորման արդյունքում պարենի համաշխարհային գների աճը դանդաղել է, սակայն գնանկումային ճնշումները կարող են չպահպանվել:

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



Աղբյուր՝ Միացյալ ազգերի պարենի և գյուղատնտեսության կազմակերպություն (FAO)

Ներդիր 1. Հատուկ ուսումնասիրություն ԱՄՆ-ի չեզոք տոկոսադրույքների վերաբերյալ

Չեզոք տոկոսադրույքը իրական տոկոսադրույքի այն մակարդակն է, որը չի խաթարում տնտեսության ընդհանուր հավասարակշռությունը պարբերաբաշխանային տատանումների բացակայության դեպքում։ Երբ ՀՆԱ-ն ներուժային աճին մոտ է, խնայողությունները և ներդրումները հավասարակշռվում և վիճակում են, գնաճային միջավայրը կայուն է, և տնտեսությունը գործում է լիարժեք՝ զբաղվածության մակարդակում։ Այլ կերպ ասած՝ չեզոք տոկոսադրույքի մակարդակը համահունչ է համախառն պահանջարկի և առաջարկի հաշվեկշռվածության վիճակին և կայուն գնաճին։ Եթե ԿԲ տոկոսադրույքն ավելի բարձր է, քան չեզոք տոկոսադրույքը, ապա դրամավարկային քաղաքականությունը համարվում է զսպող, հակառակ դեպքում՝ խթանող։ Հետևաբար, քաղաքականությունը մշակողների համար կարևոր է չեզոք տոկոսադրույքի մակարդակի և դրա փոփոխությունը պայմանավորող գործոնների վերաբերյալ պատկերացում ունենալը։ Այնուհանդերձ, չեզոք տոկոսադրույքը չդիտարկվող փոփոխական է, և վերջինիս գնահատականի շուրջ կան էական անորոշություններ։ Քանի որ չեզոք տոկոսադրույքները պայմանավորող հիմնարար գործոնների վերաբերյալ ենթադրությունները բազմազան են և պահանջում են տնտեսագիտական լուրջ դատողություններ, դրա գնահատականները սովորաբար տարբերվում են կախված աղբյուրից (գծապատկեր Ն.1.1)։ Օրինակ՝ երկարաժամկետ անվանական տոկոսադրույքի վերաբերյալ ԴԴՀ կանխատեսումը 2.5%-ի շուրջ է։ Եթե վերոնշյալից նվազեցնենք 2% գնաճի թիրախը, ապա ենթադրվում է, որ երկարաժամկետ իրական չեզոք տոկոսադրույքը ԱՄՆ-ում, ըստ ԴԴՀ-ի, գնահատվում է 0.5%-ի շուրջ։ Մյուս կողմից՝ տնտեսագիտական աշխարհի հայտնի Holston-Laubach-William մեթոդով գնահատվող ԱՄՆ-ի չեզոք տոկոսադրույքի վերաբերյալ գնահատականը ենթադրում է փոքր-ինչ բարձր մակարդակ՝ 0.7%, իսկ ֆինանսական շուկաներից (երկարաժամկետ անվանական տոկոսադրույքներից) դուրս բերված գնահատականը տատանվում է 1.0-1.5% միջակայքում կախված իրացվելիության հավելվածարների վերաբերյալ ենթադրություններից։ ԴԴՀ-ի և որոշ այլ գնահատականների համեմատությամբ շուկաների և որոշ տնտեսագետների (Լարի Սամբսի և այլոց)՝ ԱՄՆ-ի չեզոք տոկոսադրույքի առավել բարձր մակարդակի գնահատականը մատնանշում է այն հիմնարար գործոնների վերաբերյալ անորոշությունները, որոնք պայմանավորում են չեզոք տոկոսադրույքի մակարդակը։ Հաշվի առնելով վերոնշյալը՝ քաղաքականություն իրականացնողները պետք է զգույշ լինեն չեզոք տոկոսադրույքը, քաղաքականության դիրքը սահմանելու և որպես հստակ ուղղորդիչ օգտագործելու հարցում և հաշվի առնեն չեզոք տոկոսադրույքի գնահատականի շուրջ անորոշությունը՝ քաղաքականության սխալների հավանականությունը փոքրացնելու համար։

Չեզոք տոկոսադրույքի մակարդակը պայմանավորող գործոնների թվին են դասվում արտադրողականության աճը, ժողովրդագրական շարժերը, կապիտալի միջազգային հոսքերը, շուկայական կարգավորումները և այլն, իսկ այս գործոններից յուրաքանչյուրի շուրջ անորոշությունները զգալիորեն մեծ են։ Անդրադառնալով ԱՄՆ-ի չեզոք տոկոսադրույքի զարգացումներին՝ հարկ է նշել, որ, ըստ տարբեր գնահատականների, վերջին երկու տասնամյակների ընթացքում ԱՄՆ-ի չեզոք տոկոսադրույքի մակարդակը, ընդհանուր առմամբ, էական նվազել է։ 2010-ականների վերջին գնահատականները տատանվում էին 0.5-ից մինչև 1.0% միջակայքում՝ նախկին 3.0-3.5%-ի փոխարեն։ Չեզոք տոկոսադրույքի աստիճանական նվազումը, ըստ էության, պայմանավորված էր մի շարք գործոններով, ներառյալ ԱՄՆ-ում արտադրողականության աճի դանդաղման և բնակչության ծերացման գործընթացով, որի պարագայում կյանքի առավել երկար տևողությունը և արտադրողականության աճի դանդաղումն անհրաժեշտ են դարձնում խնայողությունների մեծացումը՝ կենսաթոշակային տարիքին անցնելու համար։ Չեզոք տոկոսադրույքի նվազմանը նպաստել էր նաև գլոբալ խնայողությունների ավելցուկը՝ մեծապես դրևորված Չինաստանում և ասիական այլ երկրներում։ Չեզոք տոկոսադրույքի նվազմանը նպաստել էր նաև արտադրողականության ավանդական գործիքակազմի բացակայությանը, այլ ոչ թե բարձր գնաճային միջավայրի պահպանմանը։ Ավելին, նմանատիպ իրավիճակը առաջացնում էր զգալիորեն ցածր գնանկումային միջավայրի պահպանման մտավախություն (գնանկումային ծուղակ) և գնաճային սպասումների չափազանց ցածր մակարդակում խարսխված լինելու ռիսկեր, որը հետագայում կարող էր սահմանափակել տնտեսական աճը։

Այնուամենայնիվ, Քովիդ-19 համավարակից հետո առաջացած իրավիճակը կրկին տեղից տվեց առավել բարձր չեզոք տոկոսադրույքի վերաբերյալ հանրային քննարկումների վերսկսմանը։ Առաջարկի շարունակական ցնցումները և արժեզրեանքների խաթարումները, զուգորդված պահանջարկի՝ սպասվածից առավել արագ վերականգնմամբ, որին նպաստեցին նաև աննախադեպ խթանող հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականությունները, հանգեցրին մինչ օրս պահպանվող բարձր գնաճային միջավայրին։ Չնայած ԱՄՆ ԴԴՀ-ն ձեռնամուխ եղավ դրամավարկային քաղաքականության շարունակական խստացմանը՝ տոկոսադրույքները հասցնելով վերջին տասնամյակների կտրվածքով աննախադեպ բարձր մակարդակների, այնուհանդերձ գնաճը թիրախային մակարդակին մոտեցնելու կայուն և շուտափելի արդյունքները դեռևս բացակայում են։ ԱՄՆ-ում ներքին պահանջարկը և սպառումը շարունակում են մնալ բարձր, իսկ աշխատաշուկան՝ «գերտաքացած»՝ նպաստելով դեռևս բարձր գնաճային միջավայրի պահպանմանը։ Վերջինս ևս վկայում է այն մասին, որ չեզոք տոկոսադրույքը դեռևս տարբեր կենտրոնական բանկերի և ԴԴՀ գնահատականներից առավել բարձր մակարդակում է և ԱՄՆ-ի դրամավարկային քաղաքականությունը ներկայումս այդքան էլ զսպող չէ։

Ներկայումս թե՛ կարճաժամկետ և թե՛ երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքները, ամենայն հավանականությամբ, բարձրացել են, և կան առավել բարձր մակարդակում գտնվելու և պահպանվելու ռիսկեր։ Չնայած ԱՄՆ-ի ԴԴՀ վարած զսպող քաղաքականությանը՝ պահանջարկի և սպառման վրա հիմնված շարունակվող բարձր տնտեսական աճը, գերտաքացած աշխատանքի շուկան, զուգորդված համաշխարհային արժեզրեանքների խաթարումների հետևանքով պարբերական առաջարկի շուկայում, վկայում են կարճաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքի հավանական բարձրացման մասին։ Վերջինս շուկայի սպասումների համեմատությամբ ենթադրում է քաղաքականության տոկոսադրույքի առավել բարձր մակարդակում պահպանում գների կայունության նպատակի իրագործման համար։ Մյուս կողմից՝ ԱՄՆ-ի պետական պարտքի շարունակական ավելացումը, ասիական երկրների խնայողությունների նվազումը (որը նաև արտացոլվել է ԱՄՆ-ի պետական պարտատոմսերի առավել թույլ պահանջարկով և Չինաստանի կողմից զուտ վաճառքով), ինչպես նաև շարունակաբար խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականությունը և մասշտաբային պետական ներդրումները ԱՄՆ-ում և ԵՄ-ում նույնպես վկայում են երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքի առավել բարձր մակարդակի մասին։ Խնայողությունների և ներդրումների առաջարկի ու պահանջարկի նմանօրինակ տեղաշարժերը մեծ մասամբ հակառակ պատկերն են այն գործոնների, որոնք հանգեցրին չեզոք տոկոսադրույքների նվազմանը Great Moderation-ի ժամանակ։

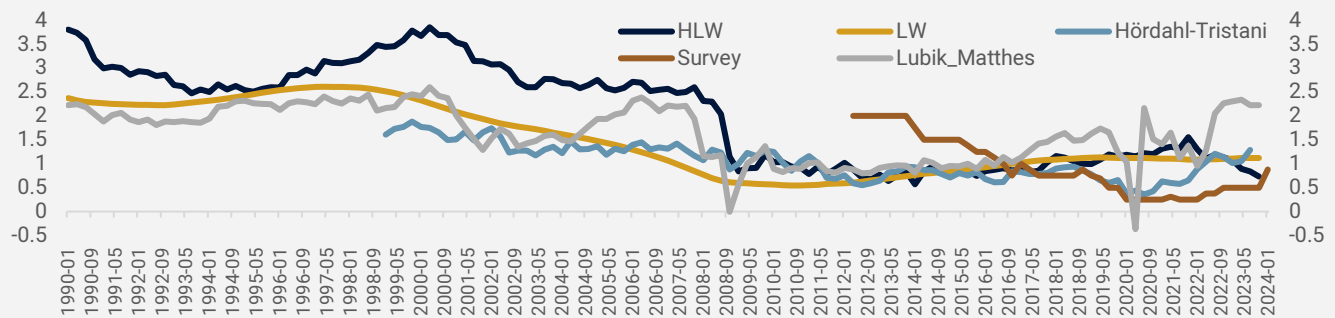
Չնայած վերջին տարիներին կարճաժամկետ և երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքների հավանական բարձրացմանը՝ դրանց գնահատականների և ապագա ուղեգծի շուրջ զգալի անորոշությունները պահպանվում են։ Բարձրացման ուղղությամբ ճնշումները կարող են էական լինել և չեզոքացնել այն երկարաժամկետ գործոնները, որոնք տարիներ։

Ներդիր 1. Հատուկ թեմա ԱՄՆ-ի չեզոք տոկոսադրույքների վերաբերյալ (շարունակություն)

շարունակ նպաստում էին չեզոք տոկոսադրույքի նվազմանը: Ավելին, չեզոք տոկոսադրույքի բարձրացմանը նպաստող գործոնների վերաբերյալ ռիսկերը, այն է՝ առևտրային պատերազմները և ապագայում ապահովագրության միտումները (առաջարկի շարունակական շուկեր և խաթարումներ), առավել ցածր խնայողությունների մակարդակը, որը հանգեցնում է պետական պարտատոմսերի պահանջարկի անկմանը, ինչպես նաև մասշտաբային պետական և մասնավոր ներդրումները ԱՄՆ-ում և ԵՄ-ում ենթադրաբար դեռևս ամբողջությամբ չեն գնանշվել ֆինանսական շուկաներում: Ի յուրմե իրական չեզոք տոկոսադրույքի՝ վերևի ուղղությամբ հնարավոր զարգացումներին, առկա են ռիսկեր նաև անվանական երկարաժամկետ տոկոսադրույքների առավել բարձր մակարդակում պահպանման տեսանկյունից: Դա պայմանավորված է գնաճի և տոկոսադրույքների տատանողականության վերաբերյալ անորոշությունների մեծացման պարագայում իրացվելիության հավելավճարի (term premia) ավելացմամբ, ինչը հավելյալ ռիսկեր է ստեղծում նաև պետական պարտքի սպասարկման և կայունության տեսանկյունից:

Անշուշտ, չեզոք տոկոսադրույքի վերաբերյալ անորոշությունը մարտահրավեր է դրամավարկային քաղաքականություն իրականացնողների համար: Ինչպես նշում է ԴԴՀ Նախագահ Ջեյմս Գալլերը. «Նավարկելիս աստղերով կողմնորոշվելը դժվար է՝ հատկապես «ամպամած երկնքի» պարագայում»: Թեև չեզոք տոկոսադրույքն օգտակար գործիք է՝ տնտեսական պայմանների վերաբերյալ հիմնարար գործոնները հասկանալու և հաղորդակցելու համար, այնուամենայնիվ, քաղաքականություն իրականացնելու համատեքստում առաջնային մտահոգությունը ոչ թե չեզոք տոկոսադրույքի ճշգրիտ գնահատումն է, այլ քաղաքականության խելամիտ վերլուծական համակարգով ուղղորդվելը, ինչը կօգնի հասկանալու և հաղորդակցելու չեզոք տոկոսադրույքի և վերջինս պայմանավորող հիմնարար գործոնների գնահատման գործընթացում առկա անորոշությունները: Քաղաքականություն մշակողների կողմից վերոնշյալ անորոշությունների նկատմամբ ոչ բավարար ուշադրությունը և, ըստ այդմ, չեզոք տոկոսադրույքի հնարավոր վերընթաց տեղաշարժերին դիմակայելու փորձերը կարող են հանգեցնել քաղաքականության լուրջ սխալների և հասարակության բարեկեցության տեսանկյունից լուրջ հետևանքներ ունենալ:

Figure Ն.1.1. Չեզոք տոկոսադրույքի գնահատականների շուրջ անորոշությունները



Աղբյուր՝ NY FED, Richmond FED, Hordahl and Tristani (2014), NY FED Survey of Primary Dealers (SPD)

Հարցում: Նյու Յորքի ԴԴՀ առաջնային դիլերների հետազոտությունից (SPD) ստացվող երկարաժամկետ քաղաքականության տոկոսադրույքի և գնաճի աստատիվ մակարդակների տատանողականություն

Աղյուսակ 3.Ա.1. Հումքատեսակների համաշխարհային գների կանխատեսումներ

Աղբյուր/թեմա Ամսաթիվ	Նավթ (Brent, դոլար/բարել)			Պղինձ (դոլար/տոննա)			ՀՔ պարենի համ. գների կանխատեսում (տարեկան աճ)		
	ԱՄՆ Մյու- 24	ՀՔ Ապր- 23	Կոնսենսուս Հունվ- 24	ՀՔ Հոկտ- 23	ՌԷԵ Դեկտ- 23	Կոնսենսուս Հունվ- 24	Նավթ և սնունդ Ապր- 24	Հացահատիկ Ապր- 24	Այլ պարեն Ապր- 24
2024	88	84.0	83.6	8900	8340	8990	-7.3	-11.3	2.1
2025	85	80.0	80.0	8800	8830	9400	-4.9	-3.8	-2.8

Աղբյուր՝ ԷՏԳ, ՀՔ, Բլումբերգ, ՌԷԵ, ԱՄՆ

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

Աղբյուր	ԱՄՆ					ԵՄ						ՌԴ				
	ԱՄՆ	ՀԲ	ՏՀԶԿ	ԴԴՀ	Կոնսենսուս	ԱՄՆ	ՀԲ	ՏՀԶԿ	ԵՀ	ԵԿԲ	Կոնսենսուս	ԱՄՆ	ՀԲ	ՏՀԶԿ	ՌԿԲ	Կոնսենսուս
Ամսաթիվ	Ապր-24	Հնվ-24	Փետր-24	Մրտ-24	Մյս-24	Ապր-24	Հնվ-24	Փետր-24	Մյս-24	Ապր-2ձ	Մյս-24	Ապր-24	Հնվ-24	Փետր-24	Ապր-24	Մյս-24
Տնտեսական աճ (տարեկան, %)																
2023 (Փ*)					2.5					0.5					3.6	
2024	2.7	1.6	2.1	2.1	2.4	0.8	0.7	0.6	0.8	0.6	0.6	3.2	2.2	1.8	3	2.5
2025	1.9	1.7	1.7	2.0	1.7	1.5	1.6	1.3	1.5	1.5	1.4	1.8	1.1	1.0	1.5	1.2
2026	2.1	-	-	2.0	2.0	1.7	-	-	-	1.6	1.4	1.0	-	-	2	1.3
Գնաճ (տարեկան, %)																
2023 (Փ*)					3.4					2.9					7.4	
2024	2.9	-	2.2	2.4	3.1	2.4	-	2.6	2.7	2.3	2.4	6.9	-	7.2	6.3	6.8
2025	2.0	-	2.0	2.2	2.4	2.1	-	2.2	2.2	2.0	2.1	4.5	-	5.3	4.0	5.0
2026	2.1	-	-	2.0	2.3	1.9	-	-	-	1.9	1.9	4.0	-	-	4.0	4.2

* Փաստացի

Աղբյուր՝ Արժույթի միջազգային հիմնադրամ (ԱՄՀ), Համաշխարհային բանկ (ՀՔ), ՏՀԶԿ, ԱՄՆ ԴԴՀ, ԵՄ ԿԲ, Բլումբերգ

Բ. Ներքին պահանջարկի միջավայր

Համախառն ներքին արդյունք

2024 թ. 1-ին եռամսյակում տնտեսական աճը պահպանվել է բարձր մակարդակում (տ/տ 9.2%), ինչը, սակայն, կենտրոնացված է եղել հիմնականում առևտրի (տ/տ 25.1%), ֆինանսական (տ/տ 17.2%) և արդյունաբերության ճյուղերում (տ/տ 17.3%): Գյուղատնտեսության ճյուղում արձանագրվել է աճի որոշակի վերականգնում (տ/տ 4.4%), իսկ շինարարության ճյուղում բարձր աճը պահպանվել է (տ/տ 12.4%): Տնտեսական աճի պահպանումը երկարաժամկետ կայուն աճից բավականին բարձր մակարդակում և վերջինիս ոչ ներառական բնույթը անորոշություններ և ռիսկեր է ստեղծում համախառն առաջարկի և պահանջարկի հարաբերական դիրքերի գնահատման առումով: Տեղեկատվության և կապի ճյուղում, նախորդ տարիների բարձր աճից հետո, 2024 թ. առաջին եռամսյակում արձանագրվել է նվազում: Հաշվի առնելով ՏՏ ոլորտի կարևորությունը ՀՆԱ ներուժի և արտահանման կարողությունների ձևավորման գործընթացում վերջինիս նվազման ուղղությամբ ճշգրտումը կարող է միջնաժամկետ հատվածում հետևանքներ ունենալ: Այնուամենայնիվ, համատարած անկման հստակ նախանշանները դեռևս բացակայում են, քանի որ վերջինիս դանդաղման հիմքում նաև արհեստական բանականության և համաշխարհային զարգացման միտումներն են: Ուստի ճյուղում կառուցվածքային տեղաշարժերն անխուսափելի են: Ծառայությունների ճյուղում հիմնական շարժիչ ուժը հանդիսացել է առևտրի ճյուղը, ինչը կարող է մեկնաբանվել և՛ առաջարկի համեմատությամբ պահանջարկի առաջանցիկ աճով, և՛ վերաարտահանման գործընթացով: Մշակող արդյունաբերության ճյուղի բարձր աճը չի ենթադրում լայնամասշտաբ եկամուտների աճ, քանի որ վերջինս հիմնականում կենտրոնացած է եղել ոսկերչական իրերի արտադրության ճյուղում, իսկ մի շարք եթաճյուղերում արձանագրվել են թողարկման որոշակի նվազումներ:

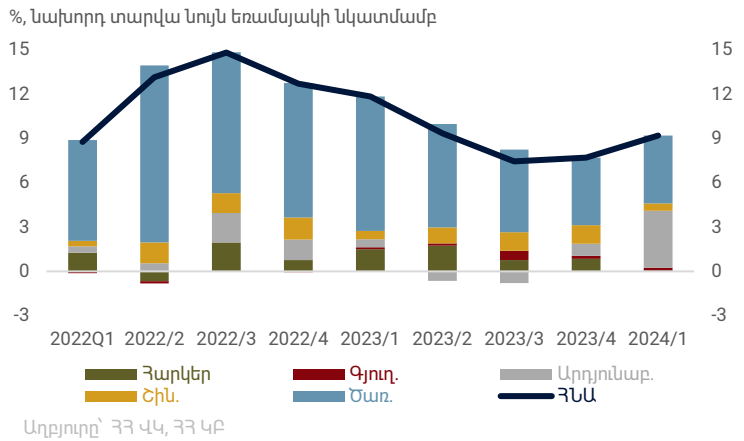
2022 թ-ից միջազգային այցելուների մասով դիտարկվող բարձր արտաքին պահանջարկը 2024 թվականին աստիճանաբար թուլացել է, ինչի մասին է վկայում մեկ զբոսաշրջիկի հաշվով իրական ծախսերի և զբոսաշրջիկների ներհոսքի ճշգրտումը (գծապատկեր 3.Բ.2): Հաշվի առնելով ՀՀ ժամանող զբոսաշրջիկների ծախսերի երկրները, միջնաժամկետ հատվածում ՌԴ տնտեսության և տարածաշրջանային հնարավոր զարգացումները կարող են ռիսկեր պարունակել զբոսաշրջության դանդաղման տեսանկյունից՝ արտահայտվելով տնտեսական ակտիվության և արտահանման աճի հետագա դանդաղմամբ:

2024 թ. երկրորդ եռամսյակում ՀՆԱ ճեղքվածքը գնահատվում է փոքր դրական (գծապատկեր 3.Բ.2), թեև անորոշություններն այդ գործընթացում պահպանվում են: Տնտեսական աճը շարունակում է մնալ երկարաժամկետ ներուժից բարձր մակարդակում, ինչը կարող է որոշակի ազդակներ պարունակել ավելցուկային պահանջարկի վերաբերյալ: Մյուս կողմից՝ տնտեսական աճի ոչ ներառական և կենտրոնացված լինելու հանգամանքը կարող է վկայել թույլ սպառման մասին և արտահայտել տնտեսությունում համախառն պահանջարկի և առաջարկի միջև համեմատաբար փոքր անհաշվեկշռվածությունը կամ նույնիսկ՝ բացասական ճեղքվածքը: Միևնույն ժամանակ, պարբերաշրջանային արժևորված իրական արդյունավետ փոխարժեքը (գծապատկեր 3.Բ.7) նույնպես ազդեցություն է

ունեցել արտաքին ավելցուկային պահանջարկի զսպման ուղղությամբ:

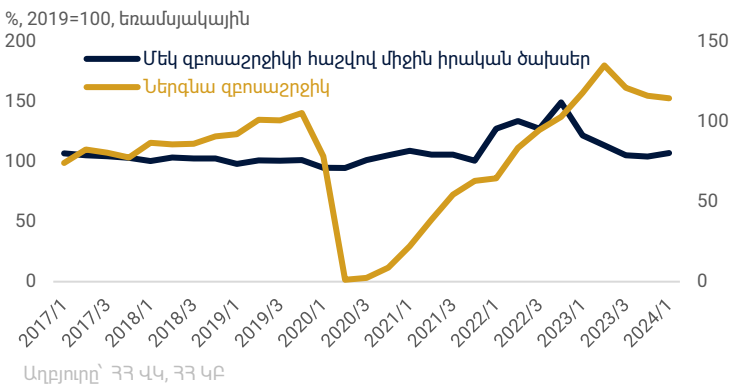
Ոչ ներառական տնտեսական աճը, հիմնականում կենտրոնացված առևտրի և արդյունաբերության ճյուղերում, ներքին պահանջարկի պայմանների վերաբերյալ անորոշություններ է առաջացնում:

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



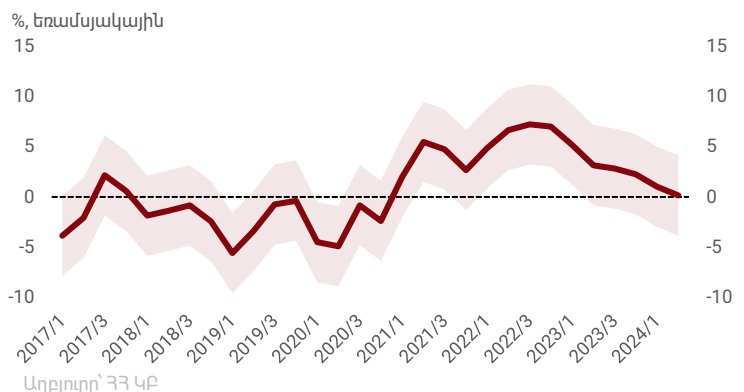
Ժամանող զբոսաշրջիկների և՛ քանակը, և՛ միջին ծախսերը կայունացել են:

Գծապատկեր 3.Բ.2. Մեկ զբոսաշրջիկի հաշվով իրական ծախսերը



Համախառն պահանջարկը շարունակում է աճել համախառն առաջարկից առաջանցիկ տեմպով:

Գծապատկեր 3.Բ.3. ՀՆԱ ճեղքվածքը



Սպառում և ներդրումներ

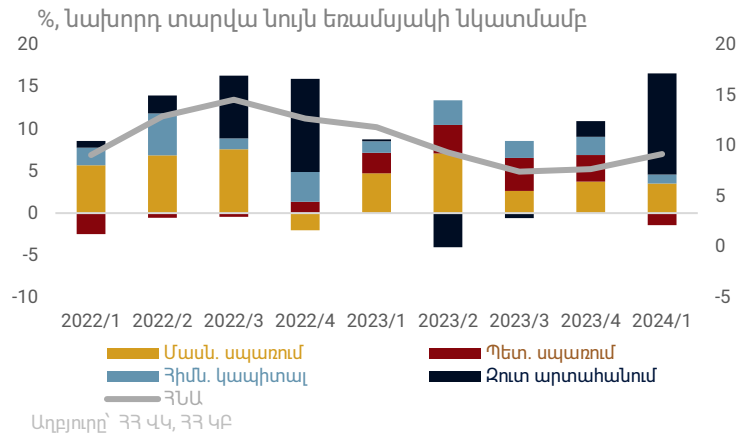
2024 թ. 1-ին եռամսյակում համախառն սպառման աճը պայմանավորված է եղել մասնավոր սպառման աճով՝ պետական սպառման նվազման պայմաններում (գծապատկեր 3.Բ.4): Մասնավոր սպառումը, 2023 թ. արագացումից հետո, որոշակիորեն թուլացել է՝ 2024 թ. 1-ին եռամսյակում գրանցելով տ/տ 4.6% աճ: Համախառն ներդրումների աճը շարունակում է պահպանվել բարձր մակարդակում, ինչը հիմնականում պայմանավորված է պետական ներդրումների ավելացմամբ: Միևնույն ժամանակ, թեև մասնավոր ներդրումները որոշակիորեն նվազել են, սակայն անշարժ գույքի շուկա ուղղված մասնավոր ներդրումները պահպանվում են բարձր մակարդակում: Նախորդ տարիներին կուտակված խնայողությունների պայմաններում առկա են մասնավոր ներդրումների և մասնավոր սպառման արագացման որոշակի ռիսկեր, ինչը, կախված վերջիններիս հարաբերական ուժգնությունից, տարբեր հետևանքներ կարող է ունենալ տնտեսության առաջարկի և պահանջարկի հաշվեկշռության տեսանկյունից (գծապատկեր 3.Բ.3): Այս համատեքստում տրամադրվող շինարարական թույլտվությունների բարձր մակարդակը վկայում է մասնավոր ներդրումների հետագա բարձր աճի պահպանման մասին (գծապատկեր 3.Բ.6): Մյուս կողմից՝ 1-ին եռամսյակում ներդրումային ապրանքների ներմուծման որոշակի դանդաղումը վկայում է դրանց հնարավոր հետաձգման մասին:

Առաջիկայում հիմնական անորոշությունները վերաբերում են ներքին պահանջարկի հետագա զարգացումներին: Մի կողմից՝ ներքին պահանջարկի հետագա աճը կարող է պայմանավորված լինել մասնավոր հատվածում նախկինում կուտակված խնայողությունների ծախսմամբ, ինչպես նաև պարտքի բեռի կրճատմամբ և վարկավորման հետագա ներուժի աճով: Նման սցենարի պարագայում նշված գործոնները կարող են ավելացնել պահանջարկի ճնշումները տնտեսությունում (հատկապես եթե տնտեսությունը մոտ է կամ որոշակի բարձր ՀՆԱ ներուժից) և սահմանափակել հիմնարար գնաճի ու գնաճային սպասումների ճշգրտումը: Մյուս կողմից՝ եկամուտների աճի ոչ ներառական բնույթը ռիսկեր է առաջացնում թույլ պահանջարկի ձևավորման առումով, որի ազդակներն արտահայտվում են վերջին եռամսյակների ընթացքում սպառման աճի դանդաղմամբ: Այսպիսի սցենարի պարագայում այս գործոնները կարող են թուլացնել պահանջարկի հարաբերական դիրքը երկարաժամկետ տնտեսական աճի համեմատությամբ: Մեկ այլ կարևոր նկատառում կապված է Արցախից բռնի տեղահանված բնակչության ներհոսքի՝ համախառն պահանջարկի վրա ունեցած ազդեցության հետ: Նրանց ինտեգրումը խթանելու սոցիալ-տնտեսական աջակցության ծրագրերը կարճաժամկետում որոշակի դրական ազդեցություն կարող են ունենալ համախառն պահանջարկի վրա, իսկ ինտեգրումը ՀՀ աշխատաշուկային կարող է նաև կարևոր ազդեցություն ունենալ պահանջարկի և առաջարկի հավասարակշռման գործընթացում:

Ֆիզիկական անձանց դրամական փոխանցումների նվազումը շարունակվել է 2024 թ. առաջին եռամսյակում (գծապատկեր 3.Բ.5)՝ պայմանավորված հիմնական գործընկեր երկրներում տնտեսական ակտիվության դանդաղմամբ, ինչպես նաև 2024 թ. տարեկան ռուբլու՝ ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ արժեզրկմամբ: Միևնույն ժամանակ, Հայաստանի և Ռուսաստանի շինարարության ոլորտների միջև աշխատավարձերի տարբերության կրճատումը (գծապատկեր 3.Գ.3), ինչպես նաև սեզոնային աշխատանքային միգրանտների եկամուտների հնարավոր հարկումը կարող են ստեղծել սեզոնային միգրացիայի և դրամական փոխանցումների աճի դանդաղման ռիսկեր, ինչը ներքին սպառման վրա կունենա նվազման ուղղությամբ որոշակի ճնշումներ:

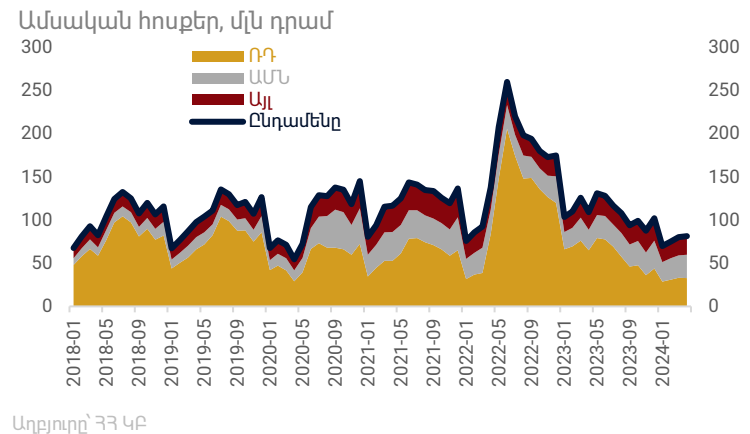
Վերջին շրջանում ոչ ներառական տնտեսական աճը պարունակում է սպառման և պահանջարկի ներքևի ուղղությամբ ռիսկեր

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



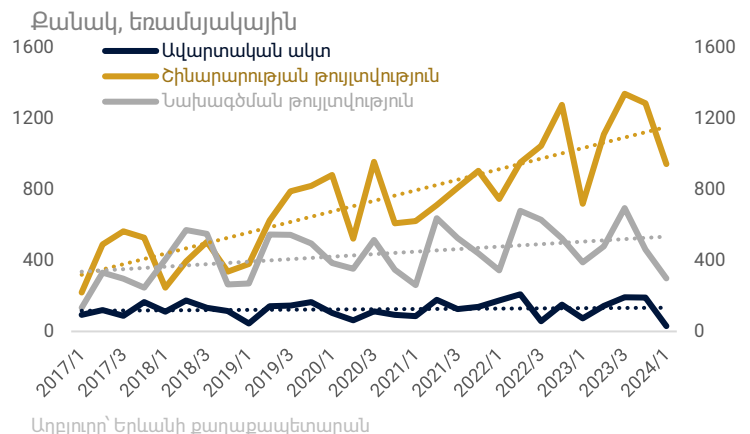
Ոչ առևտրային փոխանցումներն էականորեն նվազել են 2022 թ. բարձր մակարդակից:

Գծապատկեր 3.Բ.5. Դրամական փոխանցումներն ըստ ծագման երկրի



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

Գծապատկեր 3.Բ.6. Շինարարական թույլտվությունների քանակը երևանում



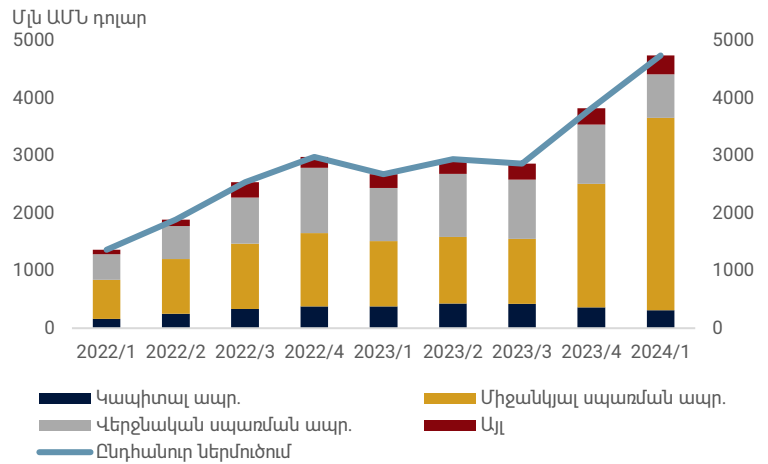
Արտաքին առևտուր և պահանջարկ

2024 թ. 1-ին եռամսյակում արձանագրվել է արտահանման և ներմուծման անսխադեպ բարձր աճ, ինչը մեծապես պայմանավորված է որոշ ոլորտներում առևտրային գործունեության աճով: Միևնույն ժամանակ, ներքին արտադրության ապրանքների նկատմամբ արտաքին բարձր պահանջարկը շարունակում է արտահայտվել այս ապրանքների արտահանման՝ նախորդ տարիների մակարդակի պահպանմամբ, չնայած որոշ ապրանքախմբերի մասով որոշակի ճգնաժամներ են տեղի ունենում: Ներմուծվող ապրանքների նկատմամբ պահանջարկը, չնայած վերջին տարիներին կուտակված խնայողությունների բարձր մակարդակին և ընթացիկ բարձր տնտեսական աճին, որոշակի թուլացել է: Դա արտահայտվել է վերջնական սպառման և կապիտալ ապրանքների դոլարային արժեքի նվազմամբ, ինչը կարող է արտացոլել ընդհանուր առմամբ թույլ պահանջարկի պայմանները: Միևնույն ժամանակ, բարձր եկամուտների ձևավորման պայմաններում տեղի են ունենում սպառողների նախընտրության փոփոխություններ ապրանքների սպառումից դեպի ծառայությունների սպառում: Կապիտալ ապրանքների նվազման հնարավոր պատճառներն են տարածաշրջանային հետագա զարգացման հեռանկարի անորոշությունները, ինչպես նաև որոշ ներդրումային ծրագրերի ավարտը: Այս պայմաններում ներքին պահանջարկի հետագա գնահատման անորոշությունները ավելի են սրվում:

Իրական արդյունավետ փոխարժեքը 2024 թ. 2-րդ եռամսյակում որոշակիորեն արժևորվել է՝ պայմանավորված ԶՀ դրամի անվանական փոխարժեքի արժևորմամբ: Այստեղ հիմնական անորոշությունները վերաբերում են արտաքին անհաշվեկշռվածությունների կայունացման և ավելցուկային պահանջարկի կլանման գործընթացում պարբերաշրջանային արժևորված փոխարժեքի դերին: Եվրասիական տարածաշրջանում աշխարհաքաղաքական զարգացումների ֆոնին 2022 թվականից ի վեր արտաքին պահանջարկի ավելացումը, կապիտալի և աշխատուժի ներհոսքը, զբոսաշրջության բարձր ներհոսքը և ՏՏ ծառայությունների արտահանումը նպաստել են իրական արդյունավետ փոխարժեքի զգալի արժևորմանը (տես գծապատկեր 3.Բ. 8), մինչդեռ 2023 թվականից գործընկեր երկրների գնաճի համեմատությամբ ԶՀ տնտեսության ցածր գնաճը նպաստել է արժևորման տեմպերի դանդաղմանը: Եվ թե իրական արդյունավետ փոխարժեքի արժևորումը մեծ մասամբ պարբերաշրջանային բնույթ է կրում, ապա դրա ճգնաժամն անխուսափելիորեն կարտացոլվի ընթացիկ հաշվի կտրուկ ճգնաժամում՝ հետևելով համախառն պահանջարկի ճգնաժամի գործընթացին: Մյուս կողմից՝ հնարավոր է, որ արտաքին պահանջարկի ներկայիս մակարդակն արտացոլում է նոր հնարավորությունները, որոնք նպաստում են արտահանման երկարաժամկետ ներուժի ու կարողությունների ավելացմանը (հատկապես ծառայությունների մասով)՝ հանգեցնելով իրական արդյունավետ փոխարժեքի հիմնարար, այլ ոչ թե պարբերաշրջանային արժևորմանը:

Սպառողական և ներդրումային ապրանքների նկատմամբ պահանջարկը մնում է բարձր:

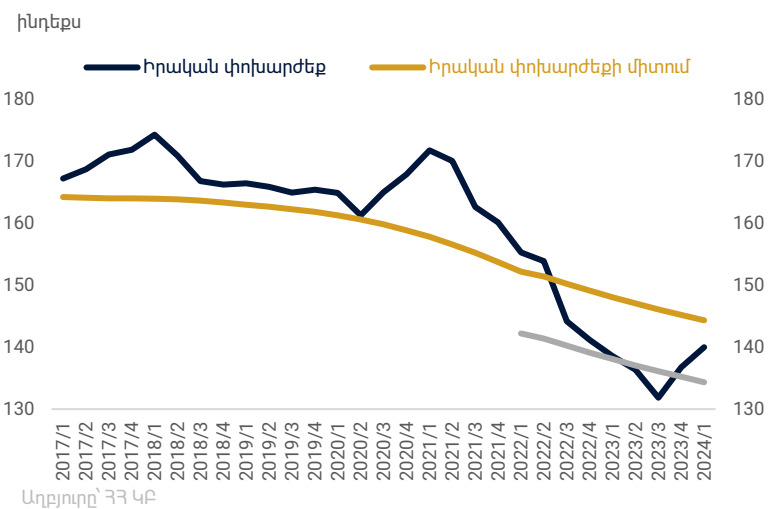
Գծապատկեր 3.Բ.7. Ներմուծման ծավալներն ըստ տնտեսական գործունեության տեսակի



Աղբյուր՝ ՀՀ ՎՀ, ՀՀ ԿԲ

Իրական փոխարժեքի արժևորման միտման վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է:

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



Հարկաբյուջետային քաղաքականություն

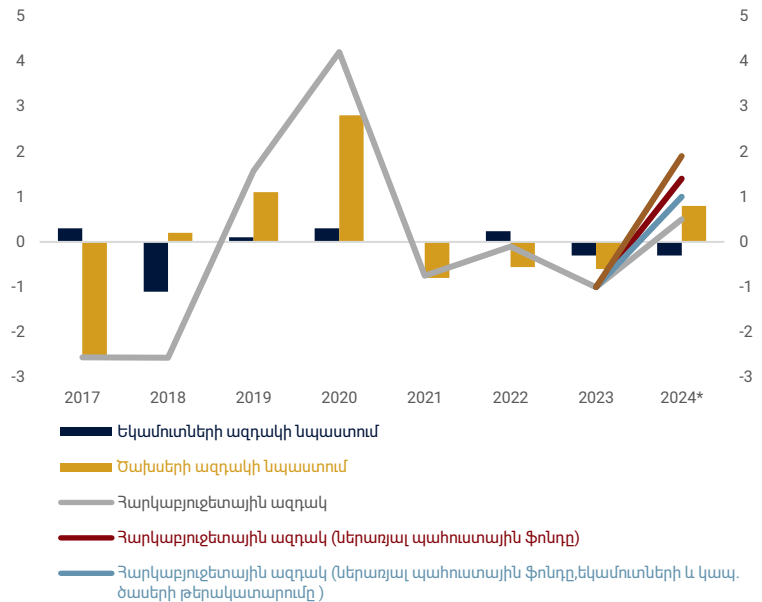
Հաշվի առնելով ՀՆԱ բարձր աճը և տնտեսության ավելցուկային պահանջարկը՝ հակացիկլիկ հարկաբյուջետային քաղաքականության կիրառումը ցանկալի է, ինչը, ընդհանուր առմամբ, իրականացվել է 2023 թ. ընթացքում, երբ հարկաբյուջետային ազդակը եղել է զսպող՝ պայմանավորված հարկեր/ՀՆԱ հարաբերակցության բարելավմամբ, ինչպես նաև ՀՆԱ աճի համեմատությամբ ծախսերի չափավոր աճով: Հիմք ընդունելով 2024 թ. բյուջեն և 2024-2026 թթ. միջնաժամկետ ծախսերի ծրագիրը՝ միջնաժամկետ հատվածում հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցությունը համախառն պահանջարկի վրա գնահատվում է չեզոք (գծապատկեր 3.Բ.9): Դա պայմանավորված կլինի ընթացիկ և կապիտալ ծախսերի ակնկալվող աճով և հարկեր/ՀՆԱ հարաբերակցության աճով՝ հաշվի առնելով հարկային վարչարարության բարելավման գործընթացը:

Այնուամենայնիվ, բյուջեի եկամուտների հավաքագրման հետ կապված ռիսկերը, զուգորդված սոցիալական աջակցության ծրագրերի անհրաժեշտությամբ պայմանավորված՝ պահուստային միջոցների օգտագործմամբ, կարճաժամկետ հատվածում կարող են առավել խթանող լինել և նպաստել ներքին սպառմանը՝ մեծացնելով գնաճային ճնշումները: Ավելին, կապիտալ ծախսերի ցանկացած թերակատարում միջնաժամկետում տնտեսության ներուժային աճի ռիսկ է ստեղծում:

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

Գծապատկեր 3.Բ.9: Հարկաբյուջետային ազդակ և 2024թ.-ի սցենարներ

տոկոսային կետ, նպաստումը տնտեսական աճին



Աղբյուրը՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարություն; ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Ներգիր 2. ՀՀ ՏՏ ոլորտի հեռանկարներ

ՏՏ ոլորտը ՀՀ տնտեսության ամենաարագ զարգացող ճյուղերից մեկն է (կշիռը ՀՆԱ-ում 2023 թ.՝ 5.5%), որն իր կարևոր դերակատարումն ունի տնտեսությունում արտադրական կարողությունների հզորացման և գիտելիքահենք ճյուղերի զարգացման գործընթացում, ինչպես նաև երկարաժամկետ տնտեսական ներուժի աճի կարևոր շարժիչ ուժերից մեկն է: Վերջին տասնամյակում ոլորտի զարգացմանը մեծ նպաստում են ունեցել ինչպես համաշխարհային տնտեսությունում ոլորտի բարձր աճի միտումները, այնպես էլ ՀՀ-ում ոլորտի զարգացման դրական նախադրյալները: ՀՀ-ում ՏՏ ոլորտը բնութագրվում է ստարտափների հարուստ միջավայրով, որոնք ֆինանսավորվում են ինչպես օտարերկրյա, այնպես էլ ներքին վենչուրային կապիտալի միջոցով: Այստեղ են իրենց գործունեությունն իրականացնում համաշխարհային խոշոր ստարտափների գրասենյակները (հիմնադրված ինչպես սփյուռքի, այնպես էլ օտարերկրյա ստարտափների կողմից), ինչպես նաև բազմազգային տեխնոլոգիական հսկաները: Ոլորտում գործունեություն են իրականացնում նաև անհատական ծառայություններ մատուցող մասնագետները և հիմնականում ԱՄՆ-ի ու ԵՄ հաճախորդներին սպասարկող փոքր ձեռնարկությունները:

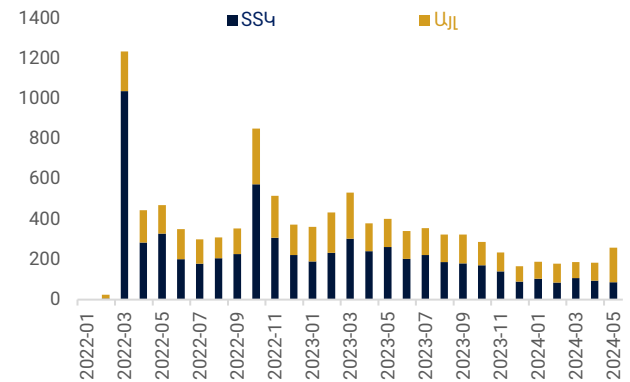
Ամուր տնտեսական հիմքերի և ենթակառուցվածքների համատեքստում, 2022 թ. սկսած ոլորտի աճին իր նպաստումն է ունեցել նաև ռուս-ուկրաինական հակամարտության ֆոնին կապիտալի և աշխատուժի զգալի ներհոսքը՝ Մակրոտնտեսական տեսանկյունից՝ 2022 թվականի սկզբից ոլորտում կապիտալի և աշխատուժի զգալի ներհոսքը կարճաժամկետ, միջնաժամկետ և երկարաժամկետ հորիզոնում առաջացրել է և՛ որոշակի ռիսկեր, և՛ հնարավորություններ: Կարճաժամկետում ոլորտի վրա հիմնական ազդեցություններն արտահայտվել են կապիտալի ու աշխատուժի ներհոսքով և օտարերկրյա քաղաքացիների կողմից Նոր կազմակերպությունների հիմնադրմամբ (հիմնականում 2022 թվականի մարտին և ներկայումս շարունակվում է համեմատաբար դանդաղ տեմպերով) (գծապատկեր Ն.2.1): 2022 թ. 2-րդ եռամսյակից սկսած՝ մինչև 2023 թ. վերջ, ոլորտում արձանագրվել է թողարկման, ավելացված արժեքի, արտադրողականության և կապիտալի/աշխատուժի ներհոսքի շարունակական կայուն աճ, ինչը կարճաժամկետում դրական ազդեցություն է ունեցել ներուժային ՀՆԱ-ի վրա՝ ստեղծելով հիմքեր միջնաժամկետում և երկարաժամկետում ոլորտի դրական հեռանկարի համար: Չնայած վերոնշյալ զարգացումներին՝ միջնաժամկետ և երկարաժամկետ հորիզոնում դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից մի շարք կարևոր անորոշություններ դեռևս պահպանվում են: Հիմնական անորոշությունները կապված են այն բանի հետ, թե որքանով են միջազգային այցելուները ինտեգրվել ՀՀ տնտեսությանը և հասարակությանը, որքանով է ներքին տնտեսությունն օգտագործել այդ հնարավորությունները (այդ թվում՝ աշխատանքային հմտություններն ու գիտելիքները) իր արտադրական կարողությունների զարգացման համար, ինչքան խոցելի են ՀՀ ՏՏ ոլորտի արտադրական կարողությունները միջազգային այցելուների հնարավոր արտահոսքի սցենարի պայմաններում և վերոնշյալ գործոններն ի՞նչ հնարավոր հետևանքներ կարող են ունենալ՝ փոխարժեքի ցիկլային կամ միտումնային արժևորման հետ կապված: Նշված անորոշությունները կարող են իրենց ազդեցությունն ունենալ միջնաժամկետ ներուժային ՀՆԱ-ի վրա՝ հաշվի առնելով ՏՏ ոլորտի կարևոր դերը և նշանակությունը ՀՀ տնտեսության համախառն թողարկման և արտադրողականության աճի մեջ:

Շարունակությունը հաջորդ էջում:

Ներդիր 2. ՀՀ ՏՏ ոլորտի հեռանկարները (շարունակություն)

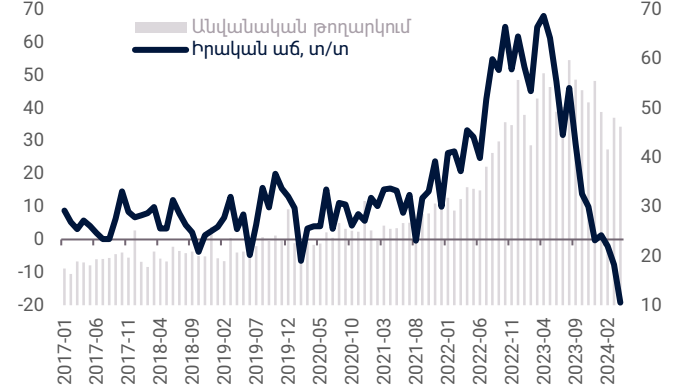
Տնտեսության ներուժի վրա հնարավոր հետևանքների գնահատման համար կարևոր է հասկանալ ոլորտի աճի և զարգացման հիմքում առկա հիմնական շարժիչ ուժերը, ինչպես նաև վերջին զարգացումների հնարավոր ազդեցությունները ապագա միտումների վրա: Այս համատեքստում, թեև վերջին տարիներին ՏՏ ոլորտը որպես տնտեսական աճի կարևոր գործոն է ծառայել, 2023 թ. երկրորդ կեսից ոլորտում աճն աստիճանաբար դանդաղել է (գծապատկեր Ն.2.2): Ոլորտի աճի դանդաղման գործոնների, ինչպես նաև դրա մակրոտնտեսական հետևանքների վերաբերյալ անորոշությունների պայմաններում առավել էական ռիսկերը կարելի է խմբավորել երեք հիմնական ուղղություններով: Առաջին ՀՀ ՏՏ ոլորտում աճի դանդաղումն արտացոլում է այդ ոլորտի համաշխարհային միտումները, ինչը վերջին եռամսյակների ընթացքում բնութագրվում է վեներուային կապիտալի գործարքների էական նվազմամբ և, Քովիդ-19-ին հետևած աշխատանքի ընդունման հսկայական աճի միտումներից հետո, խոշոր տեխնոլոգիական հսկաների ու փոքր, նորաստեղծ ձեռնարկությունների կողմից կրճատումների ակիթով: Շուկայի գերիազդեցվածության պայմաններում քիզնես սենտիմենտի նմանատիպ վատթարացումը նպաստել է ոլորտի ձեռնարկությունների կողմից առավել զգուշավոր վարքագծին, ինչպես նաև որոշ տեխնոլոգիական ծառայությունների նկատմամբ ընդհանուր պահանջարկի դանդաղմանը: Չնայած վերջին երկու տարիների ընթացքում ՀՀ ՏՏ ոլորտը հիմնականում չի կրել այս միտումների ազդեցությունը վերջին ամիսների ընթացքում թողարկման և աշխատավարձի աճի դանդաղումը մասամբ արտահայտել է ընթացող համաշխարհային միտումների ազդեցությունը (գծապատկեր Ն.2.4): Դա մեկնաբանվում է ոլորտի աճի քիզնես շրջափուլով պայմանավորված ժամանակավոր դանդաղմամբ, որը կարճաժամկետում կարող է իր ազդեցությունն ունենալ թողարկման և զբաղվածության վրա, սակայն միջևաժամկետ և երկարաժամկետ ազդեցությունը ՀՀ տնտեսության ներուժի վրա կլինի համեմատաբար թույլ և սահմանափակ: Նմանատիպ ռիսկերի ազդեցությունն առավել խոշոր և կայացած ստարտափների ու ձեռնարկությունների (որոնք բնութագրվում են կապիտալացման ավելի բարձր մակարդակով և ծառայությունների մատուցման երկարաժամկետ պայմանագրերով) վրա գնահատվում է համեմատաբար փոքր, մինչդեռ փոքր և միջին ընկերությունները մոտ ապագայում կարող են բախվել ավելի մեծ մարտահրավերների: Երկրորդ՝ հաշվի առնելով 2022-2023 թթ. ընթացքում օտարերկրյա կապիտալի և աշխատուժի ներհոսքի դերը ճյուղի աճի խթանման գործընթացում, ոլորտում կարևոր ռիսկերից մեկը կապիտալի և աշխատուժի հնարավոր արտահոսքի նկատմամբ դրա խոցելիությունն է, ինչն արտացոլում է վերոնշյալ հոսքերի ցիկլային (ժամանակավոր դրական ազդեցություն մակրոմիջավայրի վրա), այլ ոչ թե երկարաժամկետ (դրական ազդեցություն քիզնես միջավայրի վրա) դրդապատճառները: Այստեղ դրական ցիկլային գործոնների աստիճանական ճշգրտումը՝ դեպի ընդհանուր հավասարակշռություն, կարող է ուղեկցվել ՀՀ ՏՏ ոլորտի համապատասխան դանդաղումներով: Երրորդ՝ միջևաժամկետ և երկարաժամկետ հորիզոնում ոլորտի հեռանկարի թերևս ամենամեծ ռիսկը կապված է արհեստական բանականության (ԱԲ) զարգացման միտումների և ոլորտում որոշակի վերադասավորումների հետ: Այս միտումները կարող են հանգեցնել ոլորտում աշխատուժի նկատմամբ պահանջարկի կառուցվածքի որոշակի վերադասավորումների. համեմատաբար ավելի ցածր որակավորում ունեցող աշխատուժի փոխարինում ԱԲ-ով և ԱԲ-ի հետ կապված հմտությունների նկատմամբ ավելի մեծ պահանջարկ: Միևնույն ժամանակ, նորարարական և առաջադեմ ստարտափների համար (այդ թվում մի շարք խոշոր հայկական ստարտափներ), որոնց քիզնես գործունեությունը հիմնականում ուղղված է ԱԲ-ի վրա հիմնված տեխնոլոգիաների զարգացմանը, կիրառական և գեներատիվ ԱԲ-ն կարող է ապագայում նոր քիզնես հնարավորություններ ստեղծել: Այս առումով, ոլորտի ապագա զարգացման սցենարներից մեկն այն է, որ փոքր, գործունեության առավել քիչ նորարարական կողմնորոշում ունեցող ընկերությունները և ոլորտում զբաղվածները կարող են փոխարինվել ԱԲ-ով, մինչդեռ ԱԲ-ն որդեգրած առավել նորարարական ձեռնարկություններն իրենց քիզնես գործունեության մեջ օգտագործում են աճելու և ընդլայնվելու նոր հնարավորություններ (գծապատկեր Ն.2.3):

Գծապատկեր Ն.2.1. Աշխատուժի և կապիտալի հոսքերը Նոր գրանցված ԱՁ-ներ



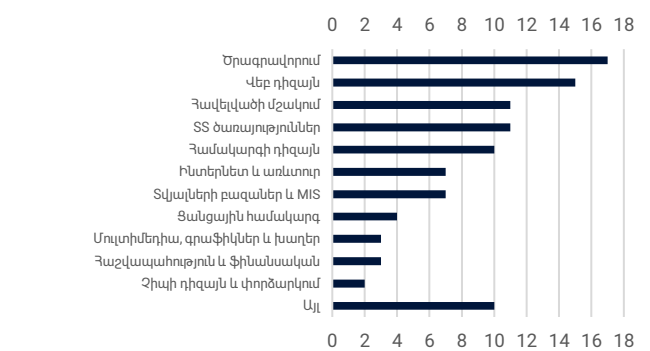
Գծապատկեր Ն.2.2. ՏՏ ոլորտի թողարկումն ու իրական աճը

տ/տ իրական աճը, % (ծախ առանցք), համախառն թողարկումը, մլրդ դրամ (աջ առանցք)



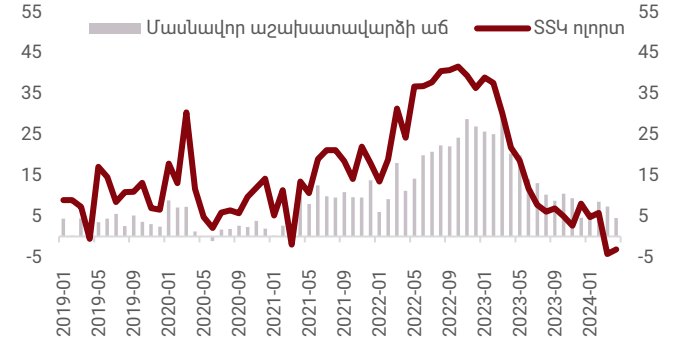
Գծապատկեր Ն.2.3. ՏՏ ոլորտի կազմակերպությունների բաշխումն ըստ մասնագիտացման

Կշիռը ՏՏ ոլորտի կազմակերպություններում, %



Գծապատկեր Ն.2.4. Մասնավոր հատվածի և ՏՏ ոլորտի միջին անվանական աշխատավարձի աճը

տ/տ, %



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ գնահատականներ

Գ. Աշխատանքի շուկայի և գնաճի զարգացումներ

Գործազրկություն

2023 թ. 4-րդ եռամսյակում գործազրկությունը (ՀՀ ՎԿ աշխատուժի հետազոտություն) պահպանվել է պատմականորեն ցածր մակարդակում 13.1% (գծապատկեր 3.Գ.1), ինչը շարունակել է արտացոլել աշխատաշուկայի համեմատաբար խիստ պայմանները: Միաժամանակ, 2024 թ. առաջին եռամսյակում գրանցված աշխատողների թիվը (ՊԵԿ-ի տվյալներ) շարունակել է աճել: Դա վկայում է շուկայում աշխատուժի առաջարկի բավարար մակարդակի առկայության մասին, որը նպաստել է աշխատաշուկայից անաճվող գնաճային ճնշումների որոշակի մեղմացմանը:

Այս իրավիճակում աշխատուժի առաջարկի լրացուցիչ աճը շարունակել է մեղմել աշխատաշուկայի պայմանները՝ միջնաժամկետում և երկարաժամկետում աստիճանաբար թուլացնելով աշխատաշուկայից բխող գնաճային ճնշումները: Այս հարցում հիմնական անորոշությունը կապված է դեպի ՀՀ աշխատանքային միգրանտների շարունակական ներհոսքի պահպանման, ՀՀ աշխատանքի շուկային Արցախից բռնի տեղահանված բնակչության ինտեգրման չափի և արագության, դեպի ՌԴ ՀՀ աշխատանքային միգրանտների հոսքի նվազման և ներքին տնտեսությունում աշխատանքի շուկային մասնակցության ավելացման հետ: Մասնավորապես՝ Հնդկաստանից աշխատանքային միգրանտների շարունակական ներհոսքի պահպանումը կարող է որոշակի ճյուղային ազդեցություններ ունենալ աշխատաշուկայի վրա (հատկապես այն ոլորտներում, որտեղ առկա է աշխատողների ներգրավման պահանջ): Այս համատեքստում, Հայաստանի և Հնդկաստանի միջև աշխատավարձերի տարբերությունը (որը 2021 թ-ից սկսած զգալիորեն աճել է) կարևոր խթան է աշխատանքային միգրանտների ներհոսքի համար: Հարկ է նշել, որ 2024 թ. 1-ին եռամսյակի ընթացքում նկատվել է Հնդկաստանից աշխատանքային միգրանտների զուտ ներհոսքի որոշակի դանդաղում, ինչը կարող է մեկնաբանվել որպես կամ որոշակի սեզոնային միտումների հետևանք, կամ զուտ ներհոսքի դանդաղման նախանշան (գծապատկեր 3.Գ.2): Աշխատանքային միգրանտների հետագա ներհոսքի վերաբերյալ հիմնական անորոշությունը կապված է հոսքերի ցիկլային կամ շարունակական բնույթի հետ, որը, պահանջարկի դրական շրջափուլի ավարտի պարագայում, կարող է առաջացնել հակադարձման ռիսկեր՝ երկարաժամկետ տնտեսական ներուժի վրա ունենալով համեմատաբար սահմանափակ ազդեցություն:

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

Արցախից բռնի տեղահանված անձանց ինտեգրումը տնտեսությունում նույնպես կարող է դրական ազդեցություն ունենալ աշխատաշուկայի և ՀՆԱ ներուժի վրա: Կարճաժամկետում այն կարող է հանգեցնել գործազրկության որոշակի ավելացման, իսկ միջնաժամկետում և երկարաժամկետում, աշխատուժի առաջարկի և կապիտալի կուտակման ավելացման միջոցով, կարող է դրական ազդեցություն ունենալ ՀՆԱ ներուժի աճի վրա: Նման սցենարի պայմաններում աշխատաշուկայից բխող գնաճային ճնշումների թուլացման միտումները կարող են պահպանվել: Այստեղ հիմնական անորոշությունները կապված են վերոնշյալ անձանց՝ աշխատանքի շուկայում ինտեգրման արագության և ՀՀ-ում մնալու հանգամանքի հետ:

¹ 2024 թ. մարտի 31-ի դրությամբ աշխատանքի է տեղավորվել Արցախից բռնի տեղահանված 13,400 անձ:

Չնայած գործազրկության պատմականորեն ցածր մակարդակներին՝ աշխատուժի առաջարկի աճը շարունակում է նպաստել գնաճային ճնշումների որոշակի թուլացմանը:

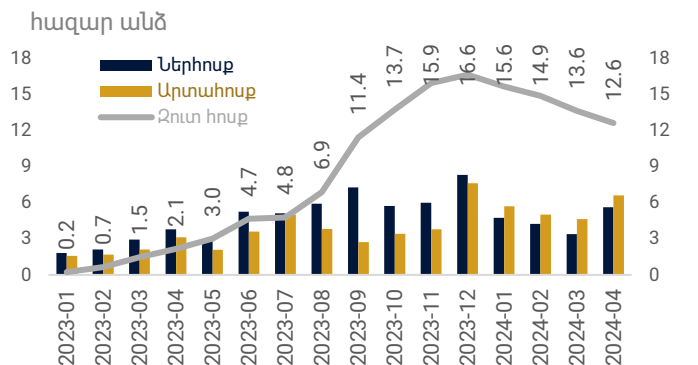
Գծապատկեր 3.Գ.1. Գործազրկության մակարդակ



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ

Հնդկաստանի քաղաքացիների զուտ ներհոսքը շարունակում է պահպանվել բարձր մակարդակում՝ չնայած ապագա միտումների հետ կապված անորոշություններին:

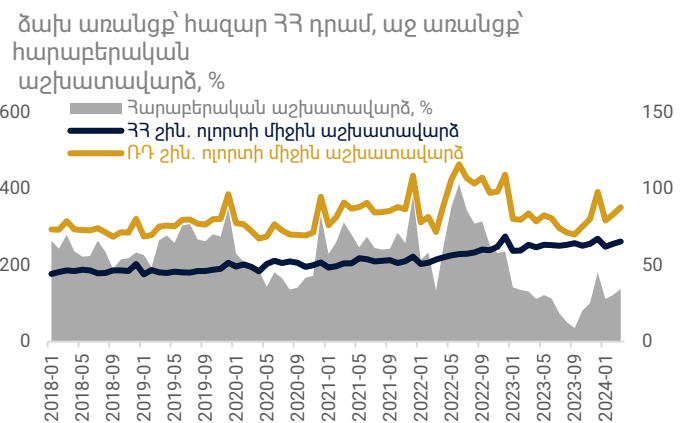
Գծապատկեր 3.Գ.2. Հնդկաստանի ռեզիդենտների կողմից սահմանափակումները 2023 թ-ին



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ

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

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



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ

Աշխատավարձերի աճ

Բարձր տնտեսական աճի պայմաններում աշխատուժի նկատմամբ պահանջարկը և աշխատավարձերի աճը պահպանվել են բարձր մակարդակում. 2024 թ. 1-ին եռամսյակում մասնավոր անվանական աշխատավարձի աճը կազմել է տ/տ 7.3%, իսկ 2024 թ. ապրիլին՝ 4.5% (գծապատկեր 3.9.4): Այնուհանդերձ, նախորդ եռամսյակներում արձանագրված արտադրողականության, աշխատուժի առաջարկի և զբաղվածության աճը շարունակել է նպաստել աշխատաշուկայից բխող գնաճային ճնշումների թուլացմանը, թեև շուկայից եկող ազդակները բավականին անհամաչափ են: Մասնավոր աշխատավարձերի աճին զգալիորեն նպաստել է ֆինանսական և ապահովագրական գործունեության ճյուղի թողարկման և աշխատավարձերի պատմականորեն բարձր աճը, թեև տնտեսության մյուս ճյուղերում որոշակի ճգնաժամները շարունակվում են: Չնայած մասնավոր հատվածի աշխատավարձերի աճի տեմպի որոշակի դանդաղմանը, այն շարունակում է պահպանվել գնաճի և հիմնարար գնաճի ցուցանիշների համեմատությամբ առավել բարձր մակարդակում, ինչը տնտեսությունում լրացուցիչ հիմնարար գնաճային ճնշումների աղբյուր է:

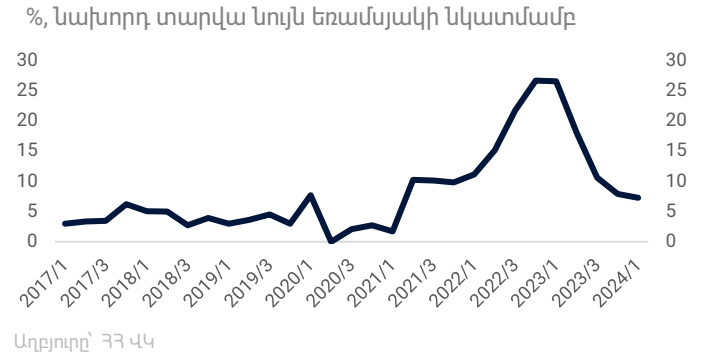
Գնաճ

2024 թ. առաջին եռամսյակում տնտեսությունում գնանկումային միջավայրը պահպանվել է (մայիսին՝ տ/տ 0.3% գնաճ)՝ պայմանավորված համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնանկումային ազդեցություններով, նախորդ տարիներին իրականացված դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությամբ և համախառն պահանջարկի որոշակի թուլացմամբ: Արտաքին և ներքին պահանջարկով պայմանավորված ծառայությունների գնաճը շարունակել է թուլանալ: Միաժամանակ, ներքին պահանջարկի պահպանումը բարձր մակարդակում, ինչպես նաև աշխատանքի շուկայից ածանցվող ճնշումները կարող են պահանջարկով պայմանավորված որոշակի գնաճային ճնշումներ առաջացնել, ինչին կնպաստեն նաև ընթացիկ տարում հարկային վարչարարության փոփոխությունները (այդ թվում՝ ակցիզային հարկ, տաքսու ծառայությունների հարկում և այլն) և 2024 թ. սեպտեմբերից Երևանում հանրային տրանսպորտի սակագների վերանայումը: Վերջինիս ընդհանուր ազդեցությունը գնաճի վրա կարող է լինել սահմանափակ, նույնիսկ թույլ՝ հաշվի առնելով Երևան քաղաքի և վերոնշյալ ծառայությունների մասնակցության չափը/տեսակարար կշիռը տնտեսությունում սպառողական գների ինդեքսի ձևավորման գործընթացում (առավելագույն հնարավոր, մեկանգամյա ազդեցությունը գնաճի վրա գնահատվում է ~0.5 տոկոսային կետ): Ավելին, նավթի համաշխարհային գների հետ կապված գնաճային ռիսկերը, ինչպես նաև վերջին ամիսներին նկատվող պարենի համաշխարհային գների ա/ա որոշակի աճը (տե՛ս մաս 3Ա) ռիսկեր են պարունակում ներմուծվող ապրանքների գնանկումային միտումները զգալիորեն թուլացնելու կամ չեզոքացնելու տեսանկյունից:

Բնականոն գնաճը, որի կազմում չեն ներառվում սեզոնային պարենային ապրանքներն ու կարգավորվող ծառայությունները, պահպանվել է բացասական տիրույթում՝ ապրիլին կազմելով տ/տ -0.5%, ինչը մեծապես արտացոլում է ներմուծվող պարենային ապրանքներից փոխանցվող գնանկումային միտումները (օր.՝ հացամթերք, յուղեր և ճարպեր, շաքարավազ և այլն): Միաժամանակ, ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսը (ՈԱԿԳԻ) պահպանվել է համեմատաբար կայուն մակարդակում՝ ապրիլին կազմելով տ/տ 3.0%: 2023 թ. 4-րդ եռամսյակում բնակարանների վարձակալության և այլ ոչ արտահանելի ծառայությունների նկատմամբ պահանջարկի աճով պայմանավորված գնաճային միտումները 2024 թ. 1-ին եռամսյակում աստիճանաբար թուլացել են և գրեթե ամբողջությամբ մարվել: Արտաքին պահանջարկի որոշակի դանդաղման ազդեցությամբ ծառայությունների (օր.՝ օդային տրանսպորտ, ռեստորաններ, հյուրանոցներ, մշակույթ և հանգիստ) գնաճային միտումները զգալիորեն թուլացել են: Այս զարգացումները կարող են հիմք հանդիսանալ տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի ճնշումների էական չեզոքացման սցենարային մեկնաբանության համար: Այս զարգացումների պարագայում, ըստ շուկայում առկա կանխատեսումների (այդ թվում՝ ԱՄՅ), ՀՀ-ում գնաճը մոտ ապագայում կգտնվի նպատակային ցուցանիշին մոտ կամ ցածր մակարդակում (աղյուսակ 3.9.1):

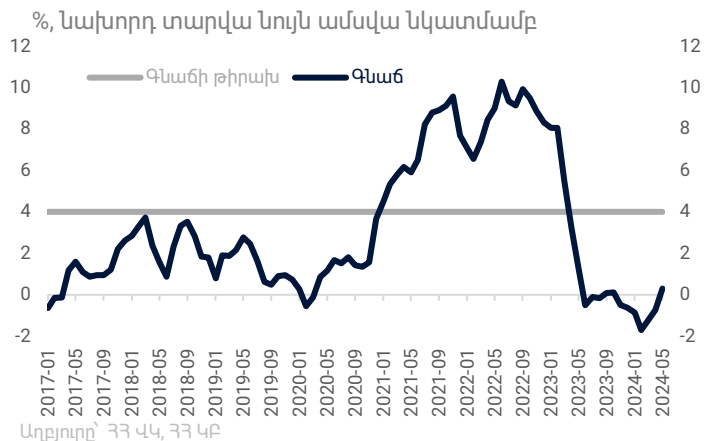
Աշխատուժի առաջարկի և զբաղվածության աճը շարունակում է նպաստել գնաճային ճնշումների թուլացմանը, թեև շուկայից եկող ազդակները բավականին անհամաչափ են:

Գծապատկեր 3.9.4. Մասնավոր հատվածի անվանական աշխատավարձերի աճը



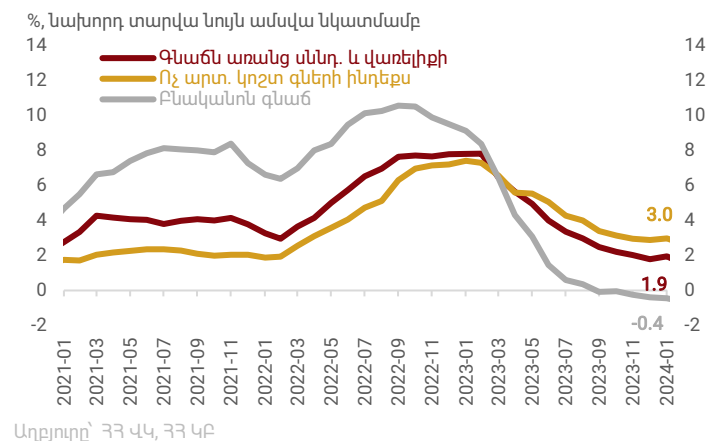
Գնանկումային միջավայրը շարունակում է պահպանվել՝ պայմանավորված արտաքին հատվածից փոխանցվող գնանկումային ազդեցություններով և արտաքին ու ներքին պահանջարկով պայմանավորված ծառայությունների գնաճի զգալի թուլացմամբ:

Գծապատկեր 3.9.5. Գնաճ



Ոչ արտահանելի կոշտ գներով բնութագրվող ապրանքների գնաճը որոշակիորեն կայունացել է:

Գծապատկեր 3.9.6. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները

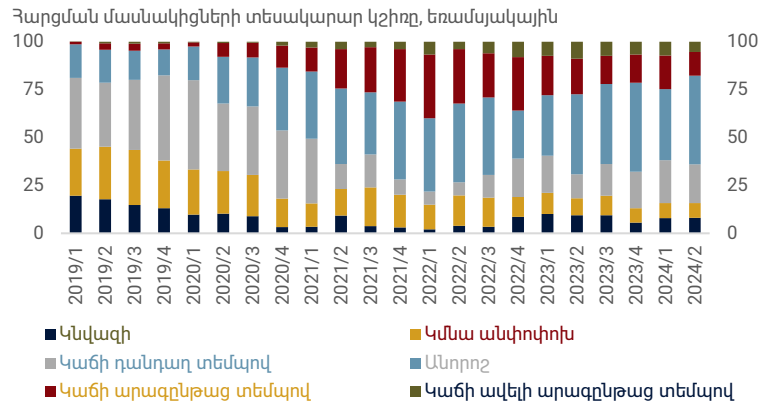


Գնաճային սպասումներ

Համաձայն տնային տնտեսությունների գնաճային սպասումների վերաբերյալ ՀՀ ԿԲ-ի կողմից իրականացվող հարցման արդյունքների՝ 2024 թ. 2-րդ եռամսյակում նախորդ եռամսյակի համեմատությամբ ավելի քիչ տնային տնտեսություններ են ակնկալում գնաճի՝ համեմատաբար արագ տեմպերով ավելացում: Դա համահունչ է տնտեսությունում գնանկումային միտումներին, ինչն արտահայտվում է գնաճի ընդհանուր մակարդակում: Ավելին, տնային տնտեսությունների մեծ մասն ակնկալում է, որ գնաճը կմնա կայուն կամ կաճի դանդաղ տեմպերով: Այնուամենայնիվ, գնաճի վերաբերյալ անորոշությունները շարունակում են պահպանվել բարձր մակարդակում, ինչը, ամենայն հավանականությամբ, արտացոլում է որոշ ապրանքների՝ բարձր գնաճի պահպանման վերաբերյալ հանրային ընկալումները: Կարևոր է նշել, որ թեև 2-րդ եռամսյակի հետազոտության ընդհանուր միտումը որոշակի դրական զարգացում է, այնուամենայնիվ, գնաճային սպասումները, ընդհանուր առմամբ, 2021-2022 թթ. համեմատությամբ պահպանվել են բարձր մակարդակում, ինչը վկայում է, որ գնաճային սպասումները շատ ավելի դանդաղ են ճշգրտվել՝ ընդհանուր գնաճի էական նվազման միտումների համեմատությամբ:

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

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



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

Դ. Ֆինանսական շուկայի զարգացումներ

Ֆինանսական շուկաների սպասումները՝ տոկոսադրույքի վերաբերյալ

Համաձայն 2024 թ. հունիսի 7-ին իրականացված հարցումների արդյունքների՝ շուկայի մասնակիցները (այդ թվում՝ առևտրային բանկերը, ինստիտուցիոնալ ներդրողները, ակտիվների կառավարիչները և այլ անձինք) ակնկալում են, որ տոկոսադրույքների վերաբերյալ հաջորդ ութ որոշումների ընթացքում ՀՀ ԿԲ-ն կշարունակի աստիճանաբար թուլացնել քաղաքականության տոկոսադրույքը, ինչը համապատասխանում է մակրոտնտեսական հեռանկարին: Հարցվողների գնահատումների հիմքում առկա հիմնական ռիսկերը և խնդիրները նաև կարևոր տեղեկատվություն են՝ սույն զեկույցում ներկայացվող սցենարների բազմությունը (բաժին Ե) ձևավորելու համար:

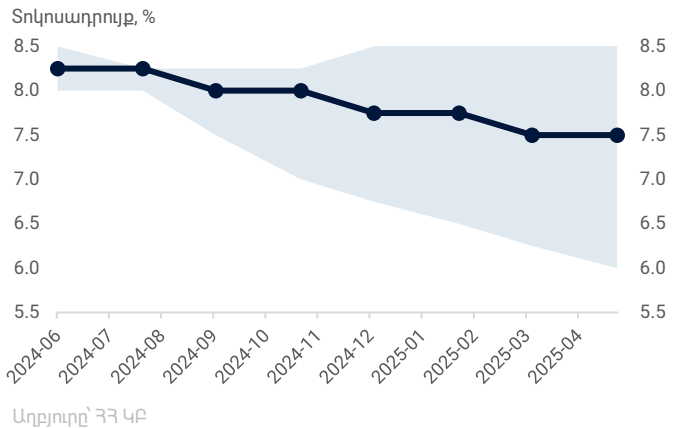
Եկամտաբերության կորից դուրս բերված սպասումները, շուկայի մասնակիցների սպասումների հարցման արդյունքների համեմատությամբ, մեկ տարվա հորիզոնում ցույց են տալիս տոկոսադրույքների ավելի բարձր մակարդակ: Ընդհանուր առմամբ, 2024 թ. հունվարի ԴՎԶ որոշումից հետո եկամտաբերության կորի երկարաժամկետ հատվածը (հատկապես 1 տարուց ավելի) զգալիորեն տեղաշարժվել է ներքև: Վերջին ամիսների ընթացքում կորի ավելի կարճաժամկետ հատվածը նույնպես համարժեքորեն ճշգրտվել է դեպի ներքև: Եկամտաբերության կորի դեպի ներքև տեղաշարժերը կարող են արտացոլել տնտեսությունում տոկոսադրույքների աստիճանական կայունացումը և քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազումը դեպի երկարաժամկետ չեզոք մակարդակ (գծապատկեր 3.Դ.3), գնաճային սպասումների աստիճանական նվազումը (գծապատկեր 3.Գ.7) և երկրի ռիսկի հավելավճարի հնարավոր ավելի ցածր մակարդակը (գծապատկեր 3.Դ.6):

Չեզոք տոկոսադրույք

Չեզոք տոկոսադրույքի վերաբերյալ անորոշությունը շարունակում է հարցեր առաջացնել քաղաքականության տոկոսադրույքի ներկայիս մակարդակի՝ քաղաքականության զսպող կամ խթանող տոկոսադրույքից ունեցած հեռավորության հետ կապված: Հաշվի առնելով վերջին ամիսներին եկամտաբերության կորի՝ ներքևի ուղղությամբ տեղաշարժերը (գծապատկեր 3.Դ.2)՝ հնարավոր մեկնաբանություններից մեկը կարող է լինել երկրի ռիսկի հավելավճարի հնարավոր ավելի ցածր մակարդակի պայմաններում չեզոք տոկոսադրույքի ավելի ցածր մակարդակի ձևավորումը: Համաշխարհային տոկոսադրույքների բարձր մակարդակներում պահպանումը կարող է մեկնաբանվել որպես հիմնարար հավասարակշիռ տոկոսադրույքների ավելի բարձր մակարդակ՝ առաջացնելով զարգացող երկրներում չեզոք տոկոսադրույքի վերանայման անհրաժեշտություն: Ներգիր 2-ում ամփոփված է համաշխարհային և հատկապես ԱՄՆ-ի չեզոք տոկոսադրույքների հետ կապված տեսակետների և անորոշությունների բազմազանությունը: Միևնույն ժամանակ, վերջին տարիներին ՀՀ արտահանման կարողությունների աճը և իրական արդյունավետ փոխարժեքի արժևորումը մատնանշում են ներքին տնտեսությունում հիմնարար տոկոսադրույքների ավելի ցածր մակարդակը, քանի որ ներդրումային որոշումներ կայացնելիս ներդրողները նույնպես հաշվի են առնում ներքին տնտեսությունում փոխարժեքի զարգացումները: ՀՀ-ում չեզոք տոկոսադրույքի հնարավոր զարգացումների վերաբերյալ ավելի մանրամասն տե՛ս ներգիր 3-ը:

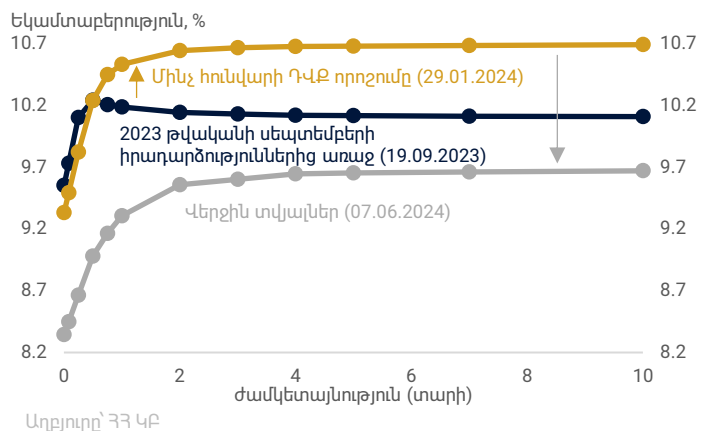
Շուկայի մասնակիցների մեծամասնությունն առաջիկա մեկ տարվա ընթացքում ակնկալում է քաղաքականության տոկոսադրույքի աստիճանական թուլացում:

Գծապատկեր 3.Դ.1. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգիծն ըստ ֆինանսական շուկայի մասնակիցների սպասումների (ըստ ԿԲ հարցումների, 7 հունիսի 2024 թ.):



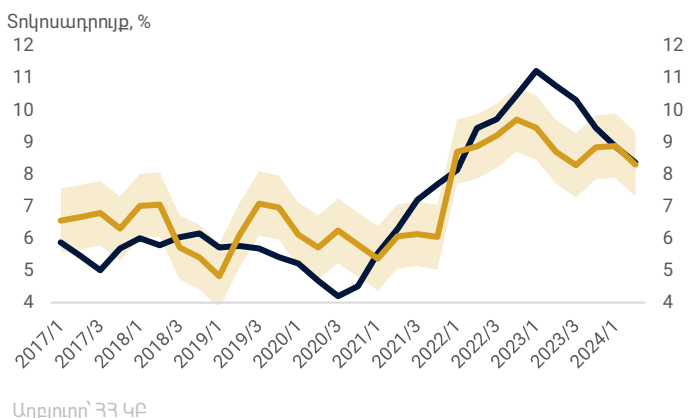
Եկամտաբերության կորի և կարճաժամկետ, և երկարաժամկետ հատվածները շարունակում են նվազել:

Գծապատկեր 3.Դ.2. Եկամտաբերության կոր



Որքանո՞վ են խիստ դրամավարկային պայմանները:

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



Ներգիր 3. Չեզոք տոկոսադրույքը ՀՀ-ում

Սույն գեկույցի 2-րդ ներգիրում ամփոփված են ԱՄՆ-ի չեզոք տոկոսադրույքի (որը նաև անվանվում է հավասարակշիռ տոկոսադրույք) վերաբերյալ հիմնական անորոշությունները և դրանց հնարավոր հետևանքները համաշխարհային տնտեսության վրա: Տնտեսությունում չեզոք տոկոսադրույքը տոկոսադրույքի այն մակարդակն է, որը, տնտեսական շուկերի բացակայության պայմաններում, համահունչ է զրոյական ՀՆԱ ճեղքվածքի և գնաճի թիրախային մակարդակի հետ, և որի պայմաններում համախառն առաջարկն ու պահանջարկը գտնվում են հավասարակշռության մեջ: Դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից այն կոչվում է զսպող (խթանող), երբ քաղաքականության տոկոսադրույքը բարձր (ցածր) է չեզոք տոկոսադրույքից: Չեզոք տոկոսադրույքը չփոփոխական է (ինչպես թողարկման ներուժային մակարդակը և բնական գործազրկության մակարդակը), ինչը նշանակում է, որ քաղաքականությունն իրականացնող մարմինները ուղղակիորեն և հստակ որոշակիությամբ չեն կարող դիտարկել կամ չափել այն: Որպես կանոն, չեզոք տոկոսադրույքի գնահատականների շուրջ մշտապես առկա է հիմնարար անորոշություն: Չեզոք տոկոսադրույքի սխալ գնահատումը կարող է հանգեցնել քաղաքականության անցանկալի սխալների: Թեև չեզոք տոկոսադրույքի որոշակի (փոքր) թերազնահատումը (զերազնահատումը) քաղաքականության տեսանկյունից կարող է էական հետևանքներ չունենալ, դրա վերաբերյալ առարկայական սխալ դատողությունները կարող են էական ոչ գծային ազդեցություններ ունենալ՝ ուղղորդելով տնտեսությունը դեպի ապահարսված գնաճային սպասումների կամ «ցածր գնաճային ծուղակի» (low inflation trap) «մութ անկյուններ» (dark corners): Հայաստանի նման փոքր բաց տնտեսություն ունեցող զարգացող երկրներում չեզոք տոկոսադրույքի վրա կարող են ազդել տնտեսության հիմնարարների հետ կապված կարճաժամկետ և երկարաժամկետ բնույթ ունեցող մի շարք գործոններ, որոնց շուրջ նույնպես առկա է զգալի անորոշություն: Ավելին, այս գործոններից յուրաքանչյուրի, որոշակի աստիճանի ճշգրտությամբ, քանակապես գնահատման հետ կապված դժվարությունների համատեքստում հատկապես կարևորվում է վերջիններիս վրա ազդող երևույթների և հիմքում առկա գործոնների համապարփակ ուսումնասիրությունը:

- **Համաշխարհային չեզոք տոկոսադրույք:** Հայաստանում չեզոք տոկոսադրույքի վրա ազդող ամենակարևոր գործոններից են համաշխարհային և հատկապես ԱՄՆ-ի (հաշվի առնելով համաշխարհային ֆինանսական հոսքերում, կապիտալի շուկաներում ԱՄՆ-ի տնտեսության և ԱՄՆ դոլարի կենտրոնական դերը, նշանակությունն ու ազդեցությունը) չեզոք տոկոսադրույքի փոփոխությունները: Ներգիր 2-ը առավել մանրամասն ներկայացնում է ԱՄՆ-ի հավասարակշիռ տոկոսադրույքի հետ կապված հիմնական խնդիրներն ու անորոշությունները, ինչպես նաև դիտարկում մի շարք գործոններ, որոնք կարող են ազդել վերջինիս հնարավոր վերազնահատման վրա: Զուգահեռ 2019 համավարակից ի վեր ԱՄՆ-ում չեզոք տոկոսադրույքի մակարդակի վերաբերյալ առկա են տարբեր մեկնաբանություններ, բանավեճեր, ըստ որոնց հիմնական մասի առաջ է քաշվել այն ենթադրությունը, որ ԱՄՆ-ի չեզոք տոկոսադրույքը կարող է էապես հստակ բարձր լինել ԱՄՆ-ի ԴԴՀ գնահատականներից: Հաշվի առնելով համաշխարհային տնտեսությունում կապիտալի շարժունակությունը, ինչպես նաև Հայաստանի փոքր բաց տնտեսություն ունենալու հանգամանքը՝ ԱՄՆ-ի չեզոք տոկոսադրույքի դեպի վերև վերանայումը կարող է պահանջել Հայաստանում և այլ երկրներում չեզոք տոկոսադրույքի համաթիվ վերանայումներ:
- **Իրական փոխարժեքի միտումնային արժևորում:** Որպես բաց տնտեսություն՝ Հայաստանում չեզոք տոկոսադրույքի վրա իր ազդեցությունն է ունենում նաև իրական փոխարժեքի միտումնային արժևորումը, որն արտացոլում է տնտեսության հիմնարարների, այդ թվում՝ արտահանման կարողությունների աճն ու հնարավոր զարգացումները: Այս համատեքստում հիմնական անորոշությունը կապված է այն հարցի հետ, թե վերջին տարիների ընթացքում դրամի արժևորումը միտումնային (տնտեսության հիմնարարների աճ), թե՛ շրջափոխային միտումների ազդեցության հետևանք է: Փոխարժեքի միտումնային արժևորման պարագայում ներքին տոկոսադրույքների դիմաց ներդրողները պահանջում են ավելի ցածր փոխհատուցում, ինչն իր հերթին ենթադրում է չեզոք տոկոսադրույքի ավելի ցածր մակարդակ:
- **Արտադրողականության աճ:** Հայեցակարգային տեսանկյունից արտադրողականության աճը հանգեցնում է կապիտալի սահմանային հատույցի աճի, ինչը տրված տոկոսադրույքի պայմաններում առավել շատ ներդրումային պահանջարկ է ստեղծում և հանգեցնում է չեզոք տոկոսադրույքի աճին: Վերջին տարիներին ՀՀ տնտեսության զարգացումները, այդ թվում՝ բարձր արտադրողական ոլորտների (օր.՝ ՏՏ ոլորտ) զարգացումը (ներգիր 2), տնտեսության կառուցվածքային տեղաշարժերը դեպի առավել արտադրողական ոլորտներ (օր.՝ գյուղատնտեսությունից դեպի մշակող արդյունաբերության և ծառայությունների ոլորտ), ինչպես նաև հարկաբյուջետային քաղաքականության՝ կապիտալ ծախսերի կատարման հետ կապված բարձր ցուցանիշները վկայում են արտադրողականության աճի մասին, որը կարող է հանգեցնել չեզոք տոկոսադրույքի աճի:
- **Երկրի ռիսկի հավելավճար:** Երկրի ռիսկի հավելավճարի ցանկացած փոփոխություն իր ուղղակի ազդեցությունն է ունենում չեզոք տոկոսադրույքի վրա, քանի որ շուկայում կապիտալ առաջարկողները բարձր (ցածր) ռիսկի դիմաց ավելի բարձր (ցածր) տոկոս (փոխհատուցում) են պահանջում: Գծապատկեր 3.Դ.6-ում ներկայացված է 2023 թվականի սեպտեմբերի իրադարձություններից հետո երկրի ռիսկի հավելավճարի որոշակի աճը, որը հետագայում ցուցաբերում է նվազման միտումներ: Երկրի ռիսկի հավելավճարը հատկապես զգալուն է աշխարհաքաղաքական զարգացումների նկատմամբ և, այս առումով, լարվածության առկայությունը, վատթարացումը կամ թուլացումը կարող է հետևանքներ ունենալ չեզոք տոկոսադրույքի վրա: Միևնույն ժամանակ, ՀՆԱ-ում պետական պարտքի մասնաբաժնի նվազումը դրական ազդեցություն է ունեցել երկրի ռիսկի հավելավճարի վրա՝ հանգեցնելով վերջինիս որոշակի նվազմանը:
- **Երկարաժամկետ միտումներ և զարգացումներ:** Երկարաժամկետ հորիզոնում մի շարք այլ գործոններ նույնպես կարող են իրենց ազդեցությունն ունենալ հավասարակշիռ տոկոսադրույքի վրա: Ժողովրդագրական տեղաշարժերը, օրինակ՝ կյանքի միջին տևողության աճը, կարող են հանգեցնել խնայողությունների, հետևաբար՝ նաև տոկոսադրույքների աճի, ինչը կարող է նպաստել չեզոք տոկոսադրույքի նվազմանը: Ավելին, հաշվի առնելով վերջին տարիներին եկամուտների և հարստության աճը, սպառման կառուցվածքի և օրինաչափությունների երկարաժամկետ փոփոխությունները նույնպես (հայտնի է նաև սպառման միջժամանակային փոխարինման հակում անվանմամբ, երբ մարդիկ նախընտրում են ներկայում ավելի քիչ սպառել և ավելի շատ խնայել) երկարաժամկետում կարող են հանգեցնել չեզոք տոկոսադրույքի նվազմանը:
- **Գնաճային սպասումներ:** Անվանական չեզոք տոկոսադրույքն իրական չեզոք տոկոսադրույքի (կրում է վերոնշյալ գործոնների ազդեցությունը) և գնաճային սպասումների հանրագումարն է: Վերջին տարիներին երկարաժամկետ գնաճային սպասումների զարգացումներն արտացոլում են տնտեսությունում մակրոտնտեսական կայունության և ապագա ցնցումներին դիմակայելու կարողության հանդեպ ավելի մեծ վստահությունը: Այս համատեքստում ավելի ցածր գնաճային սպասումները կարող են հանգեցնել անվանական չեզոք տոկոսադրույքի նվազմանը:

Հաշվի առնելով վերոնշյալ հայեցակարգային հիմնակարգը՝ ՀՀ-ում իրական չեզոք տոկոսադրույքը գնահատվում է 7.3-ից 9.3%-ի շրջանակում՝ 8.3% միջին/մոդալ գնահատականով: Չեզոք տոկոսադրույքի գնահատականի միջակայքն արտացոլում է այնպիսի անորոշություններ, ինչպիսիք են՝ համաշխարհային չեզոք տոկոսադրույքի հետ կապված անորոշությունը, փոխարժեքի ցիկլային կամ միտումնային արժևորման հետ կապված անորոշությունները, արտադրողականության աճի ու երկրի ռիսկի հավելավճարի հետ կապված անորոշությունները և այլն:

Վարկավորման պայմաններ

ՀՀ ԿԲ-ի կողմից իրականացված հարցումները ցույց են տալիս, որ անտրային բանկերի կողմից վարկավորման պայմանների ինդեքսը գտնվել է զուտ դյուրացման տիրույթում բոլոր վարկատեսակների գծով, իսկ տոկոսադրույքները շարունակում են պահպանվել կայուն մակարդակներում: Առևտրային բանկերի կողմից ներգրավված և տրամադրված միջոցները շարունակել են աճել 2024 թ. 1-ին եռամսյակում արտահայտելով բարձր ակտիվություն տնտեսության իրական հատվածում: Որոշակիորեն փոխվել է վարկավորման կառուցվածքը. աճել է հիմնականում պայմանավորվել է տնային տնտեսություններին տրամադրված վարկերի ավելացմամբ: Մյուս կողմից՝ ձեռնարկություններին տրամադրված վարկերի ծավալը պահպանվել է նախորդ եռամսյակի նույն մակարդակում: Դա պայմանավորված է տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական առկա անորոշությունների պահպանման պարագայում ներդրումների հետաձգման վարքագծով: Մյուս կողմից՝ հաշվի առնելով ձեռնարկությունների ավանդային հաշիվների ավելացումը՝ բիզնես վարկավորման թույլ պահանջարկը կարող է վկայել դրական բիզնես միջավայրի, շահույթների և բարձր իրացվելիության մասին: Տնային տնտեսություններին տրամադրված վարկերի տոկոսադրույքները պահպանվել են հարաբերականորեն բարձր մակարդակում պայմանավորված սպառողական և հիպոտեկային վարկավորման պահանջարկի բարձր մակարդակով: Մասնավոր հատվածում եկամուտների ավելացումը և պարտքի սպասարկման բեռի նվազումը եկամուտների համեմատությամբ, մասնավոր հատվածում կարող են լրացուցիչ ավելացնել վստահությունը՝ նպաստելով տնտեսությունում վարկավորման հետագա արագացմանը և գնաճային ճնշումների ավելացմանը:

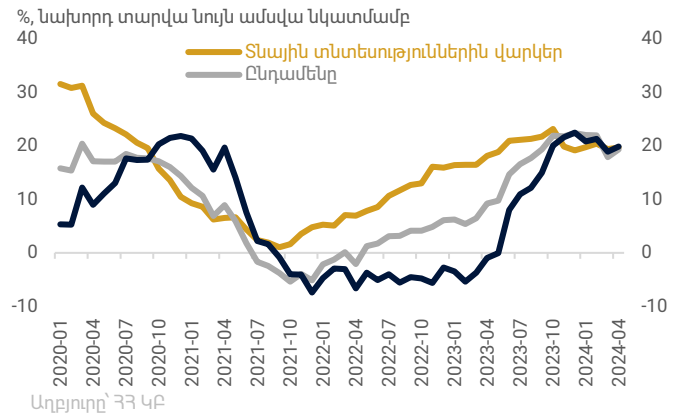
Անվանական փոխարժեք

2024 թվականի առաջին կիսամյակում դրամը ԱՄՆ դոլարի, եվրոյի և ռուբլու նկատմամբ պահպանվել է հարաբերականորեն կայուն մակարդակում (գծապատկեր 3.Դ.5): Այնուամենայնիվ, վերջին շաբաթների ընթացքում հիմնական գործընկեր երկրների արժույթների նկատմամբ դիտվել է դրամի չափավոր արժևորում (2024 թ. մարտի կեսերից դրամը ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ արժևորվել է մոտ 4%-ով): Վերջին շրջանում դրամի չափավոր արժևորումը պայմանավորված է արտահանման և առևտրի հետ կապված գործունեության ակտիվության կայուն բարձր աճով, երկրի ռիսկի հավելավճարի շարունակական նվազմամբ (գծապատկեր 3.Դ.6), ինչպես նաև որոշ, առավել քիչ էական, ժամանակավոր գործոններով: Այս համատեքստում հիմնական ռիսկերն ու անորոշությունները կապված են արտահանման և առևտրի աճի կայունության, սպառման ապրանքների ներմուծման ավելի փոքր ծավալների, ինչպես նաև ներքին ծառայությունների նկատմամբ ավելի ուժեղ արտաքին պահանջարկի հետ (որը, չնայած վերջին ամիսների որոշակի թուլացմանը, շարունակում է պահպանվել բարձր մակարդակում)՝ տնտեսությունում առաջացնելով արժևորման ճնշումներ: Մյուս կողմից՝ այդ ճնշումները կարող են չեզոքացվել հնարավոր ավելի ուժեղ ներքին պահանջարկի գործոններով (կապված նախկինում կուտակված խնայողությունների օգտագործման, սպառողական վարկերի հնարավոր աճի հետ)՝ նպաստելով ներմուծման ծավալների աճին:

2023 թվականի սեպտեմբեր-հոկտեմբեր ամիսների աշխարհաքաղաքական իրադարձություններով պայմանավորված երկրի ռիսկի հավելավճարի աճից հետո, 2024 թվականի երկրորդ եռամսյակում (գծապատկեր 3.Դ.8) (այն գնահատվում է որպես 2029 թվականին մարվող հայկական եվրոպարտատոմսերի եկամտաբերության և նույն մարման ժամկետով հենանիշային ռիսկից զերծ տոկոսադրույքի տարբերություն) շարունակել է կայունաճ և ցուցաբերել նվազման միտումներ: Երկրի ռիսկի հավելավճարի կայունացումը և աստիճանական նվազումը մասամբ արտացոլում է զարգացող երկրների համանման միտումները, ինչպես նաև ՀՀ տնտեսությանը հատուկ գործոնների զարգացումները, այդ թվում՝ կայուն մակրոտնտեսական և հարկաբյուջետային հիմնարարները: Միևնույն ժամանակ, երկրի ռիսկի հավելավճարի տեսանկյունից, տեղական և տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական անորոշությունների պահպանումը շարունակում է վերևի ուղղությամբ որոշակի ռիսկեր պարունակել, ինչն իր հնարավոր ազդեցությունը կարող է ունենալ ֆինանսական շուկաների և կապիտալի հոսքերի վրա:

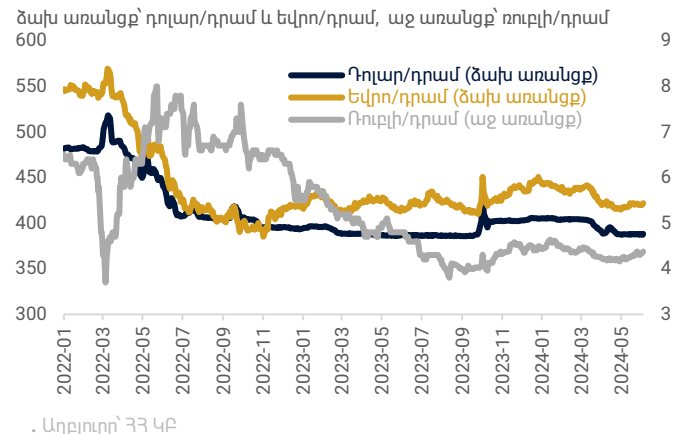
Սպառողական վարկերի պահանջարկը շարունակում է աճել:

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



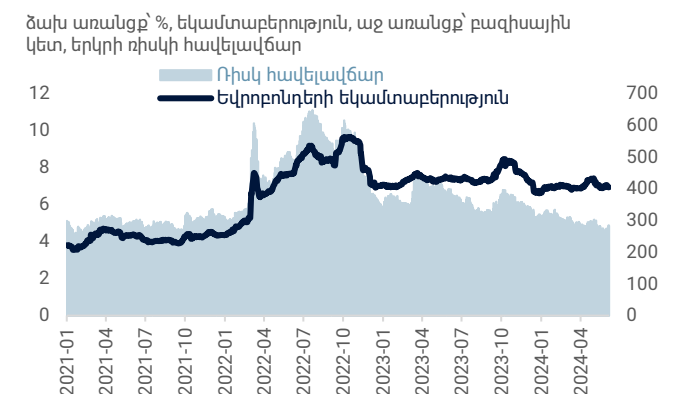
2022 թվականի կեսերից դրամի զգալի արժևորում:

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



Տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական լարվածության հեռանկարի հետ կապված անորոշությունը բարձր ռիսկի է պարունակում ֆինանսական շուկաների համար, այդ թվում՝ երկրի ռիսկի հավելավճարի վերագնահատման միջոցով:

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



Աղբյուր՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, ՀՀ ԿԲ

Ներգիր 4. Սցենարների վրա հիմնված, ապագային միտված ուղղորդում. շուկայի սպասումների դերը

ԿԶՎՀ-2-ի ներքո, դիսկրետ 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 քաղաքականության վերաբերյալ քննարկումների մեկնարկային կետ: Շուկայի սպասումները, ըստ երևույթին, պարունակում են ընթացիկ տնտեսական զարգացումների, ինչպես նաև ապագա տնտեսական զարգացումների համատեքստում դրամավարկային քաղաքականության համապատասխան արձագանքի մասին կարևոր տեղեկատվություն:

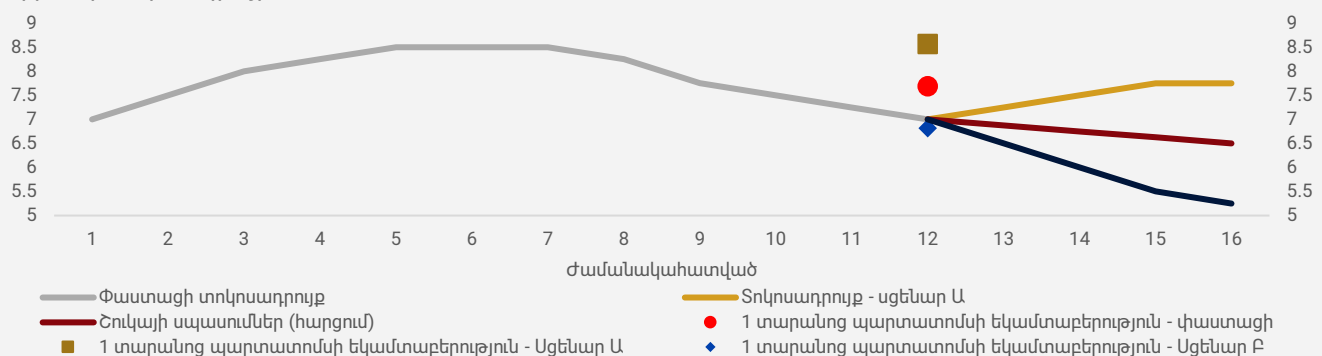
Մինչ ճկուն գնաճի նպատակադրման հայեցակարգային մոտեցումների զարգացումը, դրամավարկային քաղաքականության հաղորդակցումը հիմնականում կենտրոնացված էր ուղղակի գործողությունների, օր.¹ կարճաժամկետ տոկոսադրույքների սահմանման վրա: Հասարակության մեծամասնության շրջանում, սակայն, կարճաժամկետ տոկոսադրույքները երկարաժամկետ տոկոսադրույքների համեմատությամբ այդքան էլ մեծ շեշտադրում չունեն: Երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա համեմատաբար ավելի մեծ շեշտադրումը բացատրվում է այն հանգամանքով, որ դա այն ժամկետայնությունն է, որով տնային տնտեսություններն ու ձեռնարկությունները սովորաբար վարկեր և փոխառություններ են վերցնում կամ տրամադրում: Երկարաժամկետ տոկոսադրույքների երկու հիմնական բաղադրիչներն են՝ ժամկետայնության ու ռիսկի հավելավճարը և քաղաքականության տոկոսադրույքի անկախվող ուղեգծը: Այս բաղադրիչներից երկրորդը 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 գերակշռություն: 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 անկախվող 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 անկախվող ուղեգծի վերաբերյալ շուկայական սպասումների կառուցումը այդքան էլ պարզ գործընթաց չէ: Վերջինս պահանջում է տարբեր մոտեցումների համադրում և առկա ոչ փարձեք տեղեկատվության հիման վրա որոշակի գնահատումների իրականացում:

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

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

Գծապատկեր Ն.4.1. ԿԶՎՀ-2-ի շրջանակներում տիպային սցենարների և շուկայի ուղղորդիչ սցենարի պայմանական օրինակ, տոկոսադրույք, %



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

Ե. Սցենարների բազմություն

Սցենարների բազմության նպատակը և կառուցվածքը

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

Աղյուսակ Ե.1. Սցենարների բազմության կառուցվածքը

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

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

Սցենարների բազմություն. 2024 թվականի երկրորդ եռամսյակ

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

Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ
Պահանջարկի ընդլայնում. - ԱՄՆ-ում, ներքին պահանջարկով պայմանավորված, կայուն և բարձր տնտեսական աճի, գերտաքացած աշխատաշուկայի, ինչպես նաև աշխարհաքաղաքական անորոշությունների և ապագայթաքացման հնարավոր ուղեգծի համատեքստում, պարբերական առաջարկի շուկերի հետևանքով գնաճը թիրախային մակարդակին վերադարձնելու նպատակով ԱՄՆ-ի ԴԴՀ-ն կշարունակի վարել զսպող դրամավարկային քաղաքականություն՝ պահպանելով տոկոսադրույքները բարձր մակարդակում ավելի երկար, քան ֆինանսական շուկայի սպասումներն են, ինչն իր հնարավոր ազդեցությունը կունենա զարգացող և զարգացած երկրների (այդ թվում՝ ՀՀ) միջև ֆինանսական հոսքերի վրա: - Ռուս-ուկրաինական հակամարտության պահպանման և ՌԴ-ի նկատմամբ երրորդ երկրների կողմից կիրառված սահմանափակումների շարունակական խստացման պայմաններում ՌԴ-ից դեպի ՀՀ միջազգային այցելուների մեծ հոսքի, ինչպես նաև ՀՀ ապրանքների և ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկի նոր հնարավոր ալիքի ներքո ՀՀ տնտեսությունում կձևավորվեն լրացուցիչ պահանջարկ և գնաճային ճնշումներ: - ՀՀ սահմանային լարվածության պահպանումը, տարածաշրջանային երկրներում լարվածության աճը և աշխարհաքաղաքական հետագա զարգացումների հետ կապված անորոշությունը ռիսկեր են առաջացնում ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի՝ դեպի վերև վերազնադասման, ֆինանսական շուկայում տատանողականության ավելացման, գնաճային սպասումների ապախարսխման, ինչպես նաև ՀՀ-ից կապիտալի և աշխատուժի արտահոսքի տեսանկյունից, որոնք առավելապես կունենան գնաճային ազդեցություններ, սակայն հնարավոր են նաև պահանջարկի թուլացման հետ կապված որոշակի հակակշռող գործոններ: - Ներքին տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի ձևավորման և երկարատև պահպանման սցենարներ. - Ներուժային մակարդակից բարձր տնտեսական աճի պահպանումը ենթադրում է, որ ավելցուկային պահանջարկի պայմանները ՀՀ-ում դեռևս պահպանվում և ընդլայնվում են: - Մասնավոր հատվածում կուտակված խնայողությունները, սպառողական վարկերի շարունակական բարձր աճը, աշխատավարձերի աճը, ինչպես նաև արտահանման դրական զարգացումներից ածանցվող եկամուտների աճը կնպաստեն մասնավոր սպառման աճի արագացմանը և դրանից ածանցվող գնաճային ճնշումների ավելացմանը: - Հարկաբյուջետային քաղաքականության առավել խթանող դիրք՝ պայմանավորված ծրագրվածի համեմատությամբ հարկային եկամուտների թերակատարման ռիսկերով և սոցիալական աջակցության ծրագրերի իրականացման նպատակով՝ ընթացիկ ծախսերի ավելացման անհրաժեշտությամբ: <i>Շարունակությունը հաջորդ էջում</i>	Պահանջարկի զսպում. - Համաշխարհային տնտեսությունում, հատկապես՝ ԵՄ-ում և Հինաստանում, պահպանվում են թույլ տնտեսական աճի հեռանկարի հետ կապված մտահոգությունները, որոնք կարող են նախադրյալներ ստեղծել ավելի խոր տնտեսական անկման սցենարների համար: Եթե Հինաստանի անշարժ գույքի շուկայում առկա խնդիրները վերածվեն ավելի լայնամասշտաբ ֆինանսական խնդիրների, նավթի և միջազգային ապրանքահումքային ապրանքների պահանջարկը կտրուկ կնվազի: Հաշվի առնելով Հինաստանի դերը համաշխարհային տնտեսությունում սա կարող է հանգեցնել ապրանքահումքային շուկաներում գների էական նվազման և համաշխարհային պահանջարկի էական դանդաղման (Ֆ տիպի կամ ծայրահեղ զարգացման սցենար): - Չնայած ՌԴ տնտեսական աճը պահպանվում է բարձր մակարդակում, այնուհանդերձ, արևմտյան Նոր պատմամիջոցները տնտեսական աճի կայունության առումով որոշակի մտահոգություններ են առաջացնում: Այս իրավիճակում տնտեսական ակտիվության հնարավոր կտրուկ դանդաղման և դրանից ածանցվող բացասական ազդեցությունների ֆոնին կստեղծվեն ՀՀ դրամական փոխանցումների և ՀՀ ապրանքների ու ծառայությունների նկատմամբ ՌԴ պահանջարկի հետագա նվազման ուղղությամբ խնդիրներ: - Վրաստանում քաղաքական զարգացումների և տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական լարվածության պահպանման հետևանքով դեպի տարածաշրջան և ՀՀ զբոսաշրջիկների հոսքի կտրուկ նվազում: - Անշարժ գույքի շուկայում գերտաքացած վիճակի պահպանումը ռիսկեր է պարունակում շինարարության ոլորտի հետագա դանդաղման և անշարժ գույքի գների նվազման տեսանկյունից, ինչը լրացուցիչ զսպող ազդեցություն կփոխանցի տնտեսության հարակից ոլորտներին՝ ձևավորելով տնտեսությունում համախառն պահանջարկի նվազման ու գնանկումային ազդեցությունների ռիսկեր: - Ոչ համատարած և ոչ ներառական տնտեսական աճը, որն արտահայտվում է տնտեսության որոշ ոլորտներում եկամուտների կենտրոնացվածության բարձր աստիճանով, համեմատաբար թույլ մասնավոր սպառման և ցածր գնաճային միջավայրի պայմաններում անորոշություններ է պարունակում ներքին պահանջարկի պայմանների վերաբերյալ և առաջացնում բացասական պահանջարկի միջավայրի առաջացման ռիսկեր՝ միջնաժամկետ հեռանկարում ունենալով շարունակական գնանկումային ազդեցություններ: - Առավել երկար ժամանակահատվածում գնաճի՝ թիրախային մակարդակից ցածր պահպանումը հնարավոր է հանգեցնի ներքևի ուղղությամբ գնաճային սպասումների ճշգրտման, երկար պահպանման և զսպված սպառողական վարքագծի առաջացման: - Հարկային եկամուտների հավաքագրման աճի պայմաններում պետական ծախսերի կառուցվածքում կապիտալ ծախսերի մասնաբաժնի հարաբերական աճը, կարող է հանգեցնել հարկաբյուջետային քաղաքականության՝ համախառն պահանջարկի վրա ավելի զսպող ազդեցության: <i>Շարունակությունը հաջորդ էջում</i>

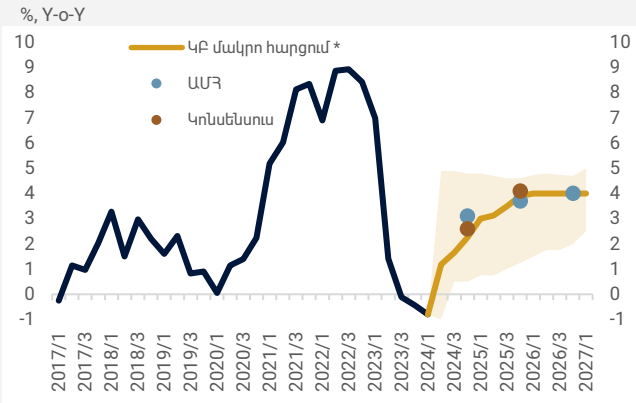
Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ (շարունակություն)	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ (շարունակություն)
	Պահանջարկի զսպում (շարունակություն) – ՀՀ տնտեսական աճի կառուցվածքը տնտեսության հեռանկարի հետ կապված որոշակի մտահոգություններ է առաջացնում: Մասնավորապես՝ ընթացիկ բարձր աճը կենտրոնացված է որոշ ենթադրույթներով, իսկ տնտեսության ընդհանուր ներուժը նկարագրող հատվածների զարգացման հեռանկարի շուրջ անորոշությունը պահպանվում է: Նման միտումների պահպանումը և շարունակումը կվկայի տնտեսությունում ֆինանսական պայմանների խստության ու պահանջարկի երկարաժամկետ գործոնների զսպվածության մասին, ինչը միջնաժամկետում պարունակում է գնանկումային էական ազդեցությունների ձևավորման ու պահպանման ռիսկեր: – Ներքին տնտեսությունում չեզոք տոկոսադրույթի ավելի ցածր լինելու վերաբերյալ անորոշությունները և համեմատաբար խիստ դրամավարկային ու ֆինանսական պայմանները, այդ թվում՝ իրական փոխարժեքի արժևորումը, հնարավոր է, որոշակի զսպող ազդեցություն ունենան ՀՀ-ում ներդրումների, աշխատուժի ներհոսքի, ապրանքների ու ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկի, ինչպես նաև տնտեսության արտահանելի հատվածի միջնաժամկետ հեռանկարի վրա՝ հանգեցնելով զսպված պահանջարկի ու ցածր գնաճային միջավայրի առավել երկար պահպանմանը:
Առաջարկի զսպում. – Մերձավոր Արևելքում և Կարմիր ծովում ճգնաժամի հետագա սրացումը կխորացնի համաշխարհային արժեզրեզանքների խաթարումները, այդ թվում՝ նավթի արդյունահանման և տեղափոխման տեսանկյունից, և ճնշումներ կգործադրի համաշխարհային գնաճի ավելացման ուղղությամբ, արդյունքում, մի կողմից՝ սահմանափակելով առաջատար երկրների ԿԲ-ներին՝ առաջիկայում թուլացնելու դրամավարկային քաղաքականությունը, մյուս կողմից՝ լրացուցիչ գնաճային միջավայր ստեղծելով ներմուծվող ապրանքների տեսանկյունից: – Արտաքին առևտրի բավականին մեծ ծավալներով պայմանավորված ՀՀ տնտեսական աճը նպաստում է դրամի արժևորման ճնշումների ավելացմանը: Այս միտումների և աճի կտրուկ դանդաղման դեպքում հնարավոր են ֆինանսական հոսքերի էական նվազման և ֆինանսական շուկաներում տատանողականության ավելացման հետ կապված հիմնականում գնաճային ռիսկեր: – ՀՀ-ում անբարենպաստ եղանակային պայմանների հետևանքով գյուղատնտեսության ոլորտը էական վնասներ է կրել, ինչը որոշակի գնաճային ռիսկեր է պարունակում սեզոնային պարենային ապրանքների մասով: Գնաճային սպասումների ապախարսխված լինելու պարագայում պարենային ապրանքների գների հնարավոր շուրջ կարող է առաջացնել ընդհանուր գնաճային սպասումների՝ վերևի ուղղությամբ ճշգրտումներ: – Աշխատանքային միգրանտների (հիմնականում Հնդկաստանից) հնարավոր արտահոսքի ռիսկերը տնտեսության որոշ ճյուղերում կարող են առաջացնել աշխատաշուկայի պայմանների խստացում, ինչը տնտեսության համար աշխատաշուկայից ածանցվող նոր գնաճային ալիքի աղբյուր է:	Առաջարկի ընդլայնում – Աշխատուժի առաջարկի ավելացումը ՀՀ-ում կնպաստի աշխատուժի շուկայի հավասարակշռության վերականգնմանը, ավելցուկային առաջարկի ձևավորմանը, ինչպես նաև աշխատավարձերի նվազմանը՝ էականորեն թուլացնելով գնաճային ճնշումները, որին կնպաստեն. – ՀՀ սեզոնային միգրացիայի կտրուկ նվազումը դեպի ՌԴ՝ պայմանավորված ՀՀ-ում և ՌԴ-ում աշխատավարձերի ճեղքվածքի փոքրացմամբ, ինչպես նաև որոշակի հարկման գործիքների ներդրմամբ, ինչը կարող է ստիպել սեզոնային աշխատողներին ինտեգրվել ՀՀ աշխատանքային շուկային: – Արցախից բռնի տեղահանված բնակչության արագ ներգրավումը ՀՀ աշխատանքի շուկայում: – ՀՀ-ում նախորդ տարիներին միջին աշխատավարձերի հիշատակ կարգացումը, դրամական փոխանցումների դերի նվազումը, ինչպես նաև բոլոր տիպի որակավորում ունեցող աշխատուժի ներգրավման տեսանկյունից բարենպաստ տնտեսական աճի կառուցվածքը կարող են նույնպես օժանդակել ՀՀ-ում տնտեսապես ոչ ակտիվ բնակչության՝ արագ տեմպերով ՀՀ աշխատանքի շուկային ինտեգրմանը՝ թուլացնելով գնաճային ճնշումները: – Սեզոնային պարենային ապրանքների մասով գնանկումային ազդեցությունները կպահպանվեն՝ պայմանավորված ջերմոցային տնտեսությունների ավելացման արդյունքում համախառն թողարկման աճով, որը կարող է զուգակցվել գյուղատնտեսական ապրանքների արտահանման հնարավոր դժվարություններով: Այս սցենարը կարող է առավել գնանկումային ազդեցություններ ունենալ տնտեսությունում և բարդացնել գնաճի կառավարման խնդիրը:

Ներգիր 5. Շուկայի ուղղորդիչ սցենար

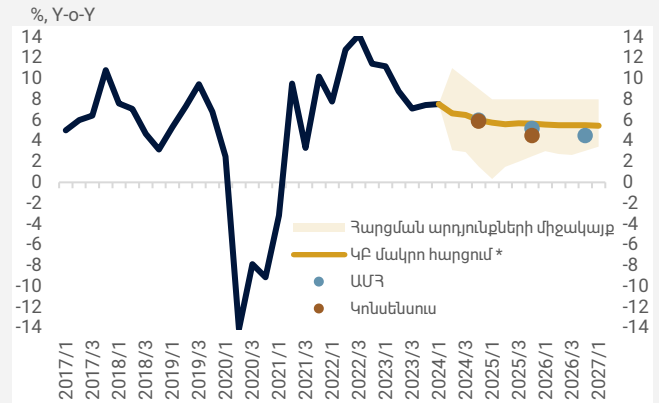
ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության համակարգի ներքո (ԿԲՀ-2) Կենտրոնական բանկն իր մակրոտնտեսական կանխատեսումները չի ներկայացնում մեկ հիմնական կամ բազային սցենարի տեսքով: Փոխարենը, հիմք ընդունելով ֆինանսական շուկայի մասնակիցների (այդ թվում՝ առևտրային բանկեր, ներդրումային ֆոնդի կառավարիչներ, ինստիտուցիոնալ ներդրողներ և այլն) եռամսյակային հարցումներից ստացվող տեղեկատվությունը, ԿԲ-ն կառուցում է մակրոտնտեսական հիմքերով (macro consistent) շուկայի ուղղորդիչ սցենար: Այդ առումով, շուկայի ուղղորդիչ սցենարը կարող է ծառայել նույն նպատակին, ինչին՝ հիմնական կամ բազային սցենարը, քանի որ վերջինս ներկայացնում է շուկայի «ապագայի վերաբերյալ ամենահավանական» գնահատականը՝ հիմնված տվյալ պահի դրությամբ շուկայի մասնակիցներին հասանելի տեղեկատվության վրա: Շուկայի ուղղորդիչ սցենարի կիրառությունը ԿԲ-ին հնարավորություն է տալիս, շուկայական «ամենահավանական» սպասումներին զուգահեռ, ուշադրությունը կենտրոնացնելու այն անորոշությունների, ռիսկերի ու սցենարների վրա, որոնք կարող են պարունակել ռիսկեր դրամավարկային քաղաքականության ու գների կայունության տեսանկյունից՝ միաժամանակ հնարավորություն տալով արդյունավետորեն հաղորդակցելու փաստացի ԴԿԲ 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 հարցման յուրաքանչյուր մասնակից պետք է ներկայացնի մակրոհետևողական սցենար, որն ընդգրկի սցենարի հիմքում առկա որակական գործոնների և համապատասխան Ա և Բ տիպի ռիսկերի նկարագրությունը, ինչպես նաև առաջիկա 12 եռամսյակների կտրվածքով գնաճի, տնտեսական աճի, ՀՀ ԿԲ քաղաքականության տոկոսադրույքի և դրամ/դոլար անվանական փոխարժեքի քանակական կանխատեսումները: 2024 թվականի 1-ին եռամսյակի հարցումները իրականացվել են մարտ-ապրիլ ամիսներին: Հարցմանը մասնակցել են 18 առևտրային բանկ, 35 վարկային կազմակերպություն, 19 ներդրումային ընկերություն և 1 ֆոնդի կառավարիչ:

Գծապատկեր Ն.5.1. Գնաճ



Գծապատկեր Ն.5.3. Իրական ՀՆԱ աճ



Գծապատկեր Ն.5.2. ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք

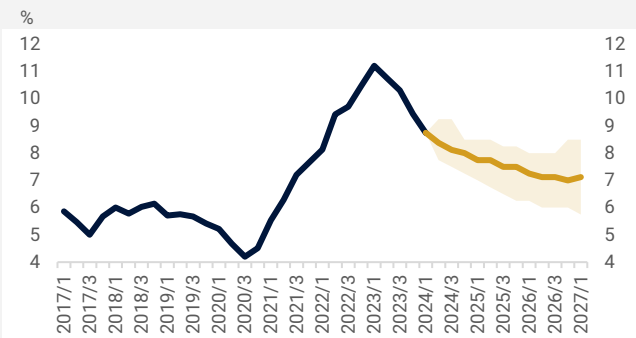
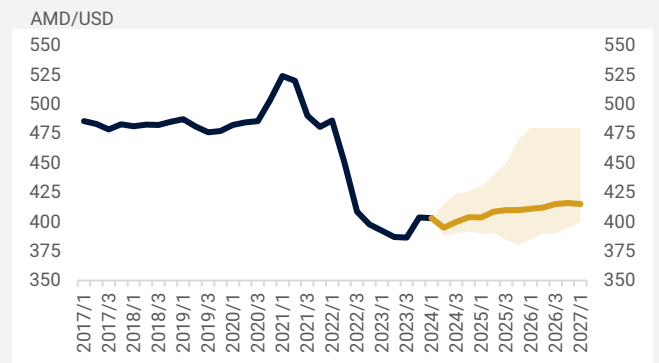


Figure Ն.5.4. Անվանական փոխարժեք



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

Աղյուսակ 3.9.1. Հայաստանի տնտեսական աճի և գնաճի կանխատեսումներ

Աղբյուր Ամսաթիվ	ԱՄՆ Ապրիլ-24	ԿԲ մակրո հարցում 2024 թ. 1-ին եռ.	Կոնսենսուս Հունվար-24
ՀՆԱ աճ (տարեկան, %)			
2023 (փաստացի)		8.7	
2024	6.0	6.6	5.9
2025	5.2	5.7	4.5
2026	4.5	5.5	4.7
Գնաճ (տարեկան, %)			
2023 (փաստացի)		-0.6	
2024	3.1	2.3	2.6
2025	3.7	3.9	4.1
2026	4.0	4.0	4.0

Աղբյուրը՝ ԱՄՆ, ՀԲ, ԱՀԲ, ԿԲ մակրոտնտեսական հարցում

Դրամավարկային քաղաքականության հեռանկար

Սցենար Ա. շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր մակարդակ

Զարգացած տնտեսություններից փոխանցվող կայուն գնաճային ճնշումներ՝ պայմանավորված ԱՄՆ-ի բարձր ներքին պահանջարկով և համաշխարհային տնտեսությունում առաջարկի հնարավոր խաթարումներով

Տիպային Ա սցենարի շարժառիթներից մեկը ԱՄՆ-ի տնտեսությունում բարձր ներքին պահանջարկի պայմաններն են, որոնք զգալիորեն բարդացնում են դրամավարկային մարմինների ջանքերը՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճի նպատակային ցուցանիշին կայուն ուղեգիծ գտնելու ուղղությամբ: Չնայած վերջին եռամսյակների ընթացքում ԱՄՆ-ի ԴԴՀ-ի կողմից քաղաքականության տոկոսադրույքների բարձրացմանը՝ դրամավարկային խիստ պայմանների ազդեցությունն ամբողջությամբ չի փոխանցվել ֆինանսական պայմանների կամ ամբողջ տնտեսության վրա: Այս համատեքստում, ԱՄՆ-ի վերջնական սպառումը շարունակում է պահպանվել բարձր մակարդակում՝ հանդիսանալով ներուժից բարձր տնտեսական աճի հիմնական շարժիչ ուժերից մեկը: Աշխատաշուկայի պայմանները շարունակում են մնալ խիստ: Մասնավորապես՝ չնայած վերջին ամիսներին աշխատանքի ընդունման և Նոր աշխատատեղերի բացման տեմպի որոշակի դանդաղմանը, վերջիններս դեռևս պահպանվում են բարձր մակարդակներում, ինչը զուգորդվում է աշխատուժի մասնակցության բարձր մակարդակով և աշխատավարձերի շարունակվող բարձր աճով: Նշված գործոնները կարող են վկայել այն մասին, որ աշխատաշուկայից բխող վերևի ուղղությամբ ճնշումները շարունակվում են: Նշված գործոնների պայմաններում հատկապես կոշտ գներով բնութագրվող ապրանքների գնաճը պահպանվում է թիրախից բարձր մակարդակում, ինչը լրացուցիչ խոչընդոտ է միջնաժամկետում ԱՄՆ-ի ԴԴՀ-ի կողմից գների կայունության ապահովման գործընթացում:

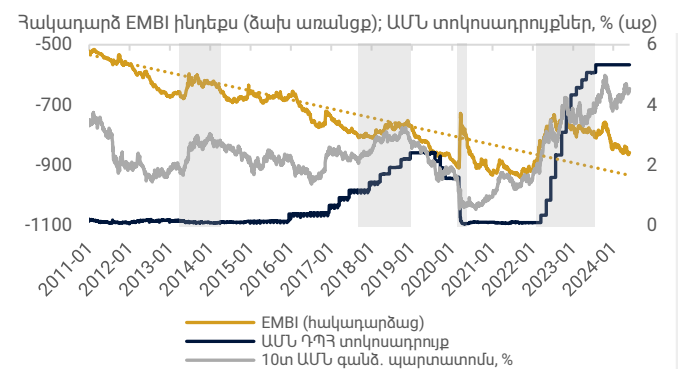
Զուգահեռաբար, արժեթղթերի և անշարժ գույքի գները շարունակում են աճել՝ խթանելով սպառման և ներքին պահանջարկի աճը: BAA տոկոսադրույքների տարբերությունը (BAA պարտատոմսերի և 10 տարի ժամկետայնությամբ գանձապետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների տարբերությունը) պահպանվում է ցածր մակարդակում, ինչը ենթադրում է տնտեսությունում իրացվելիության բարձր մակարդակ: Դա, իր հերթին, կարող է մեկնաբանվել որպես տնտեսությունում շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի թույլ ֆինանսական պայմանների պահպանում: Վերոնշյալ զարգացումները կարող են մատնանշել դրամավարկային քաղաքականության մտադրությունների և փաստացի ֆինանսական պայմանների միջև հնարավոր անհամապատասխանության առկայությունը: Տնտեսական երևույթների նմանատիպ զարգացումները փաստում են, որ ԱՄՆ-ի չեզոք տոկոսադրույքները զգալիորեն ավելի բարձր են ինչպես FOMC նախնական գնահատումներից, այնպես էլ շուկայի սպասումներից (ներգիր 1): Սա արտահայտվում է նաև քաղաքականության տոկոսադրույքների ակնկալվող մակարդակի վերաբերյալ շուկայի սպասումներն ամփոփող կորի հատկապես երկարաժամկետ հատվածի տատանողականությամբ: Այս համատեքստում, վերջին ամիսների ընթացքում, ի պատասխան հրապարակվող ցանկացած լավատեսական տեղեկատվության, կորի հատկապես երկարաժամկետ հատվածը դրսևորել է նվազման միտումներ:

Տնտեսությունում բարձր պահանջարկի պայմանների պահպանման և հնարավոր ավելի բարձր չեզոք տոկոսադրույքի պայմաններում, տիպային Ա սցենարի լրացուցիչ շարժառիթներից են նաև համաշխարհային առաջարկի հնարավոր շուկայի վերաբերյալ մտավախությունները: Համաշխարհային աշխարհաքաղաքական լարվածության սրման ֆոնին տարածաշրջանային միտումները (որոնք դրսևորվել են համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի ընթացքում և խորացել Քովիդ-19 համավարակի ժամանակ) առաջացնում են շարունակական առևտրային պատերազմների և առաջարկի շուկայի հնարավոր ձիսկեր: Նմանատիպ միտումների օրինակ են չինական կանաչ տեխնոլոգիաների նկատմամբ ԱՄՆ-ի կողմից կիրառվող տարիֆների (tariffs) ամբողջական փաթեթը և պատասխան գործողություններով ավելի խոր առևտրային պատերազմ առաջացնելու հետ կապված ռիսկերը: Ավելին, ԱՄՆ-ում տիրող քաղաքական անորոշությունը պարունակում է ոչ միայն այս միտումների հնարավոր վատթարացման, այլև ավելի խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականության և աշխատանքային ռեսուրսների ապագա ներհոսքի (որն իր ազդեցությունը կարող է ունենալ նաև աշխատաշուկայի պայմանների վրա) հետ կապված հնարավոր ռիսկեր և անորոշություններ:

Նմանատիպ սցենարային զարգացումները զարգացող երկրների, այդ թվում՝ ՀՀ տնտեսության վրա կարող են ունենալ Ա տիպի հետևանքներ, ինչը ՀՀ ԿԲ

դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից կպահանջի քաղաքականության տոկոսադրույքների՝ շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր, զգուշավոր ուղեգիծ: Այս համատեքստում ԱՄՆ-ի տնտեսությունում բարձր պահանջարկի միջավայրը և առաջարկի ավելի մեծ տատանողականությունը (այդ թվում՝ միջազգային հումքատեսակների գների հնարավոր աճ և բարձր տատանողականություն) կարող են հանգեցնել դեպի ՀՀ տնտեսություն արտաքին հատվածից ավելի բարձր գնաճային ճնշումների փոխանցմանը: Երկրորդ՝ ԱՄՆ-ում քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր մակարդակը (բարձր պահանջարկի պայմանների պահպանման, երկարաժամկետ տոկոսադրույքների ժամկետայնության հավելավճարի աճի և չեզոք տոկոսադրույքի ենթադրությունների վերագնահատման համատեքստում) կարող է առաջացնել դեպի զարգացող երկրներ, այդ թվում՝ ՀՀ տնտեսություն, կապիտալի հոսքերի հետ կապված ռիսկեր: Այս պարագայում հնարավոր հետևանքները կարող են որոշակիորեն մեղմվել՝ կապված ինչպես ԱՄՆ-ի քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր մակարդակի հիմքում առկա գործոնների, այնպես էլ ՀՀ տնտեսության՝ հարաբերականորեն կայուն մակրոտնտեսական հիմնարարների հետ: Այս դեպքում առաջնային ռիսկերը կապված են այն հանգամանքի հետ, որ ԱՄՆ-ի ԴԴՀ տոկոսադրույքների ավելի բարձր մակարդակը զարգացող երկրներում կարող է հանգեցնել երկրի ռիսկի հավելավճարի վերագնահատումներին և, քաղաքականության ուժեղ արձագանքի բացակայության պայմաններում, որոշակի նախադրյալներ ստեղծել զարգացող երկրներից կապիտալի արտահոսքի համար: Միաժամանակ, նմանատիպ սցենարի պարագայում, ՀՀ տնտեսությունում կուտակված զգալի անհաշվելի շուկայի սպասումների համեմատությամբ կարող է ունենալ ավելի պահպանողական դիրքորոշում, որն ուղղված է առավել վտանգավոր, ոչ գծային երևույթներից (ինչպիսիք են արժեզրկման կամ գնաճային ճնշումները, որոնք տնտեսությունում կարող են հանգեցնել գնաճային սպասումների հնարավոր ապախարսխմանը) բխող հնարավոր ռիսկերի չեզոքացմանը: Այս համատեքստում, շուկայի սպասումների համեմատությամբ տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծն արտացոլում է քաղաքականություն իրականացնող մարմինների՝ երկրի ռիսկի հավելավճարի հնարավոր ցնցումներին ավելի պատրաստված լինելու ռազմավարությունը: Այս մոտեցման նպատակը նմանատիպ շուկայի նյութականացման պարագայում բարենպաստ հիմնարար տնտեսական պայմանների պահպանումն ու գնաճային սպասումների խարսխման ճանապարհով հնարավոր տնտեսական անկայունության մեղմումն է:

Գծապատկեր 3.2.1. 10 տարի ժամկետայնությամբ ԱՄՆ գանձ. պարտատոմսի և EMBI-ի եկամտաբերություն



Աղբյուր՝ FRED, Բլումբերգ

Սցենար Բ. շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի ցածր մակարդակ

Բացասական պահանջարկի միջավայրի զարգացումներին տնտեսությունում

ՀՀ տնտեսական աճը շարունակում է պահպանվել երկարաժամկետ կայուն աճից բարձր մակարդակում, ինչը, առաջին հայացքից, որոշակի ազդակներ է պարունակում ավելցուկային պահանջարկի միջավայրի առաջացման և գնաճային ճնշումների ավելացման տեսանկյունից: Այնուհանդերձ, ընթացիկ տնտեսական աճը ներառական չէ և խիստ կենտրոնացված է մի քանի ոլորտներում: Մասնավորապես՝ վերջին ամիսներին տնտեսական աճին բավականին մեծ նպաստում է ունեցել մշակող արդյունաբերության և առևտրի բարձր աճը (գծապատկեր 3.2.1): Առևտրի աճը հիմնականում պայմանավորված է արտաքին առևտրաշրջանառության մեծ ծավալներով և արտահայտում է առևտրի այն հնարավորությունները, որոնք առաջացել են ՌԴ-ի նկատմամբ անսահմանափակ պատժամիջոցների սահմանումից հետո, իսկ մշակող արդյունաբերության աճը մեծ մասամբ պայմանավորված է ոսկերչական իրերի արտադրության և արտահանման կտրուկ ավելացմամբ: Տնտեսական աճից զտելով միայն ոսկերչական իրերի արտադրության և անմշակ ոսկու ներմուծման ու արտահանման ծավալները՝ ըստ ԿԲ գնահատականի, 2024 թ. առաջին եռամսյակի տնտեսական աճը 9.2%-ի փոխարեն կկազմեր շուրջ 3.8%: Ոչ ներառական աճը որոշակի մտահոգություններ է առաջացնում դրանից ածանցվող զբաղվածության և աշխատավարձերի աճի, լայն հասարակության շրջանում եկամուտների հավասարաչափ ավելացման, համախառն պահանջարկին նպաստող հիմնարարների առկայության և պահանջարկի դիրքի վերաբերյալ: Մյուս կողմից՝ տնտեսության ընդհանուր ներուժը նկարագրող հատվածների շուրջ անորոշությունը պահպանվում է, իսկ որոշ առանցքային ոլորտներ, ինչպիսիք են, օրինակ՝ ՏՏ ծառայությունների ոլորտը և մշակող արդյունաբերության այլ ավանդական ենթաճյուղեր, անկում են ապրում: Նման միտումների պահպանումը և շարունակումը կարող են վկայել տնտեսությունում եկամուտների բևեռացման խորացման և պահանջարկի երկարաժամկետ գործոնների զսպվածության մասին, ինչը միջնաժամկետում պարունակում է գնանկումային էական ազդեցությունների ձևավորման ու պահպանման հավելյալ ռիսկեր:

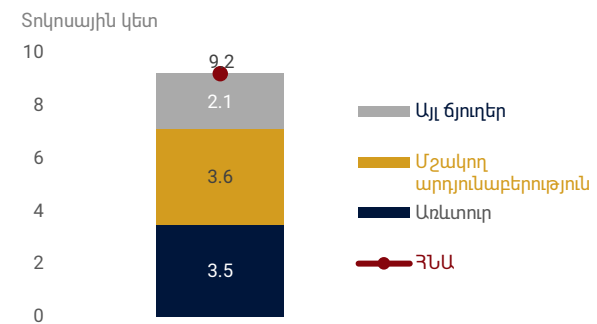
Տիպային Բ սցենարը հիմնված է այն ենթադրության վրա, որ ներքին տնտեսությունում պահպանվող գնանկումային միջավայրը (գծապատկեր 3.4.5) իրականում արտահայտում է պահանջարկի զսպված պայմանները, որոնք թաքնված են բարձր, բայց խիստ բևեռացված տնտեսական աճի մեջ: Սրա մասին են վկայում նաև տնտեսական բարձր աճի համեմատությամբ մասնավոր սպառման (գծապատկեր 3.Բ.4) համեմատաբար զսպված լինելու հանգամանքը, ծառայությունների ճյուղի աճի դանդաղումը, որտեղ կենտրոնացված են աշխատանքային ռեսուրսների մեծամասնությունը, ինչպես նաև դրամական փոխանցումների շարունակական նվազումը, որը հիմնականում ուղղվում էր սպառողական ծախսերի իրականացմանը: Այս սցենարի պարագայում տնտեսության նախնական պայմանները վկայում են բացասական ՀՆԱ ճեղքվածքի առկայության մասին: Կանխատեսված հորիզոնում զսպված պահանջարկի պահպանումը սահմանափակ ազդեցություն կունենա գների՝ դեպի ներքև շարունակական ճգնաժամի տեսանկյունից, քանի որ առկա են աշխատավարձերի և գների՝ ներքևի ուղղությամբ կոշտություններ: Այնուհանդերձ, հաշվի առնելով առավել երկար ժամանակահատվածում գնաճի՝ թիրախային մակարդակից ցածր պահպանումը, վերջինս, հնարավոր է, հանգեցնի գնաճային սպասումների՝ ներքևի ուղղությամբ ճգնաժամի, երկար

պահպանմանը և միջնաժամկետ հորիզոնում զսպված սպառողական վարքագծի հետագա խորացմանը:

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

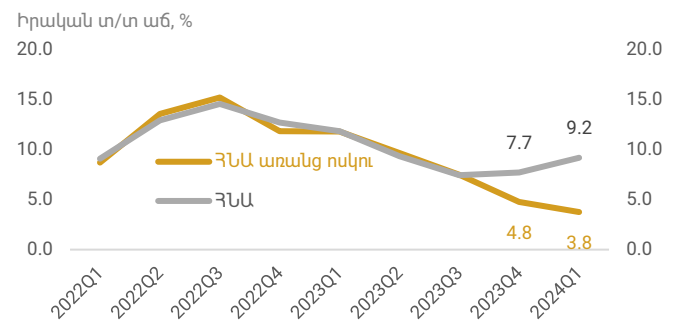
Գծապատկեր 3.2.1.

Մաս Ա. Տնտեսական աճին նպաստումներ, 2024 թ. առաջին եռամսյակ



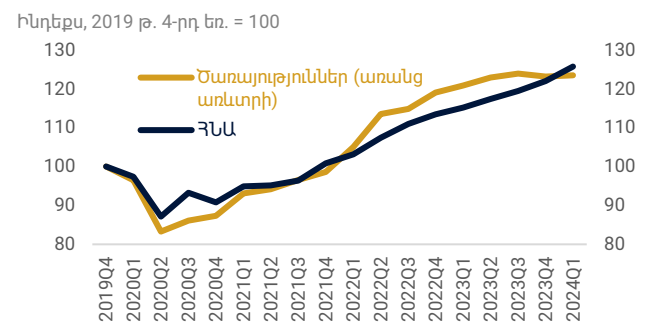
Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Մաս Բ. Տնտեսական աճը՝ առանց ոսկերչական իրերի արտադրության և ոսկու մեծածախ առևտրի



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

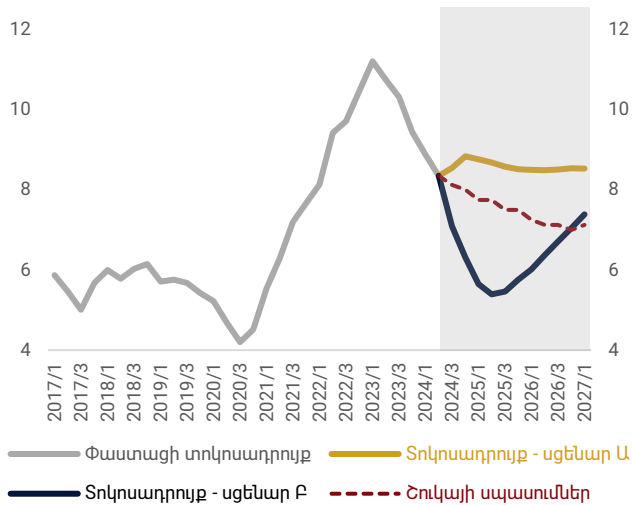
Մաս Գ. ՀՆԱ և ծառայությունների ճյուղի ինդեքս



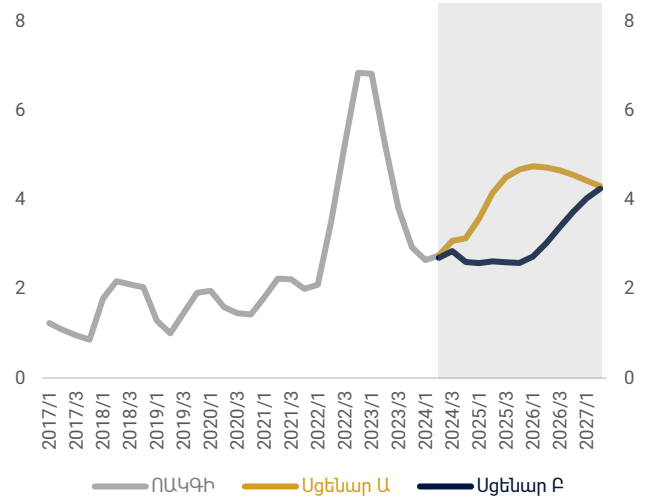
Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Տիպային Ա և Բ սցենարների մակրոտնտեսական կանխատեսումների ամփոփում

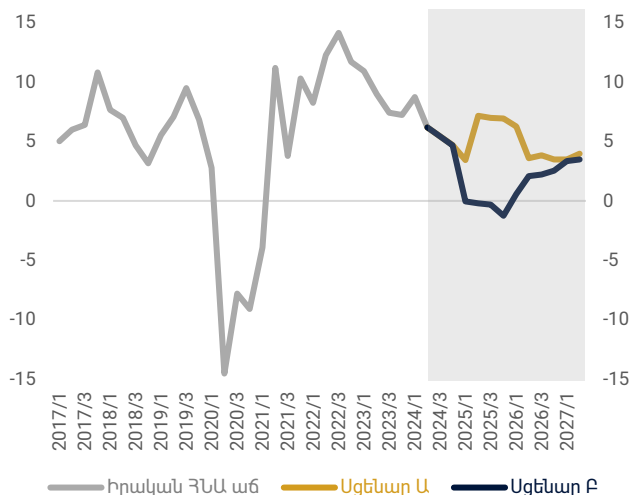
Գծապատկեր 3.2.3. Ներծին քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգիծ, %



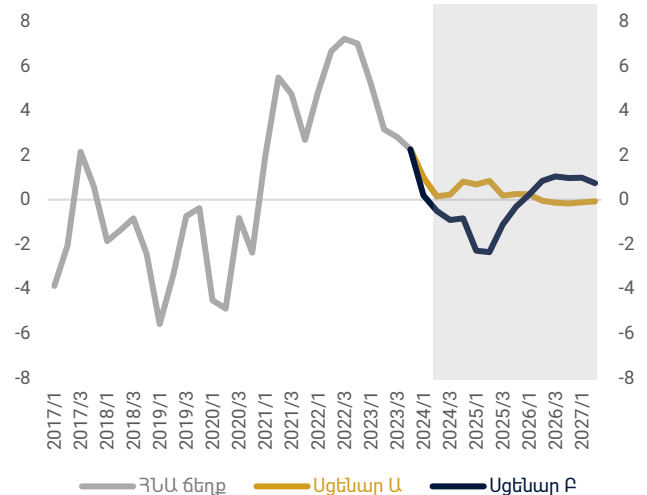
Գծապատկեր 3.2.6. Ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքս, տ/տ, %



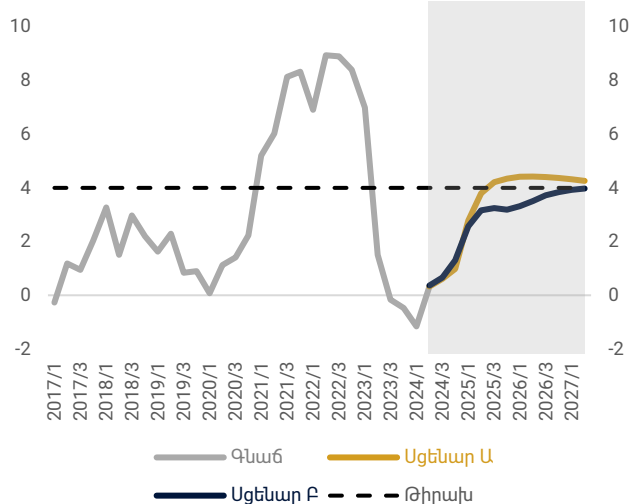
Գծապատկեր 3.2.4. Իրական ՀՆԱ աճ, տ/տ, %



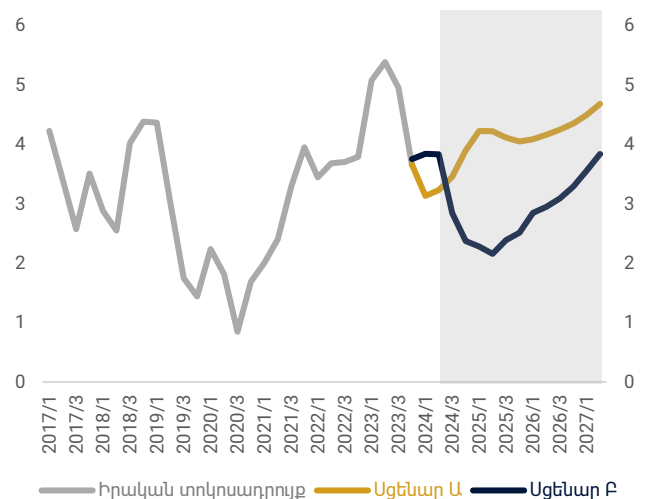
Գծապատկեր 3.2.7. ՀՆԱ ճեղք, %



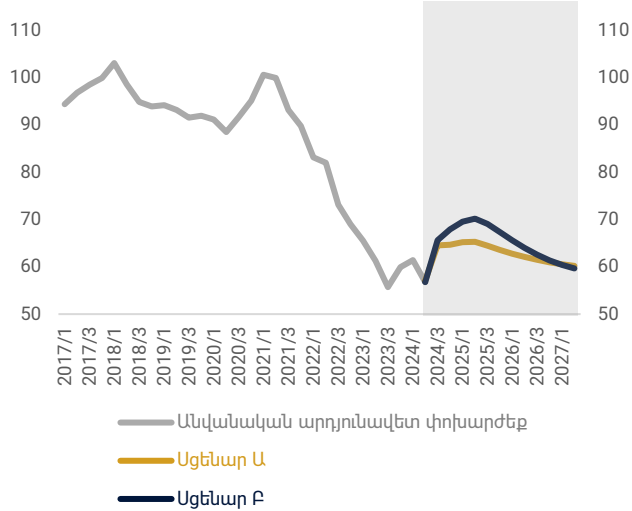
Գծապատկեր 3.2.5. Գնաճ, տ/տ, %



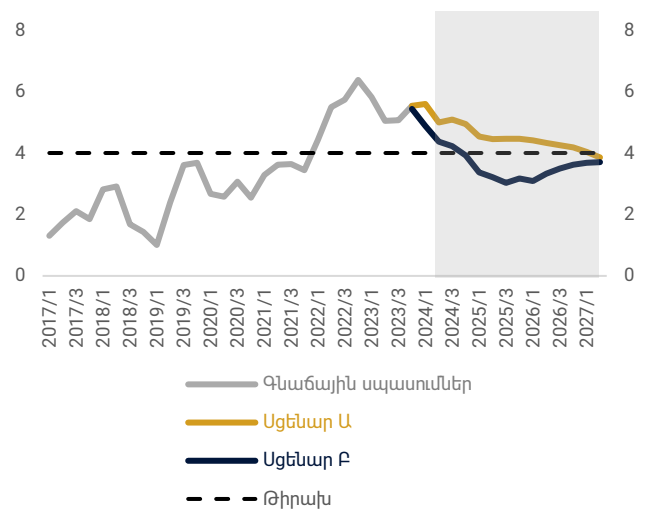
Գծապատկեր 3.2.8. Իրական տոկոսադրույք, %



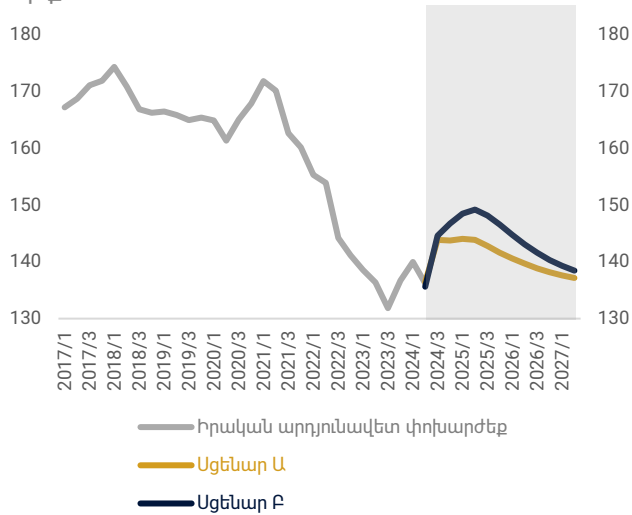
Գծապատկեր 3.2.9. Անվանական արդյունավետ փոխարժեք, ինդեքս



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

		2021	2022	2023	2024		2025		2026	
		Փաստ	Փաստ	Փաստ	Սցենար Ա	Սցենար Բ	Սցենար Ա	Սցենար Բ	Սցենար Ա	Սցենար Բ
Արտաքին հատված										
ԱՄՆ-ի տնտեսական աճ	%, իրական աճ	5.8	2.0	2.6	2.3	2.7	0.5	2.1	1.5	2.6
Եվրոգոտու տնտեսական աճ	%, իրական աճ	5.2	3.2	0.4	0.0	0.2	-0.4	0.3	1.2	1.1
Ռուսաստանի տնտեսական աճ	%, իրական աճ	5.5	-2.0	3.0	3.8	2.5	0.8	0.3	0.4	0.7
ԱՄՆ-ի գնաճ	միջին, %	4.6	7.7	4.0	3.4	3.4	3.4	3.0	2.5	2.5
Եվրոգոտու գնաճ	միջին, %	2.5	8.0	5.4	2.4	2.4	2.7	2.5	2.2	2.0
Ռուսաստանի գնաճ	միջին, %	6.5	12.9	5.5	6.9	7.1	4.7	5.3	5.0	4.5
Նավթի գին	դոլար/բարել	71.0	99.5	82.6	84.8	84.2	86.6	86.0	81.9	86.8
Պղնձի գին	դոլար/տոննա	9288.1	8956.0	8472.1	8670.0	8482.6	9006.0	8798.9	8602.3	9159.4
ՖԱՕ-ի ինդեքս	ինդեքս	125.7	143.5	124.1	121.8	121.2	128.0	126.5	130.6	128.6
Ներքին տնտեսություն										
Գներ										
Գնաճ	տ/տ, ժամ. վերջ, %	7.7	8.3	-0.6	0.9	1.3	3.8	3.2	3.7	4.0
Սպառողական գների ինդեքս	տ/տ, միջին, %	6.9	8.3	2.0	0.2	0.3	3.8	3.0	4.4	3.7
Ոչ արտահանելի կոշտ գներ	տ/տ, միջին, %	2.1	4.5	4.8	2.9	2.7	4.2	2.8	4.7	3.3
Համախառն եկամուտ										
ՀՆԱ	մլրդ դրամ	6983.0	8496.8	9502.8	10401.5	10268.5	11481.3	11085.1	12597.3	12001.2
ՀՆԱ	%, իրական աճ	5.7	12.6	8.7	6.8	6.1	6.1	3.8	5.5	4.1
Առաջարկ										
Արդյունաբերություն	%, իրական աճ	3.5	6.3	1.7	8.3	7.5	5.6	3.5	4.9	4.0
Գյուղատնտեսություն	%, իրական աճ	-0.6	-0.7	0.2	3.3	2.8	2.9	2.0	2.7	2.3
Շինարարություն	%, իրական աճ	3.1	19.1	15.7	12.7	12.7	9.0	7.7	8.0	5.5
Ծառայություններ	%, իրական աճ	7.9	18.1	11.4	6.5	5.8	6.2	3.5	5.5	4.0
Հուտ հարկեր	%, իրական աճ	7.4	8.2	11.0	4.7	4.2	6.3	3.9	5.5	4.1

Շարունակությունը հաջորդ էջում

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

		2021	2022	2023	2024		2025		2026	
		Փաստ	Փաստ	Փաստ	Սցենար Ա	Սցենար Բ	Սցենար Ա	Սցենար Բ	Սցենար Ա	Սցենար Բ
Պահանջարկ										
Սպառում	%, իրական աճ	4.2	7.7	8.3	5.5	4.0	6.2	4.3	5	3.7
Պետական սպառում	%, իրական աճ	8.4	6.5	17.9	1	1.0	7.7	7.7	5	5
Մասնավոր սպառում	%, իրական աճ	3.4	8.0	6.4	6.3	4.5	6	3.8	5	3.5
Հիմն. միջոցների հմխռն. կուտ.*	%, իրական աճ	6.3	9.5	14.0	6.6	5.2	6.2	3.4	10.2	7.7
Պետական ներդրումներ**	%, իրական աճ	-9.9	41.1	28.9	11.1	11.1	6.7	6.7	15.7	15.7
Մասն. հիմն. միջ. հմխռն. կուտ.	%, իրական աճ	11.2	1.9	10.1	4.7	2.7	6	2.0	6.9	3
Ապր. և ծառ. արտահանում	%, իրական աճ	16.6	54.4	28.7	29.6	29.6	-34.4	-33.8	3.2	2.7
Ապր. և ծառ. ներմուծում	%, իրական աճ	12.9	33.8	28.3	28.6	27.2	-28.6	-30.6	3.7	3.7
Ընթացիկ հաշիվ										
Առևտրային հաշվեկշիռ	մլն ԱՄՆ դոլար	-1504.8	-1859.2	-2340.6	-1927.4	-1767.4	-2856	-2336	-2958.3	-2476.1
Ծառայությունների հաշվեկշիռ	մլն ԱՄՆ դոլար	396.9	1711.0	2167.9	1702.2	1742.2	1626.4	1818.4	1603.4	1708.4
Դրամական փոխանցումներ	մլն ԱՄՆ դոլար	1274.0	1538.3	988.5	696.4	696.4	731.2	731.2	751.1	751.1
Ընթացիկ հաշիվ	մլն ԱՄՆ դոլար	-483.0	151.0	-476.7	-334.8	-134.8	-1264.3	-552.3	-1369.9	-782.7
Առևտրային հաշվեկշիռ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-7.9	-0.8	-0.7	-0.9	-0.1	-4.3	-2	-4.4	-2.9
Ծառայությունների հաշվեկշիռ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	2.8	8.7	8.8	6.6	7.1	5.7	7.2	5.2	6.4
Դրամական փոխանցումներ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	9.1	7.9	4.0	2.7	2.8	2.6	2.9	2.5	2.8
Ընթացիկ հաշիվ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-3.5	0.8	-1.9	-1.3	-0.6	-4.5	-2.2	-4.5	-2.9
Պետական հատված***										
Եկամուտներ և դրամաշնորհներ	մլրդ դրամ	1683.8	2046.0	2358.6	2651.6	-1727.4	3033.7	-2176.0	3461.0	-2235.5
Հարկային եկամուտներ	մլրդ դրամ	1586.9	1926.0	2221.9	2541.6	1742.2	2944.2	1818.4	3374.8	1708.4
Ծախսեր	մլրդ դրամ	2004.3	2243.5	2550.2	3134.5	696.4	3353.4	731.2	3795.5	751.1
Պակասուրդ	մլրդ դրամ	-320.5	-197.5	-191.6	-482.9	-94.8	-319.7	-392.3	-334.5	-542.1
Եկամուտներ և դրամաշնորհներ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	24.1	24.1	24.8	25.5	0.1	26.4	-1.4	27.5	-2.0
Հարկային եկամուտներ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	22.7	22.7	23.4	24.4	7.1	25.6	7.2	26.8	6.4
Ծախսեր	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	28.7	26.4	26.8	30.1	2.8	29.2	2.9	30.1	2.8
Պակասուրդ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-4.6	-2.3	-2.0	-4.6	-0.4	-2.8	-1.5	-2.7	-2.0

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

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

*** 2023 թվականի բյուջեի ցուցանիշները ԿԲ գնահատումն է: 2024-2026 թթ. ցուցանիշները ներկայացված են պետական ՄԺԾՄ-ից:

