



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

2025 թ. 2-րդ եռամսյակ

**Դրամավարկային
քաղաքականության
զեկույց**

Դրամավարկային
քաղաքականության ծրագիր

Հրապարակման ամսաթիվ՝ 17 հունիսի 2025 թ.

Բովանդակություն

01.	Գլխավոր ամփոփագիր	3
	ա. Դրամավարկային քաղաքականության հաղորդագրություն բ. Տնտեսական իրավիճակի ամփոփագիր	
02.	Դրամավարկային քաղաքականության նպատակներ և համակարգ	8
	ա. Հայտարարություն դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ նպատակների վերաբերյալ բ. Դրամավարկային քաղաքականության մշակման և իրականացման միսկերի խելամիտ կառավարման համակարգ	
03.	Դրամավարկային քաղաքականության հեռանկար	12
	ա. Համաշխարհային տնտեսության զարգացումներ բ. Ներքին պահանջարկի միջավայր գ. Աշխատանքի շուկայի և գնաճի զարգացումներ դ. Ֆինանսական շուկայի զարգացումներ ե. Սցենարների բազմություն զ. Դրամավարկային քաղաքականության հեռանկար	

Ի լրումն Դրամավարկային քաղաքականության զեկույցի՝ ՀՀ կենտրոնական բանկն իր պաշտոնական կայք էջում միաժամանակ հրապարակում է լրացուցիչ վերլուծական նյութեր, այդ թվում՝ Տեղեկագիր. գծապատկերներ և աղյուսակներ (ներառում է 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 2025 թվականի հունիսի 13-ը հասանելի փաստացի տեղեկատվության վրա:



01 |

Գլխավոր
ամփոփագիր

Ա. Դրամավարկային քաղաքականության հաղորդագրություն

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

2025 թվականի հունիսի 17-ի նիստում ԿԲ խորհուրդը որոշեց անփոփոխ թողնել վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը՝ 6.75%:

2025 թվականի երկրորդ եռամսյակի ընթացքում 12-ամսյա գնաճն արագացել է՝ մայիսին կազմելով 4.3%: Միաժամանակ, 12-ամսյա բնականոն գնաճը ևս ավելացել է՝ կազմելով 2.8%:

2025 թ. երկրորդ եռամսյակում համաշխարհային և Հայաստանի հիմնական գործընկեր երկրներում պահանջարկի հետագա դանդաղման, իսկ ԱՄՆ-ում՝ զուգահեռաբար նաև գնաճի արագացման ռիսկերն ավելացել են: ԱՄՆ տնտեսական, հատկապես առևտրային քաղաքականության, և դրա մակրոտնտեսական ազդեցությունների շուրջ բարձր անորոշությունը պահպանվում է: Միջազգային առևտրային հարաբերությունների լարվածությամբ, աշխարհաքաղաքական հակամարտությունների, հատկապես Մերձավոր Արևելքում իրավիճակի կտրուկ սրմամբ պայմանավորված՝ առաջարկի և մատակարարման շղթաների հնարավոր խաթարման ռիսկերն էապես աճել են: Բարձր են միջնաժամկետում ԱՄՆ-ի հարկաբյուջետային քաղաքականության կողմից ամբողջական պահանջարկի խթանման չափի, դրանից ածանցվող պարտքի մեծացման և երկարաժամկետ տոկոսադրույքների աճի չափի շուրջ անորոշությունները: Այս համատեքստում, հաշվի առնելով գործընկեր երկրներում աշխատաշուկայի դեռևս պահպանվող խիստ պայմանները և բարձր գնաճային միջավայրը, հավանական է, որ առաջատար երկրների կենտրոնական բանկերն առաջիկայում հիմնականում կպահպանեն կամ դանդաղ տեմպերով կթուլացնեն դրամավարկային խիստ պայմանները:

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

Մակրոտնտեսական ընթացիկ զարգացումների պայմաններում ՀՀ ֆինանսական շուկայի մասնակիցներն ընդհանուր առմամբ ակնկալում են, որ ՀՀ կենտրոնական բանկն առաջիկա միջնաժամկետ հորիզոնում աստիճանաբար կնվազեցնի քաղաքականության տոկոսադրույքը՝ սահմանելով 6.25% մակարդակի շուրջ:

Քննարկված ռիսկերի և բարձր անորոշության պայմաններում, հաշվի առնելով գների կայունության նպատակի ապահովման իր հանձնառությունը, խորհուրդը դիտարկել է քաղաքականության մի շարք սցենարներ: Մի կողմից՝ քննարկվել են սցենարներ (Ա տիպի), այդ թվում՝ կապված աշխարհաքաղաքական իրավիճակի, ինչպես նաև ԱՄՆ-ում և ՀՀ-ում հարկաբյուջետային քաղաքականության զարգացումների պայմաններում ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի հնարավոր աճի հետ, որոնք պահանջում են շուկայական սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության ավելի բարձր տոկոսադրույքների ուղի՝ գնաճային ռիսկերի չեզոքացման ու գների կայունության նպատակի ապահովման համար: Մյուս կողմից՝ խորհուրդը քննարկել է սցենարներ (Բ տիպի), այդ թվում՝ կապված արտաքին պահանջարկի շարունակվող ճշգրտման պայմաններում տնտեսության առանձին հատվածներում աճի անհամաչափ դանդաղման և պահանջարկի միջավայրի լրացուցիչ թուլացման ռիսկերի ձևավորման հետ, որոնք ենթադրում են շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի արագ և մեծ չափով նվազման ուղի՝ միջնաժամկետ հորիզոնում պահանջարկը կարգավորելու և գնաճը նպատակային ցուցանիշի շուրջ կայունացնելու համար:

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

Հաստատված է Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհրդի կողմից:

17 հունիսի, 2025 թ.

Նախագահ
Մարտին Գալստյան

Նախագահի տեղակալներ
Արմեն Նուրբեկյան
Հովհաննես Խաչատրյան

Խորհրդի անդամներ
Հասմիկ Ղահրամանյան
Դավիթ Նահապետյան
Արտակ Մանուկյան
Նարեկ Ղազարյան

Բ. Տնտեսական իրավիճակի ամփոփագիր

Համաշխարհային տնտեսություն

2025 թ. երկրորդ եռամսյակում համաշխարհային տնտեսության աճի հեռանկարները վատթարացել են: ԱՄՆ-ում վերջին եռամսյակներում արձանագրված ներքին մասնավոր սպառման ավելացման պարագայում ձևավորված բարձր տնտեսական աճը տարեկան ընթացքում դանդաղել է՝ պայմանավորված տնտեսական քաղաքականության շուրջ ձևավորված բարձր անորոշությամբ: Այդուհանդերձ, 2025 թ. առաջին եռամսյակում տնտեսական աճի որոշակի դանդաղումից հետո սպասվում է, որ երկրորդ եռամսյակում ԱՄՆ-ի տնտեսությունը կվերականգնվի՝ գրեթե ամբողջությամբ փոխհատուցելով նախորդ եռամսյակի ցածր աճը: Սակայն, ինչպես տնտեսության ընթացիկ դիրքի, այնպես էլ հեռանկարի շուրջ անորոշությունը զգալի բարձր է: Չնայած վերոնշյալ զարգացումների պայմաններում ԱՄՆ-ից ստացվող պատվերների հավանաբար կարճաժամկետ աճով պայմանավորված՝ առանձին խոշոր տնտեսություններում, մասնավորապես՝ ԵԳ-ում և Չինաստանում, նկատվել է տնտեսական աճի փոքր արագացում: Նշված տնտեսություններում կառուցվածքային խնդիրները պահպանվում են:

ԱՄՆ-ում տնտեսական, հատկապես առևտրային և հարկաբյուջետային քաղաքականությունների հեռանկարի շուրջ անորոշությունը մնում է բարձր: Ստեղծված իրավիճակը վերջին ամիսներին հանգեցրել է ֆինանսական շուկաներում տատանողականության ավելացմանը և ակտիվների, այդ թվում՝ նաև երկարաժամկետ պարտատոմսերի գների որոշակի ճզգրտմանը: Զգալի ընդլայնող ընթացիկ և սպասվող հարկաբյուջետային քաղաքականության պարագայում էական ռիսկերը երկարաժամկետ տոկոսադրույքների ավելացման ուղղությամբ են: Դա իր ազդեցությունը կարող է ունենալ ինչպես ԱՄՆ ԴՊՀ-ի քաղաքականության ապագա ուղեգծի, այնպես էլ հիմնարար չեզոք տոկոսադրույքի ու զարգացող երկրներում կապիտալի հոսքերի վրա:

Վերջին եռամսյակների ընթացքում ԱՄՆ-ում գնաճային միջավայրի թուլացման ուղղությամբ առաջընթացն էական է: Այդուհանդերձ, հիմնարար գնաճը բնութագրող որոշ ցուցանիշներ, այդ թվում՝ կոշտ գներով բնութագրվող ապրանքների գնաճը և աշխատավարձերի աճը դեռևս ձևավորվում են թիրախային մակարդակից զգալիորեն բարձր: Միևնույն ժամանակ, ԱՄՆ-ի նոր վարչակազմի կողմից վարվող առևտրային և հարկաբյուջետային քաղաքականությունները, գնաճային միջավայրի ընդլայնման տեսանկյունից, էական ռիսկեր են պարունակում, ինչը կարող է խորացնել ԱՄՆ ԴՊՀ-ի երկրներում գների կայունության և լրիվ զբաղվածության ապահովման նպատակների միջև: Իհարկե, գնաճի հնարավոր արագացման չափը և բնույթը պայմանավորված կլինեն ներքին պահանջարկի միջավայրի զարգացումներով: Ընթացիկ խիստ միգրացիոն քաղաքականությունը ևս մեկ առաքյալական գործոն է, ինչը կարող է խնդիրներ ստեղծել դրամավարկային մարմինների համար՝ գնաճը վերջնականապես թիրախին մոտեցնելու և գների կայունության հանձնառության ապահովման տեսանկյունից:

Եվրոպական կենտրոնական բանկը 2025 թ. հունիսին նվազեցրել է քաղաքականության տոկոսադրույքը ևս 25 բազիսային կետով՝ սահմանելով 2.15%: Ընդհանուր գնաճը շարունակում է նվազել արդյունաբերական ապրանքների գնանկման հաշվին, իսկ ծառայությունների գնաճը, չնայած որոշակի թուլացմանը, մնում է բարձր՝ արտափայտելով տնտեսության տարբեր հատվածներում զարգացումների միջև բևեռացումը: Եվրոգոտում և Չինաստանում կառուցվածքային խնդիրները և թույլ ներքին պահանջարկի երկար պահպանման ռիսկերը մնում են համաշխարհային տնտեսության ավելի ցածր աճի հեռանկարի վերաբերյալ

անորոշության հիմնական գործոնները: Մյուս կողմից՝ պաշտպանական և ենթակառուցվածքային կարողությունների ընդլայնմանն ուղղված նախանշված ծրագրերի իրագործումը ԵԳ-ում կարող է զգալի խթան հանդիսանալ ընդհանուր տնտեսության և հատկապես առանձին, արտադրողական ճյուղերի աշխուժացման համար:

Նավթի միջազգային շուկայում տատանողականությունը էապես աճել է: Համաշխարհային պահանջարկի դանդաղման և հեռանկարի վատթարացման պայմաններում վերջին ամիսներին նկատվում էր գների աստիճանական նվազում: Ընդ որում, սա ուղեկցվում էր նաև առաջարկի փաստացի և սպասվող ընդլայնմամբ: Մյուս կողմից՝ Մերձավոր Արևելքում իրավիճակի կտրուկ լարումը նպաստել է նավթի գների ընթացիկ էական աճին: Չնայած աշխարհաքաղաքական լարվածության աճը կարող է նպաստել համաշխարհային պահանջարկի հետագա դանդաղմանը, այն պարունակում է նաև մատակարարման շղթաների հնարավոր խաթարումների առաքյալական ռիսկեր: Այս պայմաններում հիմնական անորոշությունը կապված է հակամարտության տևականության և մասշտաբների հետ:

Ռուսաստանում տնտեսական ակտիվությունը զգալիորեն թուլացել է՝ փաստելով տնտեսության գերտաքացած վիճակի աստիճանական կարգավորման մասին: Այնուամենայնիվ, հիմնական շարժիչ ուժերը մնում են խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականությունը և մասնավոր ծախսումների աճը: Աշխատանքի շուկան մնում է զգալի լարված: Միաժամանակ, ռուս-ուկրաինական հակամարտության հանգուցալուծման վերաբերյալ ձևավորված լավատեսական սպասումներով պայմանավորված՝ ռուբլին զգալի արժևորվել է, ինչը նպաստել է նաև գնաճային միջավայրի թուլացմանը: Այս պայմաններում ՌԴ ԿԲ-ն 2025 թ. հունիսին իջեցրել է քաղաքականության տոկոսադրույքը 1.0 տոկոսային կետով՝ նախանշելով դրամավարկային պայմանների թուլացման շրջափուլի սկիզբը: Այդուհանդերձ, գնաճային միջավայրի կայուն մեղմման ազդակները դեռևս թույլ են. ներքին բարձր պահանջարկի միջավայրի կարգավորումը մնում է մարտահրավեր:

Ներքին պահանջարկի պայմաններ

Վերջին եռամսյակների ընթացքում ՀՀ տնտեսական աճը, մեծապես կրելով որոշ կարճաժամկետ, ոչ կառուցվածքային աճի գործոնների աստիճանական չեզոքացման ազդեցությունը, շարունակել է դանդաղել՝ ձևավորվելով գնահատվող երկարաժամկետ կայուն մակարդակի շուրջ: Աճին շարունակել են էական նպաստում ունենալ ծառայությունների և շինարարության ճյուղերը: Կենտրոնացվածությունը հատկապես ծառայությունների առանձին ճյուղերում որոշակիորեն մեղմվել է, սակայն դեռևս բարձր է: Դրական ազդակներ են նկատվում մշակող արդյունաբերության ճյուղում, հատկապես դրա առանձին ենթաճյուղերում՝ թե՛ թողարկման և արտահանման ծավալների աճի, թե՛ արտադրական կարողությունների ընդլայնման տեսանկյունից: Աճի կառուցվածքով պայմանավորված՝ համախառն առաջարկի և պահանջարկի հարաբերական դիրքի վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է, չնայած, կարելի է փաստել, որ վերջին եռամսյակների ընթացքում անհաշվեկշռվածությունները էականորեն նվազել են:

2022 թվականից դիտարկվող բարձր արտաքին պահանջարկն աստիճանաբար, բնականոն ճզգրտվում է, ինչն արտահայտվում է հատկապես զբոսաշրջային հոսքերի նվազմամբ: Պահպանվում են անորոշությունները դեպի ՌԴ սեզոնային միգրացիայի միտումների և գումարի փոխանցման եղանակների շուրջ: Մի կողմից՝ ընթացիկ մակարդակներում ռուբլու փոխարժեքի երկար պահպանումը, կամ, ռուս-ուկրաինական հակամարտության

մոտավորապես հանգուցալուծման սցենարի պարագայում, դրա հետագա արժևորումը կարող են մեծացնել ՀՀ-ից դեպի ՌԴ աշխատանքային միգրացիայի շարժառիթները: Մյուս կողմից՝ Ռուսաստանի տնտեսության միջնաժամկետ հեռանկարի վերաբերյալ բարձր անորոշությունն ու միգրացիոն քաղաքականության խստացումը կարող են որոշակիորեն զսպել դեպի ՌԴ միգրացիոն հոսքերը՝ նպաստելով ՀՀ-ում աշխատուժի առաջարկի աճին և գնաճի թուլացմանը:

Ներքին պահանջարկի պայմանների վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է: Մի կողմից՝ ներմուծման, վարկավորման, ներքին զբոսաշրջության և առանձին ապրանքների ու ծառայությունների համեմատաբար բարձր գնաճը կարող են վկայել ձևավորված ներքին բարձր պահանջարկի մասին: Մյուս կողմից՝ դեռևս որոշակիորեն կենտրոնացված տնտեսական աճը և դրա տեմպերի դանդաղումը, ինչպես նաև հիմնարար գնաճի ցուցիչների կայունացումը թիրախից ցածր կարող են մատնանշել համեմատաբար թույլ պահանջարկի միջավայրի ձևավորման ռիսկերի մասին: Բարձր է ամբողջական պահանջարկի վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցության վերաբերյալ անորոշությունը: Դա, չնայած հարկային եկամուտների ընթացիկ բարձր կատարողականին, հիմնականում պայմանավորված է 2025 թվականին հարկային եկամուտների ծրագրի հնարավոր թերակատարման և, դրան զուգահեռ, սոցիալական աջակցության ծրագրերի իրականացման համար անհրաժեշտ ընթացիկ ծախսերի հնարավոր ավելացման ռիսկերով: Այս պարագայում, պետական պարտքի ավելի բարձր հետագիծը կարող է առաջացնել նաև պարտքի կայունության շուրջ անհանգստություններ՝ նպաստելով երկրի ռիսկի հավելվածարի ավելացմանը: Միաժամանակ, առարկայական են կապիտալ ծախսերը թերակատարելու, ինչպես նաև, դրանց կառուցվածքային առանձնահատկություններով պայմանավորված, պահանջարկի վրա ավելի թույլ ազդեցություն ունենալու ռիսկերը:

Աշխատանքի շուկա և գնաճ

Գործազրկության մակարդակի նվազումը և ձևավորումը 13%-ի, մասնավոր աշխատավարձերի աճի կայունացումը 5-6%-ի շուրջ վկայում են աշխատանքի շուկայի ավելի հավասարակշռված պայմանների մասին: Այդուհանդերձ, աշխատանքի շուկայի պայմանների վերաբերյալ հարցումները և ֆորմալ հատվածում փաստացի գրանցված աշխատատեղերի աճը շարունակում են տարբեր ազդակներ փոխանցել աշխատանքի շուկայի զարգացումների վերաբերյալ: Ըստ տնային տնտեսությունների շրջանում աշխատուժի վերաբերյալ 2024 թ. 4-րդ եռամսյակում անցկացված հետազոտության արդյունքների՝ գործազրկության մակարդակը կազմել է 12.9%՝ ձևավորվելով նախորդ տարվա համապատասխան եռամսյակի ցուցանիշին մոտ: Արձանագրվել է նաև զբաղվածության թվի նվազում՝ տ/տ շուրջ 22 հազար: Մի կողմից՝ 2022-2023 թվականների համեմատությամբ գործազրկության որոշակի աճը կարող է մեկնաբանվել որպես տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների թուլացման և ճշգրտման գործոն: Սա համահունչ է նաև 2024 թվականի ընթացքում օտարերկրյա աշխատողների որոշակի արտահոսքին և աշխատավարձերի աճի տեմպերի զգալի դանդաղմանը: Մյուս կողմից՝ պաշտոնապես գրանցված աշխատողների թիվը (ըստ ՊԵԿ տվյալների) շարունակել է աճել՝ վերջին մեկ տարում մոտ 36.8 հազարով: Դա, ինչպես նաև տնտեսության առանձին ճյուղերում աշխատավարձերի դեռևս բարձր աճը, վկայում են աշխատանքի շուկայի հնարավոր ավելի խիստ պայմանների առկայության մասին: Միաժամանակ, որպես այլընտրանքային մեկնաբանություն, գրանցված աշխատողների թվի աճը կարող է ենթադրել աշխատանքի շուկայի ստվերային հատվածի շարունակական նվազում և ֆորմալ զբաղվածության աճ: Հաշվի առնելով աշխատանքի շուկայի պայմանների շուրջ առկա

անորոշությունները՝ կարևոր է մշտադիտարկել դրանք հնարավոր տարբեր սցենարների համատեքստում:

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

Այս պայմաններում 2025 թվականի հունվար-մայիս ամիսներին 12-ամսյա գնաճն արագացել է՝ կազմելով 4.3%, որը հիմնականում պայմանավորվել է սեզոնային պարենի գների՝ համապատասխան ամիսների պատմական ցուցանիշների համեմատությամբ զգալի բարձր աճով: Ընդ որում, սա արտացոլում է որոշ ապրանքների բարձր գնաճը և համատարած բնույթ չի կրում: Հարկ է նշել, որ մայիսին արձանագրված շուրջ 0.3% ամսական գնաճի մոտ 0.1 տոկոսային կետը բաժին է ընկնում սեզոնային պարենային ապրանքներին՝ հատկապես կարտոֆիլին (0.3 տոկոսային կետ): Դեռևս պահպանվում են ոչ պարենային ապրանքների մասով արտաքին հատվածից փոխանցվող գնանկումային ազդեցությունները: Զուգահեռաբար, արտաքին պահանջարկի շարունակական ճշգրտման հետ կապված, որոշ ծառայությունների գներ շարունակել են նվազել կամ ձևավորվել գնաճից զգալի ցածր: Այդուհանդերձ, հարաբերականորեն կոշտ գներով բնութագրվող ոչ արտահանելի ապրանքների գնաճը, որը հիմնականում բնութագրում է պահանջարկի միջավայրով պայմանավորված գների վարքագիծը, կայունացել է 2-3% միջակայքում: Այս պայմաններում գնաճային սպասումները շարունակել են կայուն նվազել՝ մոտենալով թիրախային մակարդակին, որին նաև նպաստել է երկար ժամանակ պահպանվող ցածր գնաճային միջավայրը:

Դրամավարկային քաղաքականություն

ՀՀ ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի ուղեգծի վերաբերյալ շուկայի մասնակիցների սպասումները, նախորդ հարցումների համեմատությամբ, մնացել են անփոփոխ և շարունակում են արտահայտել առաջիկա 8 որոշումների ընթացքում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի ստորին սահմանի նվազման ուղեգիծը դեպի 6.25%: Հաշվի առնելով վերոնշյալը, ինչպես նաև տնտեսության հիմնարարների վերաբերյալ սպասումների չնչին փոփոխությունը, եկամտաբերության կորը նախորդ որոշումից և հաղորդակցումից հետո գրեթե չի տեղաշարժվել:

Հայաստանում երկրի ռիսկի հավելվածաբար վերջին ամիսների ընթացքում շարունակել է ձևավորվել հիմնարարներով պայմանավորված երկարաժամկետ կայուն մակարդակից ցածր: Հարկ է նշել, որ ՀՀ երկրի ռիսկի հավելվածարի աճի ուղղությամբ ռիսկերը վերջին շրջանում ավելացել են: Դա պայմանավորված է ինչպես ՀՀ հարկաբյուջետային քաղաքականության, մասնավորապես՝ պարտքի կայունության շուրջ մտահոգություններով, այնպես էլ աշխարհաքաղաքական, այդ թվում՝ տարածաշրջանային զարգացումների վերաբերյալ անորոշության զգալի աճով: Այս համատեքստում, երկրի ռիսկի հավելվածարի վերևի ուղղությամբ հնարավոր ճշգրտումը ռիսկեր է պարունակում չեզոք տոկոսադրույքի դեպի վեր վերանայման

տեսանկյունից: Դա, այլ հավասար պայմաններում, պարունակում է առավելապես գնաճային ռիսկեր՝ կապված առավել խթանող ԴՎՔ դիրքի հետ: Միաժամանակ, ՀՀ մակրոտնտեսական կայունությունը և հարաբերականորեն բարձր տնտեսական աճը դրական նախադրյալներ են երկրի ռիսկայնության հնարավոր վերագնահատման և չեզոք տոկոսադրույքի նվազման տեսանկյունից:

ՀՀ ԿԲ-ն, առկա անորոշություններից բխող հնարավոր ռիսկերը խելամիտ կառավարելու նպատակով, կառուցում և դիտարկում է տնտեսական իրավիճակի զարգացման տարբեր սցենարներ: Սույն զեկույցում ներկայացված տիպային Ա սցենարի (որը պահանջում է քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր ուղեգիծ) հիմքում այն դատողություններն են, որ ԱՄՆ-ում, հարկաբյուջետային կարգավորումների հավանական թուլացման արդյունքում, կարող է ձևավորվել էապես ավելի ընդլայնող հարկաբյուջետային դիրք: Այս պարագայում ենթադրվում է, որ պետական պարտքի և դրա կայունության վերաբերյալ ռիսկերը կաճեն՝ հավանական ազդեցություններով ինչպես ԱՄՆ-ի, այնպես էլ զարգացող երկրների, այդ թվում՝ ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի մակարդակի վրա՝ պահանջելով քաղաքականության տոկոսադրույքների ավելի բարձր հետագիծ:

Սույն զեկույցում ներկայացված տիպային Բ սցենարի (որը պահանջում է քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի ցածր ուղեգիծ) հիմքում այն դատողություններն են, որ վերջին տարիներին ՀՀ տնտեսության մասնավոր հատվածում, հատկապես դրա առանձին հատվածներում, ձևավորված պարտքի բարձր բեռը կարող է ավելի «ծախսատար» դարձնել արտաքին պահանջարկի շարունակական, բնականոն ճշգրտումը: Մասնավորապես, չնայած այս ոլորտներում աճի տեմպերի բնականոն դանդաղման վերը նշված միտումներն օրինաչափ են, կուտակված պարտքը, եկամուտների հավանական հետագա ճշգրտմանը զուգընթաց, այդ ոլորտներում ներդրումների, զբաղվածության, միջանկյալ ապրանքների և ծառայությունների սպառման անհամաչափ նվազման ռիսկեր է պարունակում: Նման իրավիճակում ԿԲ-ն կնախընտրի շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի առավել կտրուկ նվազման ուղի՝ միջնաժամկետում պահանջարկը խթանելու և գնաճը թիրախի մոտեցնելու նպատակով:

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



02 |

Դրամավարկային
քաղաքականության
նպատակներ և
համակարգ

Դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ նպատակների վերաբերյալ

Ընդունման ամսաթիվ՝ 18 մարտի 2025 թվական

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

Խորհուրդն ընդգծում է, որ գների կայունության ու ֆինանսական կայունության ապահովման հիմնական նպատակների իրագործմամբ ՀՀ կենտրոնական բանկի՝ որպես հանրային հատվածում գործող կառույցի առաքելությունը համազգային բարեկեցության մակարդակի բարձրացումն 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 բարձրացնում հասարակության բարեկեցության աստիճանը:

Գների կայունության նպատակի իրագործման համար Կենտրոնական բանկը մշակում և իրականացնում է դրամավարկային քաղաքականություն: Վերջինիս հիմնարար դերը տնտեսությունում գնաճի և գնաճային սպասումների խարսխումն է: Խորհուրդը վստահ է, որ միջնաժամկետ հատվածում գնաճի նպատակային 3% ցուցանիշը համադրելի է երկրում գների կայունության ապահովման նպատակի հետ: Գնաճի նպատակային ցուցանիշն արտահայտվում է սպառողական գների ինդեքսի (ՍԳԻ) միջոցով, քանի որ դա լավագույնս արտացոլում է կենսապահովման ծախսերի, վերջնական սպառման ապրանքների և ծառայությունների գների ընդհանուր մակարդակի փոփոխության չափը, ինչպես նաև տնտեսավարողների կողմից որոշումների կայացման և պայմանագրերի կնքման հիմնական ուղենիշն է: Այնուհանդերձ, ՍԳԻ զամբյուղում ներառված առանձին ապրանքների և ծառայությունների շուկաներում սեզոնային և արտաձին գործոնների պատճառով առաջացած գների ժամանակավոր տատանումների վրա դրամավարկային քաղաքականությունն ուղղակի ազդեցություն չի կարող ունենալ: Դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացման գործընթացում Խորհուրդը դիտարկում է նաև գնաճի այլընտրանքային ցուցանիշներ, ինչպիսիք են բնականոն գնաճի կամ ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսները, որոնք տնտեսությունում հիմնարար գնաճային միջավայրը բնութագրող օգտակար ցուցանիշներ են:

Դրամավարկային քաղաքականության դիրքը և ուղղությունը սահմանվում 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՝ նպաստելով զբաղվածության և տնտեսության արտադրական կարողությունների աճին: Խորհուրդն ընդգծում է, որ Կենտրոնական բանկի կողմից այլ հնարավոր նպատակների ստանձնումը չպետք է հակասի միջնաժամկետ հատվածում գնաճի 3% նպատակային ցուցանիշի և գների ու ֆինանսական կայունության հիմնական նպատակների իրագործմանը:

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

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

Դրամավարկային քաղաքականության մշակման և իրականացման ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգ

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

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

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

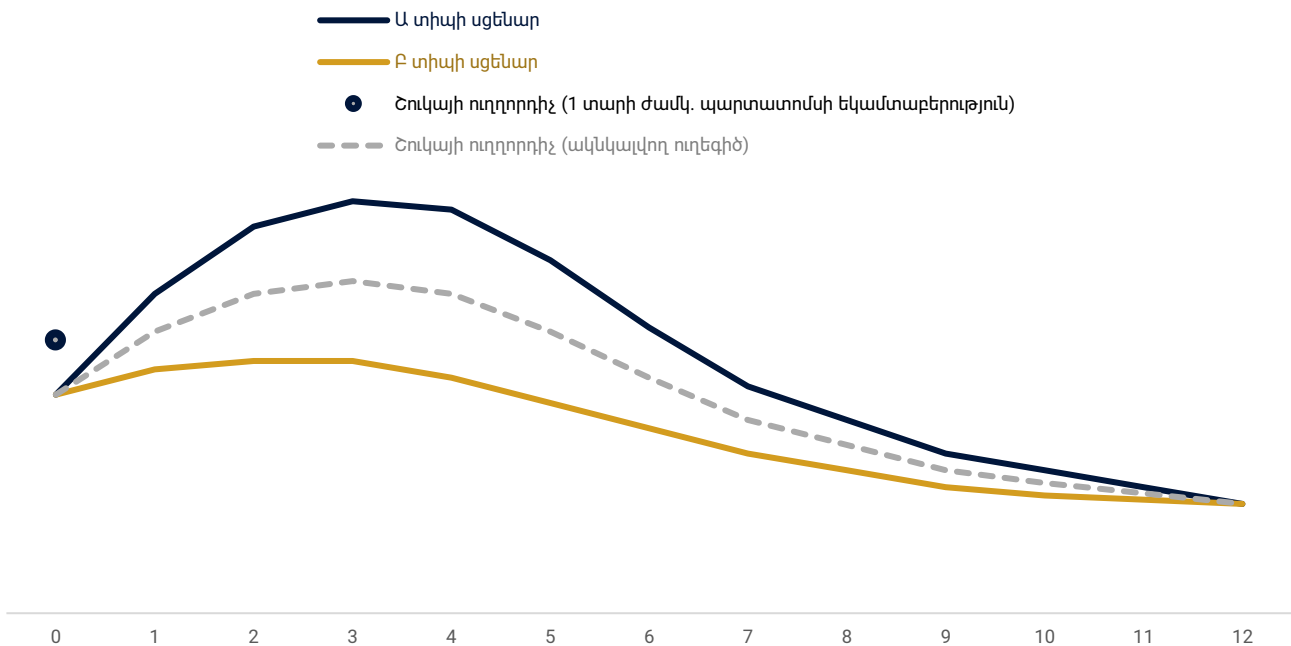
քաղաքականության հստակ ուղղություններ, այլ ոչ թե վերացական կամ անիրատեսական ռիսկերը նկարագրող սցենարներ: Վերոնշյալ սցենարները մշակվում են հետևյալ տրամաբանությամբ.

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

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

Գծապատկեր 2.1. Քաղաքականության տոկոսադրույքի սցենարային ուղեգծեր



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Նշում. ներկայացված ուղեգծերը Ա և Բ տիպի սցենարների պայմանական օրինակներ են:

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

Զեկույցի կառուցվածքը

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

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

Գլուխ 3-ը ներառում է տնտեսական ընթացիկ իրավիճակի և հիմնարար պայմանների վերլուծությունը, ինչպես նաև ԿԲ-ի կողմից «նվազագույն ափսոսանքի քաղաքականության» հայեցակարգի և համակարգի ներքո ռիսկերի կառավարման մոտեցման արդյունքները: Այն կազմված է դրամավարկային քաղաքականության ընթացիկ փուլի համար առավել իրատեսական և կարևոր սցենարների բազմությունն ամփոփող աղյուսակից, որը կառուցվել է 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 դիտարկված գործոնների պարագայում գների կայունության ապահովման նպատակով դրամավարկային քաղաքականության համապատասխան արձագանքը:

ԿԲ-ն դրամավարկային քաղաքականության զեկույցը հրապարակում է Խորհրդի կողմից դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացման լույսն օրը: Դա հնարավորություն է տալիս օպերատիվ կերպով հանրությանը տրամադրելու դրամավարկային քաղաքականության որոշման հիմքում ընկած վերլուծությունների և դիտարկումների վերաբերյալ բավարար մանրամասներ: Դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացմանը հաջորդում է ԿԲ նախագահի մամուլի ասուլիսը, որից հետո հրապարակվում է նաև զեկույցի Դրամավարկային քաղաքականության թափանցիկության հատվածը: Այն ներառում է դրամավարկային

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

Ծանուցում

Սույն զեկույցում ներկայացված տեղեկատվությունը հիմնված է մինչև 2025 թվականի հունիսի 13-ը հասանելի փաստացի տվյալների, ԿԲ-ի կողմից անցկացված հարցումների արդյունքների, ինչպես նաև մակրոտնտեսական միջավայրի հետազա գարգացումների 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 նպատակաուղղվածությամբ, ներառում է դրամավարկային քաղաքականության համար կարևոր հարցերի վերաբերյալ համապարփակ անդրադարձ: Զեկույցում ներկայացված տեղեկատվության տրամաբանական հաջորդականությունն ընթերցողին հնարավորություն է տալիս պատկերացում կազմելու որոշումների կայացման ընթացիկ փուլում տարաբնույթ ռիսկերի և անորոշությունների առնչությամբ Խորհրդի մտածողության և կայացրած որոշումների վերաբերյալ: Սույն զեկույցում ներկայացված տիպային սցենարները կառուցվել են ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության թիմի կողմից: Տնտեսության զարգացման սցենարների քննարկման և կարևոր բաղադրիչների առանձնացման գործընթացում իր կարևոր մասնակցությունն ու ներդրումն ունի նաև Կենտրոնական բանկի խորհուրդը: Զեկույցում ներկայացված վերլուծությունների և հիմնական ուղերձի ամբողջականությունը պահպանելու նպատակով ոչ բոլոր լրացուցիչ տվյալներն ու վերլուծություններն են ներառվել 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

Ինչպես տնտեսության ընթացիկ աճի ու դիրքի, այնպես էլ հատկապես հեռանկարի շուրջ անորոշությունները ԱՄՆ-ում զգալի բարձր են: 2025 թ. 1-ին եռամսյակում ներքին սպառմամբ պայմանավորված բարձր տնտեսական աճը կտրուկ թուլացել է՝ կազմելով -0.2% եռ/եռ տարեկանացված՝ հավանաբար արտահայտելով առևտրային և այլ տնտեսական քաղաքականությունների վերաբերյալ բարձր անորոշությունից բխող ռիսկերի նյութականացումը: Այս պայմաններում տեղի է ունեցել սպառողական նախընտրությունների էական փոփոխություն՝ հոգուտ ներմուծվող երկարաժամկետ սպառման ապրանքների (գծապատկեր 3.Ա.1): Մյուս կողմից՝ արձանագրված տնտեսական անկումը միգրացիոն և տեխնիկական բնույթ՝ պայմանավորված բարձր մաքսատուրքերի սահմանման սպասումների արդյունքում ներմուծման կտրուկ աճով, ինչը, հաշվի առնելով հարցումների հիման վրա մեծ փոփոխությունների գնահատման բարդությունը, մասնակիորեն է արտացոլվել սպառման, ներդրումների կամ պաշարների աճով:

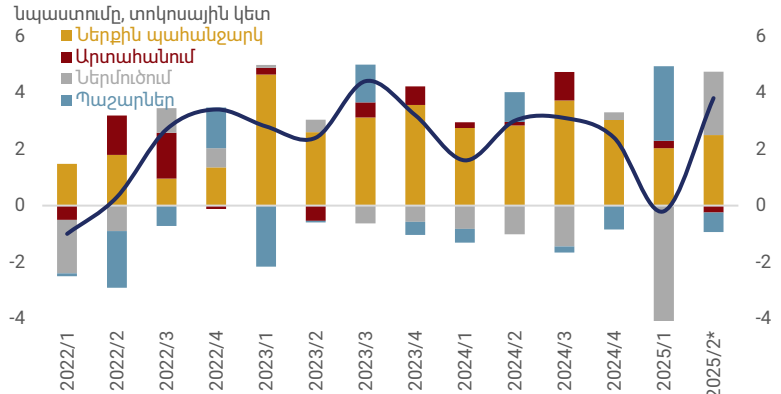
Վերջին շրջանում գնաճային միջավայրի թուլացման ուղղությամբ առաջընթացն էական է. անձնական սպառման ծախսումների գնաճը 2025 թ. ապրիլին կազմել է տ/տ 2.1%: Ընդ որում, սա տեղի է ունենում գործազրկության ոչ նշանակալի աճի պայմաններում: Այդուհանդերձ, հիմնարար գնաճը բնութագրող որոշ ցուցանիշներ, այդ թվում՝ կոշտ գներով բնութագրվող ապրանքների գնաճը, պահպանվում են թիրախային մակարդակից զգալիորեն բարձր: Աշխատանքի շուկայի պայմանների շուրջ անորոշությունը պահպանվում է: Չնայած գործազրկության մակարդակն աճել է՝ մայիսին կազմելով 4.2%, թափուր աշխատատեղերի և մասնավոր աշխատավարձերի աճի դեռևս բարձր մակարդակը կարող է վկայել աշխատանքի շուկայից ածանցվող գնաճային ճնշումների մասին:

Առաջիկա տարիներին հարկաբյուջետային քաղաքականության առավել խթանող դիրքի հավանական ձևավորումը կարող է նպաստել մասնավոր սպառման բարձր աճի պահպանմանը, ինչպես նաև պետական պարտքի և երկարաժամկետ տոկոսադրույքների ավելացմանը: Ավելին, առևտրային և միգրացիոն քաղաքականությունների փաստացի և սպասվող խստացումները ևս պարունակում են գնաճային միջավայրի ընդլայնման էական ռիսկեր: Այս իրավիճակում, հաշվի առնելով նաև արդեն տևական ժամանակ գնաճի թիրախից ավելի բարձր մակարդակում պահպանումը, ԱՄՆ-ի ԴԴՀ-ն կարող է առերեսվել գների կայունության և առավելագույն զբաղվածության ապահովման նպատակների միջև երկընտրանքի կառավարման նոր մարտահրավերների:

Դրամավարկային քաղաքականության առումով հիմնական մարտահրավերը բարձր անորոշության միջավայրում պահանջարկի անցանկալի, կտրուկ թուլացման ռիսկերի առկայության պայմաններում գնաճը վերջնականապես թիրախին մոտեցնելու ու գների կայունության հանձնառության ապահովումն է: Հաշվի առնելով նշված ռիսկերի ուղղությամբ զարգացումները և դրանց վերաբերյալ սպասումները՝ ֆինանսական շուկան ակնկալում է, որ ԱՄՆ-ի ԴԴՀ-ն, առաջիկա 8 որոշումների ընդունմամբ քաղաքականության տոկոսադրույքն աստիճանաբար կնվազեցնի շուրջ 75 բազիսային կետով:

Ընթացիկ տնտեսական աճի չափի և դրա հեռանկարների շուրջ անորոշությունը բարձր է:

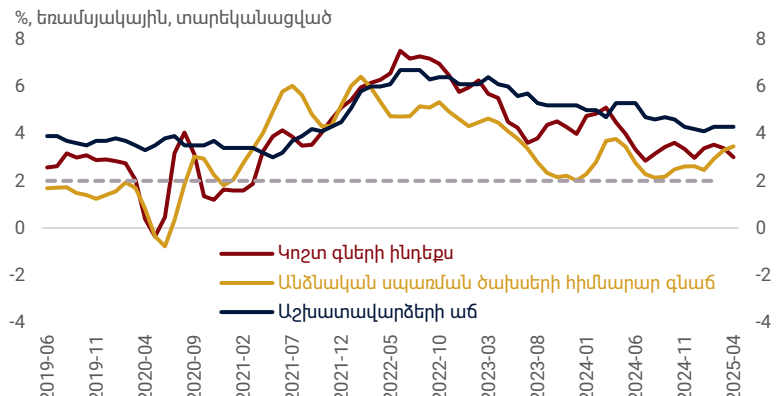
Գծապատկեր 3.Ա.1. ԱՄՆ-ի համախառն ներքին արդյունքի իրական աճը՝ ըստ ծախսային բաղադրիչների



Աղբյուր՝ Տնտեսական վերլուծությունների բյուրո (BEA), Ատլանտայի պահուստային բանկ Նշում. 2025 թ. 2-րդ եռամսյակի տվյալները նախնական են՝ ըստ Ատլանտայի պահուստային բանկի հունիսի 5-ի «GDPNow» գնահատականի:

Գնաճը վերջնականապես թիրախին մոտեցնելու ԴԴՀ խնդիրը շարունակում է մնալ առարկայական:

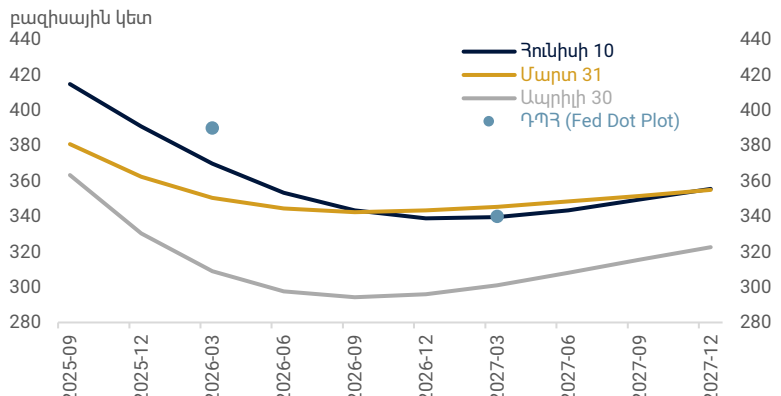
Գծապատկեր 3.Ա.2. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները



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

ԱՄՆ-ի ֆինանսական շուկայի մասնակիցները կարծում են, որ ԴԴՀ-ն կիրականացնի դրամավարկային պայմանների աստիճանական թուլացման քաղաքականություն:

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



Աղբյուր՝ Ատլանտայի պահուստային բանկ

Եվրոգոտու տնտեսության գարգացումներ

2025 թ. 1-ին եռամսյակում Եվրոգոտում արձանագրվել է բարձր տնտեսական աճ՝ 0.6% եռ/եռ (գծապատկեր 3.Ա.4), որի պարագայում տ/տ աճն ավելացել է մինչև 1.5%: Հարկ է նշել, որ եռամսյակային 0.6% աճին 0.7% նպաստում է ունեցել ապրանքների արտահանումը, որի պատճառով ԱՄՆ-ում մաքսատուրքերի սահմանման սպասումներով պայմանավորված ներմուծման մեծ ծավալներն են, ինչն առաջիկայում կարող է չեզոքանալ: Իսկ ներքին պահանջարկը թույլ է: Պահպանվում է տնտեսության առանձին հատվածներում համախառն պահանջարկի և առաջարկի միջև անհաշվեկշռվածությունը՝ նպաստելով հատկապես արտաքին պահանջարկով պայմանավորված ծառայությունների ոլորտում դեռևս բարձր գնաճային միջավայրի պահպանմանը:

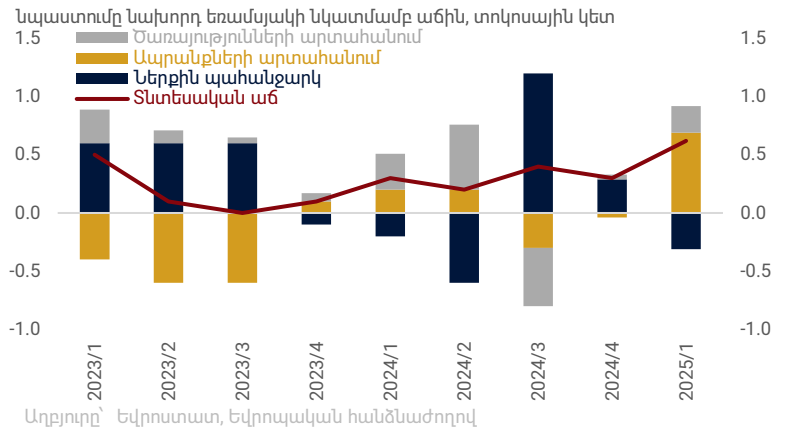
Եվրոգոտում տնտեսական աճի միջնաժամկետ հեռանկարի շուրջ անորոշությունը պահպանվում է: Ընդհանուր տնտեսական միջավայրի վերաբերյալ առաջանցիկ ցուցանիշները (PMI), վկայում են, որ տնտեսական աճը պայմանավորող ծառայությունների ոլորտը և աստիճանաբար թուլանում է (գծապատկեր 3.Ա.5): Մշակող արդյունաբերությունում նկատվում են վերականգնման ազդակներ՝ չնայած ոլորտում լուրջ կառուցվածքային խնդիրները պահպանվում են: Այս համատեքստում հնարավոր են երկկողմանի ռիսկեր: Մի կողմից՝ Եվրոգոտու նկատմամբ ԱՄՆ-ի արտաքին առևտրային քաղաքականության հավանական խստացումը և Չինաստանի տնտեսությունում ներքին պահանջարկի հետագա թուլացումը կարող են էական մարտահրավեր դառնալ այս ճյուղի վերականգնման համար: Ավելին, ԱՄՆ-ի կողմից որոշ խոշոր տնտեսությունների նկատմամբ մաքսատուրքերի կիրառումը կարող է խորացնել Եվրոգոտու մշակող արդյունաբերության խնդիրները՝ Եվրոգոտում և երրորդ երկրների շուկաներում մրցակցության հավանական սրման հետևանքով: Միաժամանակ, աշխարհաքաղաքական ընթացիկ գարգացումների պայմաններում Եվրոգոտու կողմից ռազմական և ենթակառուցվածքային ծախսերի էական ընդլայնումը կարող է զգալի խթան հանդիսանալ արդյունաբերության, հատկապես դրա առանձին ճյուղերի վերականգնման և աշխուժացման համար (տե՛ս Ներգիր 1):

Վերջին ամիսների ընթացքում գնաճը Եվրոգոտում էականորեն թուլացել է՝ ձևավորվելով թիրախին մոտ՝ 2025 թ. մայիսին կազմելով տ/տ 1.9%: Միաժամանակ, հիմնարար գնաճը բնութագրող ցուցանիշները, մասնավորապես՝ ծառայությունների գնաճը, նույնպես որոշակիորեն նվազել են՝ ձևավորվելով թիրախից դեռևս զգալիորեն բարձր մակարդակներում (գծապատկեր 3.Ա.6): 2025 թ. ապրիլին Եվրոգոտում գործազրկության մակարդակը որոշակիորեն նվազել է՝ կազմելով 6.2%, ինչը պատմական ցածր մակարդակ է, ինչպես նաև, հաշվի առնելով հիմնարար գնաճի ու աշխատավարձերի դեռևս բարձր աճը, հավանաբար վկայում է աշխատաշուկայի խիստ պայմանների մասին:

Հարկ է նշել, որ, թեև 2025 թ. հունիսին ԵԿԲ-ն շարունակել է նվազեցնել քաղաքականության տոկոսադրույքը, այդուհանդերձ, դեռևս լարված աշխատաշուկայից ածանցվող գնաճային ազդեցությունների ու տնտեսական աճի դանդաղման ռիսկերի և աշխարհաքաղաքական անորոշությունների պարագայում, քաղաքականության ուղեգծի շուրջ անորոշությունը պահպանվում է:

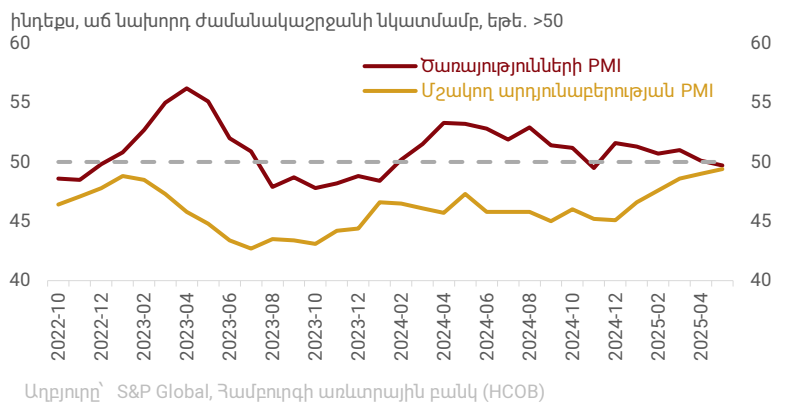
Տնտեսական աճը, կրելով որոշ կարճաժամկետ գործոնների ազդեցությունը, արագանում է:

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



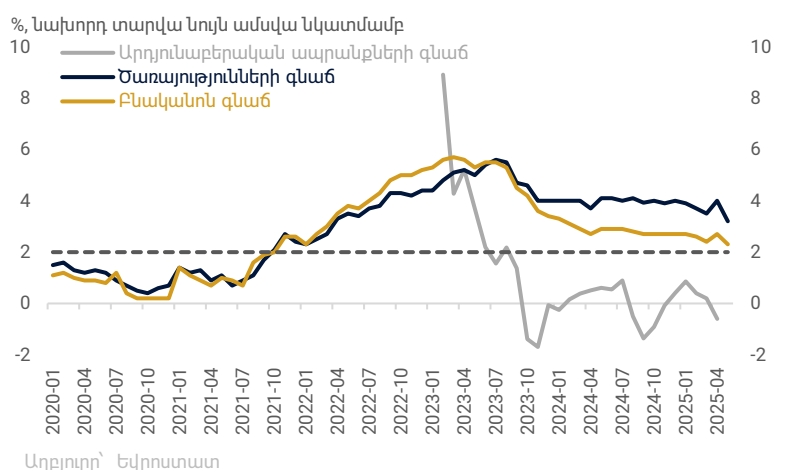
Ծառայությունների ոլորտը մնում է տնտեսական աճի հիմնական շարժիչ ուժը, մինչդեռ մշակող արդյունաբերության ճյուղում կառուցվածքային խնդիրները պահպանվում են:

Գծապատկեր 3.Ա.5. Գնման մեկնեցերների ինդեքսը (PMI), Եվրոգոտի



Գնաճի տարբեր տարրերից եկող ոչ միանշանակ ազդակները տնտեսության վերաբերյալ հակասական մեկնաբանությունների տեղիք են տալիս:

Գծապատկեր 3.Ա.6. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները



Ներգիր 1. Պաշտպանական և ենթակառուցվածքային ծրագրերի իրականացման հավանական ազդեցությունը Եվրոգոտու տնտեսության վրա

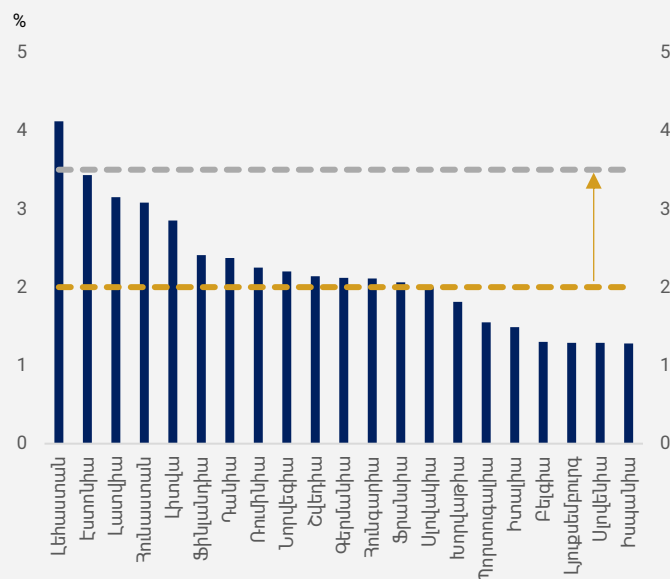
ԱՄՆ-ի նոր վարչակազմի կողմից տնտեսական քաղաքականության վերաիմաստավորման, աշխարհաքաղաքական բարձր անորոշության և տարբեր հակամարտությունների շուրջ իրավիճակի պարբերական լարման պայմաններում աշխարհի մի շարք առաջատար տնտեսություններ, այդ թվում՝ Եվրոգոտու երկրները, ծրագրում են զգալիորեն ավելացնել պաշտպանական և ենթակառուցվածքների զարգացմանն ուղղվող ծախսերը: Ներկայումս Եվրոգոտու պաշտպանական ծախսերը, զգալիորեն տարբերվելով ըստ տնտեսությունների, միջինում կազմում են ՀՆԱ շուրջ 2%-ը (գծապատկեր Ն.1.1), ինչը, վերոնշյալ ռիսկերով պայմանավորված, առաջիկա տարիների ընթացքում ծրագրվում է բարձրացնել մինչև ՀՆԱ 3.5%-ը, իսկ Ներառյալ Նաև այլ պաշտպանական կարողություններին և ենթակառուցվածքներին ուղղվող միջոցները՝ ընդհանուր մինչև 5%-ը: Սա ենթադրում է առաջիկա 4-5 տարիների ընթացքում հարկաբյուջետային քաղաքականության դիրքի զգալի ընդլայնում և լայնամասշտաբ ծրագրեր, ինչը կարող է նպաստել Եվրոգոտու տնտեսության աճի զգալի արագացմանը:

Հավանական նոր թիրախներին հասնելու նպատակով Եվրահանձնաժողովը (ԵՀ), ինչպես նաև մի շարք անդամ երկրներ, ներկայացրել են նոր հարկաբյուջետային փաթեթներ՝ ուղղված պաշտպանության ոլորտի և ռազմավարական ենթակառուցվածքների զարգացմանը: ԵՀ հարկաբյուջետային փաթեթը պլանավորում է 800 մլրդ եվրոյի ներդրում պաշտպանության և ենթակառուցվածքային ոլորտներում երեք հիմնական մեխանիզմներով: Առաջին, Եվրոպական խորհուրդը ակտիվացրել է «Արտակարգ դրույթը» (Escape Clause), որն անդամ երկրներին հնարավորություն է տալիս չորս տարվա ընթացքում մեծացնել բյուջեի պակասուրդը՝ ՀՆԱ-ի մինչև 1.5%-ի չափով: Երկրորդ, հիմնական գործիքը SAFE (Security Action for Europe) ծրագրի կիրառումն է, որը հնարավորություն է տալիս մինչև 150 մլրդ եվրոյի կապիտալի ներգրավում շուկայից՝ պարտատոմսերի թողարկման միջոցով, իսկ ֆինանսավորումն իրականացվում է ըստ երկրների պահանջարկի: Նոր հարկաբյուջետային փաթեթի վերջին ուղղությունը վերաբերում է երկարաժամկետ ներդրումային ծրագրերում մասնավոր ընկերությունների ներգրավմանը՝ Եվրոպական ներդրումային բանկի ֆինանսավորման աջակցությամբ: Մյուս կողմից՝ որոշ առանձին տնտեսություններ, ինչպես օրինակ՝ Գերմանիան, ներկայացրել է առանձին հարկաբյուջետային փաթեթ, որը նախատեսում է առաջիկա 10 տարիների ընթացքում շուրջ 500 մլրդ եվրոյի լրացուցիչ ներդրում տրանսպորտային, կանաչ էներգիայի ենթակառուցվածքներում և պաշտպանական ոլորտում՝ թուլացնելով նաև հարկաբյուջետային սահմանափակումները:

Այս գործոնները, համապատասխան տնտեսություններում սպասվող պարտքի ուղեգծի բարձրացման պարագայում, որոշակիորեն ազդել են երկարաժամկետ իրական տոկոսադրույթների վրա՝ բարձրացնելով նաև ֆինանսավորման ծախսերը մասնավոր հատվածի համար (ներդրումների արտամուկ): Միաժամանակ, կախված ծրագրերի իրականացման արագությունից և ուղղություններից, սա կարող է զգալիորեն ավելացնել աշխատաշուկայի պայմանների ընթացիկ լարվածությունը՝ նպաստելով հիմնարար գնաճի հետագա ընդլայնմանը, որը կպահանջի քաղաքականության տոկոսադրույթի ավելի բարձր ուղեգիծ: Այդուհանդերձ, գնահատվում է, որ հարկաբյուջետային ընդլայնումը, հիմնականում ուղղվելով նաև տնտեսության կարողությունների զարգացմանը, միջնաժամկետում կնպաստի Եվրոգոտու տնտեսական աճի արագացմանը՝ տարեկան շուրջ 0.2%-ի չափով (գծապատկեր Ն.1.2): Հարկ է նշել, որ ենթակառուցվածքային և պաշտպանական ծախսերի ընդլայնումը կարող է զգալի ազդեցություն ունենալ նաև առանձին ապրանքախումբային շուկաների, հատկապես մետաղների և նավթի գների աճի վրա:

Պաշտպանական ծախսերի նոր թիրախը կարող է մարտահրավերային լինել Եվրոպական մի շարք երկրների համար:

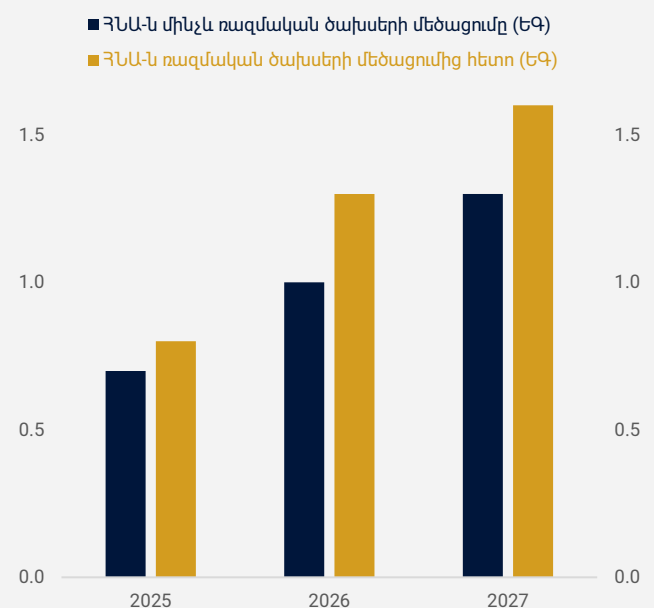
Գծապատկեր Ն.1.1. Եվրոպական երկրների ռազմական ծախսերի կշիռը ՀՆԱ-ում, 2024 թ.



Աղբյուրը՝ համապատասխան երկրների վիճակագրական ծառայություններ

Պաշտպանական ծախսերի ավելացումը կարող է նպաստել աճի ավելի դրական հեռանկարի ձևավորմանը

Գծապատկեր Ն.1.2. ԵՀ տնտեսական աճի գնահատականներ 2.0



Աղբյուրը՝ Goldman Sachs

ՌԴ տնտեսության զարգացումներ

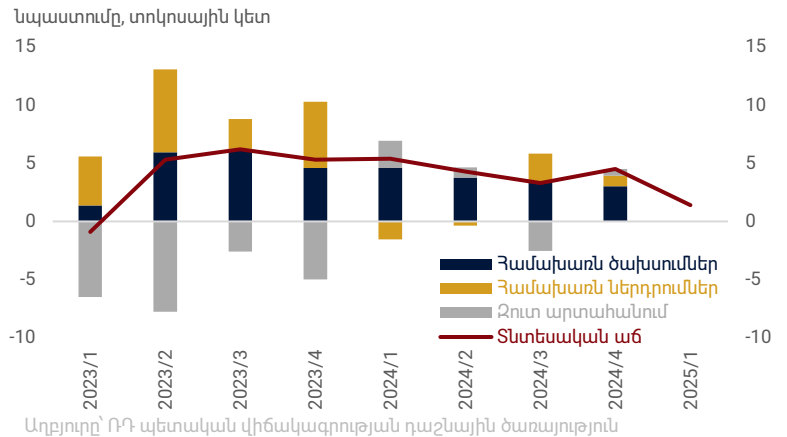
2025 թ. 1-ին եռամսյակում ՌԴ-ում տնտեսական աճը զգալիորեն թուլացել է և կազմել 1.4%՝ նախանշելով տնտեսության գերտաքացած վիճակի աստիճանական կարգավորման մասին (գծապատկեր 3.Ա.7): Արդյունաբերության ճյուղում թողարկումը շարունակում է կրճատվել, սակայն մշակող արդյունաբերությունում, հատկապես ռազմարդյունաբերական համալիրում և հարակից ճյուղերում, շարունակում է արձանագրվել կայուն, կարողությունների որոշակի ընդլայնմամբ պայմանավորված բարձր աճ: Այնուամենայնիվ, աճի հիմնական շարժիչ ուժը մնում է պետական ծախսերի, տնային տնտեսությունների եկամուտների զգալի աճով պայմանավորված բարձր ներքին պահանջարկը: Մյուս կողմից, բարձր շուկայական տոկոսադրույքների երկար պահպանման պայմաններում, վարկավորման աճի տեմպերը զգալիորեն թուլացել են: Աշխատանքի շուկայի պայմանները որոշակիորեն թուլացել են՝ դեռևս մնալով լարված: Գործազրկությունը պահպանվում է պատմական ցածր մակարդակում՝ 2025 թ. ապրիլին կազմելով 2.3%, սակայն իրական աշխատավարձերի աճի տեմպերը շարունակում են դանդաղել (գծապատկեր 3.Ա.8): Հարկ է նաև նշել, որ ռազմական և տնտեսության այլ ոլորտների միջև աճող սուր մրցակցությունը և աշխատուժի պակասուրդը շարունակում են սահմանափակել տնտեսության արտադրական կարողությունների հետագա աճը՝ նպաստելով բարձր գնաճային միջավայրի պահպանմանը:

Տնտեսությունում ձևավորված ավելցուկային պահանջարկի պայմաններում գնաճը պահպանվում է բարձր մակարդակում: 2025 թ. մայիսին կազմել է տ/տ 9.9%: Այդուհանդերձ, ներքին պահանջարկի զգալի դանդաղման ազդակների և, մյուս կողմից, ռուբլու կտրուկ արժեքի պայմաններում, վերջին շրջանում գնաճային միջավայրը թուլանում է: Ամսական գնաճը մոտենում է թիրախային մակարդակին (գծապատկեր 3.Ա.9): Այս պայմաններում 2025 թ. հունիսին ՌԴ ԿԲ-ն, 2023 թ. հուլիսից ի վեր առաջին անգամ, նվազեցրել է քաղաքականության տոկոսադրույքը 1 տոկոսային կետով՝ սահմանելով 20% մակարդակում:

ՌԴ-ում տնտեսական աճի հեռանկարի շուրջ անորոշությունը բարձր է: Մի կողմից՝ ռուս-ուկրաինական հակամարտության կարգավորման շուրջ բանակցությունների շարունակման և հակամարտության մոտալուտ ավարտի վերաբերյալ դրական ազդակները ՌԴ տնտեսության միջնաժամկետ դրական հեռանկարի հիմքեր են ստեղծում, ինչն արդեն իսկ որոշակիորեն զնաճվում է ֆինանսական շուկաների կողմից: Մյուս կողմից՝ Արևմուտքի հետ հարաբերությունների կարգավորման բնույթի և պայմանների վերաբերյալ անորոշությունները բարձր են: Այս գործընթացներին զուգահեռ, Ռուսաստանի տնտեսությունը մնում է խոցելի նավթի շուկայի զարգացումներից, որտեղ, չնայած ընթացիկ աշխարհաքաղաքական իրավիճակով պայմանավորված, գներն աճել են, սակայն զգալի աճել է դրանց հեռանկարի շուրջ անորոշությունը՝ պայմանավորված և՛ առաջարկի, և՛ հատկապես պահանջարկի գործոններով: Միաժամանակ, արևմտյան երկրների կողմից վերջին շրջանում ավելի թիրախային պատժամիջոցների սահմանումը (ՌԴ ստվերային առևտրային նավերի ուղղությամբ) և շարունակական խստացումը ևս որոշակի ռիսկեր են պարունակում ՌԴ տնտեսության միջնաժամկետ աճի տեսանկյունից:

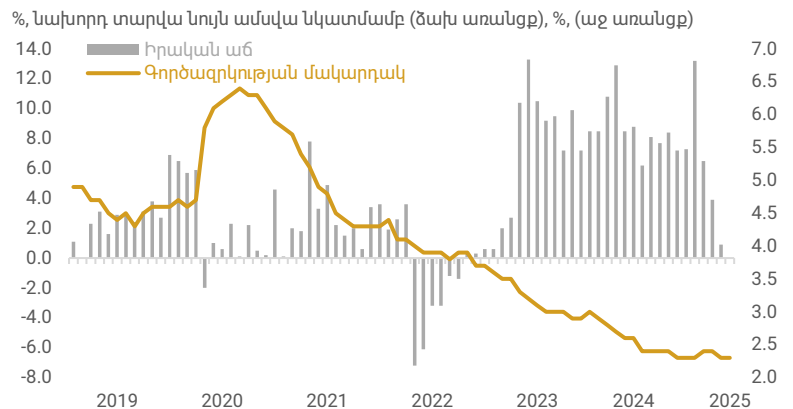
Ներքին պահանջարկը դեռևս գերազանցում է տնտեսության արտադրական կարողությունները:

Գծապատկեր 3.Ա.7. ՌԴ համախառն ներքին արդյունքի իրական աճը՝ ըստ ծախսային բաղադրիչների



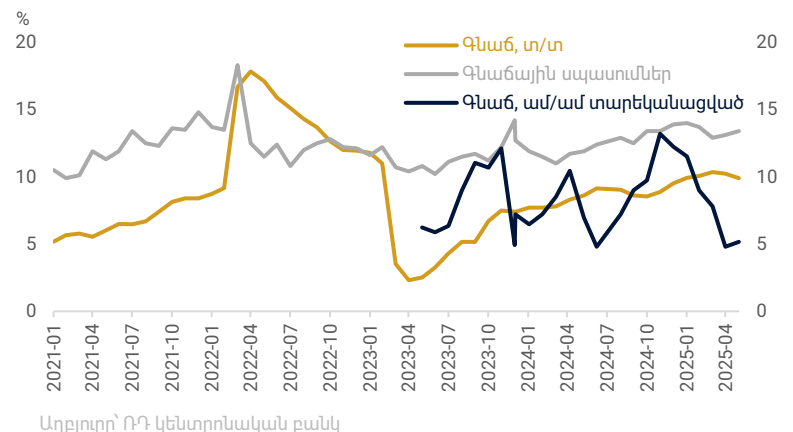
Գործազրկության ցածր մակարդակը և աշխատավարձերի բարձր աճն արտացոլում են աշխատուժի առաջարկի պակասուրդը՝ սահմանափակելով արտադրական կարողությունների ընդլայնումը:

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



Չնայած գնաճային միջավայրի թուլացման ընթացիկ ազդակներին, դրա կայունության շուրջ ռիսկերը պահպանվում են:

Գծապատկեր 3.Ա.9. ՌԴ գնաճի ցուցանիշներ



Ապրանքահումքային շուկայի զարգացումներ

Պղինձ: Պղինձի միջազգային գները 2025 թ. երկրորդ եռամսյակում որոշակիորեն աճել են՝ կայունանալով 9500 ԱՄՆ դոլարի շուրջ (գծապատկեր 3.Ա.10): Մի կողմից՝ համաշխարհային տնտեսությունում պահպանվող բարձր անորոշությունը, առևտրային քաղաքականության հետագա հավանական խստացումը, արտահայտվելով համաշխարհային պահանջարկի դանդաղման սպասումներով, որոշակի ճնշում են գործադրում գների նվազման ուղղությամբ: Մյուս կողմից՝ կանաչ տեխնոլոգիաների զարգացումն ու ԵԳ պաշտպանական և ենթակառուցվածքների զարգացման ուղղությամբ ծախսերի աճը կարող են զգալիորեն խթանել առանձին մետաղների, հատկապես պղինձի նկատմամբ պահանջարկը՝ նպաստելով գների աճին:

Նավթ: Նավթի համաշխարհային գները վերջին շրջանում շարունակում են դրսևորել զգալի տատանողականություն՝ պայմանավորված Մերձավոր Արևելքում իրավիճակի զգալի լարմամբ, ինչպես նաև համաշխարհային տնտեսության հեռանկարի, աշխարհաքաղաքական զարգացումների և նավթի համաշխարհային առաջարկի վերաբերյալ անորոշություններով: Այսպես՝ Չինաստանում և Եվրոգոտում թույլ ներքին պահանջարկի պահպանումը, ԱՄՆ-ում ներքին պահանջարկի կտրուկ նվազման ռիսկերը, ինչպես նաև OPEC+ անդամ մի շարք խոշոր տնտեսությունների՝ 2025 թ. ապրիլից սկսված արդյունահանման ավելացման ծրագրերը (ընդհանուր առմամբ՝ մինչև 2.2 մլն բ/օ) նավթի համաշխարհային գների՝ ներքևի ուղղությամբ ռիսկեր են ստեղծում: Վերոնշյալ գործոնների ազդեցությամբ նավթի գները նվազել են՝ ձևավորվելով 63-65\$ միջակայքում (գծապատկեր 3.Ա.11): Այդուհանդերձ, ընթացիկ փուլում, իսրայելա-իրանական հակամարտության շուրջ իրավիճակի կտրուկ սրումը և դրա հեռանկարի վերաբերյալ բարձր անորոշությունը նավթի գների, դրա տատանողականության աճի ուղղությամբ առավել էական ռիսկն է, որով պայմանավորված՝ վերջին օրերին արձանագրվել է գների զգալի աճ՝ մոտ 15%: Հարկ է նշել, որ նավթի համաշխարհային առաջարկի շուրջ 20-25%-ը մատակարարվում է այս հակամարտությանը հարող գոտուց՝ Նշանակալի գնաճային ռիսկեր պարունակելով մատակարարումների խաթարումների պարագայում:

Պարենային ապրանքներ: 2025 թ. մայիսին, նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի համեմատությամբ, արձանագրվել է պարենային ապրանքների միջազգային գների շուրջ 6% աճ՝ որոշակիորեն նվազելով նախորդ ամսվա նկատմամբ: Սա առավելապես պայմանավորված է փաստացի և ապագա բերքի ծավալների վերաբերյալ ավելի լավատեսական սպասումներով և համաշխարհային պահանջարկի որոշակի թուլացմամբ: Ընդ որում, այդ ընթացքում նկատվել է ինդեքսում ներառված առանձին պարենամթերքների գների զգալի ցրվածություն, մասնավորապես՝ արձանագրվել է կաթնամթերքի գների տ/տ մոտ 21% աճ, իսկ հացահատիկի գների՝ մոտ 8% անկում: Մատակարարման շղթաների խաթարումների շուրջ պահպանվող ռիսկերը, այդ թվում՝ աշխարհաքաղաքական լարվածության և առևտրային պատերազմների հետ կապված, ինչպես նաև համաշխարհային տնտեսության՝ սպասվածի համեմատությամբ ավելի թույլ աճի հեռանկարը շարունակում են պարունակել համաշխարհային պարենային և Հայաստանի կողմից ներմուծվող սննդամթերքի գների հեռանկարի շուրջ բարձր անորոշություն:

Պղինձի միջազգային գների բարձր տատանողականությունն արտացոլում է համաշխարհային պահանջարկի և տնտեսական քաղաքականության վերաբերյալ առկա բարձր անորոշությունը:

Գծապատկեր 3.Ա.10. Պղինձի համաշխարհային գներ



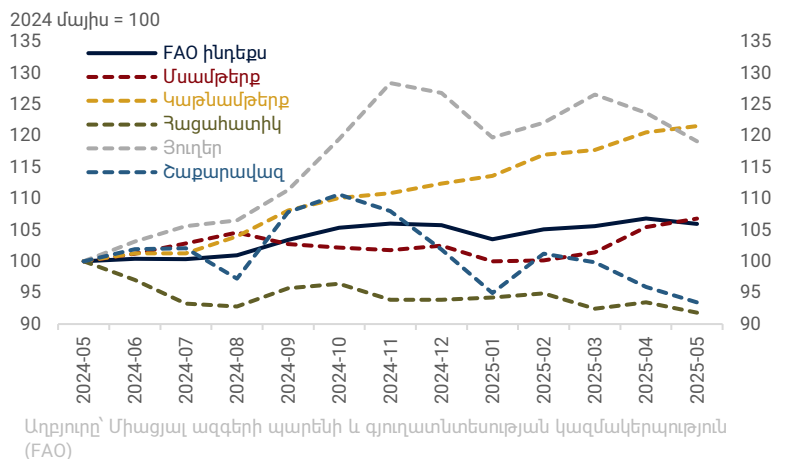
Աշխարհաքաղաքական լարվածության, համաշխարհային պահանջարկի հեռանկարի շուրջ անորոշության և նավթի առաջարկի հավանական աճի պայմաններում նավթի գների տատանողականությունը զգալի աճել է:

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



Չնայած համաշխարհային պարենի գները կայունացման միտումներ են դրսևորում, առանձին մթերքների շուկաներում զարգացումները զգալիորեն տարբեր են:

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



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

Աղբյուր/թեմա Ամսաթիվ	Նավթ (Brent, դոլար/բարել)			Պղինձ (դոլար/տոննա)			ՀԲ պարենի համաշխ. գների կանխատեսում (տարեկան աճ)		
	ԷՏԳ Մայիս- 25	ՀԲ Մայիս- 25	Կոնսենսուս Հուն- 25	ՀԲ Ապրիլ- 25	ՌԷԵ Մարտ- 25	Կոնսենսուս Հուն- 25	Յուղեր և սնունդ Ապրիլ- 25	Հացահատիկ Ապրիլ- 25	Այլ պարեն Ապրիլ- 25
2025	66	64	68	8200	9511	9277	-16.8	-10.5	-4.6
2026	59	60	65	8000	9715	9631	-0.3	-1.1	-2.0

Աղբյուր՝ ԷՏԳ, ՀԲ, Բլումբերգ, ՌԷԵ, ԱՄՅ

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

Աղբյուր	ԱՄՆ					ԵՄ						ՌԴ				
	ԱՄՅ Ապր- 25	ՀԲ Հուն- 25	ՏՀԶԿ Մրտ- 25	ԴՊՀ Մրտ- 25	Կոնսենսուս Հուն- 25	ԱՄՅ Ապր- 25	ՀԲ Հուն- 25	ՏՀԶԿ Մրտ- 25	ԵՀ Մայ- 25	ԵԿԲ Հուն- 25	Կոնսենսուս Հուն- 25	ԱՄՅ Ապր- 25	ՀԲ Հուն- 25	ՏՀԶԿ Մրտ- 25	ՌԿԲ Մայ- 25	Կոնսենսուս Հուն- 25
Տնտեսական աճ (տարեկան, %)																
2024 (Փ*)	2.8					0.9						4.3				
2025	1.8	1.4	1.6	1.7	1.4	0.8	0.7	1.0	0.9	0.9	0.9	1.5	1.4	1.3	1.5	1.4
2026	1.7	1.6	1.5	1.8	1.6	1.2	0.8	1.2	1.4	1.1	1.1	0.9	1.2	0.9	1.7	1.2
2027	2.0	1.9	-	1.8	1.9	1.3	1.0	-	-	1.3	1.5	1.1	1.2	-	1.9	1.4
Գնաճ (տարեկան, %)																
2024 (Փ*)	3.0					2.4						8.4				
2025	3.0	-	2.8	2.7	3.0	2.1	-	2.2	2.1	2.0	2.0	9.3	-	9.9	9.2	9.2
2026	2.5	-	2.6	2.2	2.8	1.9	-	2.0	1.7	1.6	1.9	5.5	-	6.3	5.5	5.3
2027	2.1	-	-	2.0	2.4	2.0	-	-	-	2.0	2.0	4.0	-	-	4.3	4.4

* Փաստացի

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

Բ. Ներքին պահանջարկի միջավայր

Համախառն առաջարկ և պահանջարկ

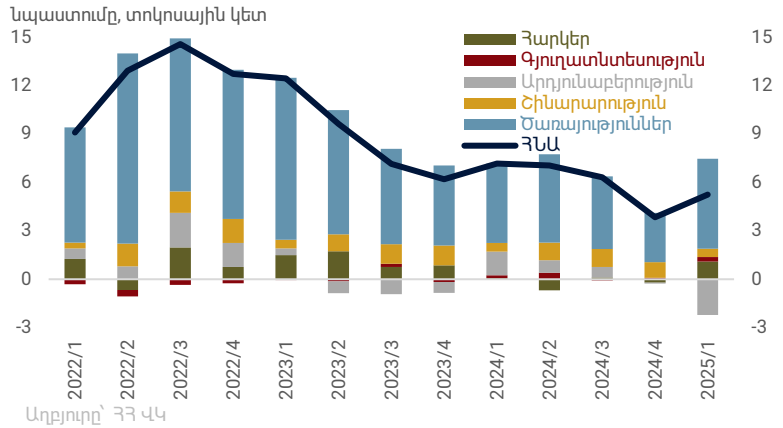
2025 թ. 1-ին եռամսյակում ՀՀ-ում տնտեսական աճը փոքր-ինչ արագացել է՝ ձևավորվելով գնահատվող կայուն մակարդակին մոտ՝ նախորդ տարվա նույն եռամսյակի նկատմամբ կազմելով 5.2%: Աճի կառուցվածքում շարունակում են արձանագրվել էական փոփոխություններ (գծապատկեր 3.Բ.1): Ծառայությունների ոլորտի բարձր աճը հիմնականում պայմանավորված է «Ֆինանսական և ապահովագրական գործունեություն» ենթաճյուղով (ընդհանուր նպաստումը աճին՝ շուրջ 4.2%), իսկ արտաքին պահանջարկի ընդլայնմամբ շարժվող, մասնավորապես՝ «Մշակույթ և զվարճություններ», «Կացություն և հանրային սնունդ» ենթաճյուղերում աճը զգալիորեն թուլացել է: Արդյունաբերության ճյուղի անկումը արտացոլում է արտաքին առևտրային հոսքերի նվազման ազդեցությունը փոքրաթիվ որոշ ենթաճյուղերի վրա, իսկ աշխուժացման ազդակները մշակող արդյունաբերության ավանդական ճյուղերում պահպանվում են՝ արտացոլվելով նաև այդ ճյուղերի արտահանման ցուցանիշներում: Այդուհանդերձ, աճի կենտրոնացվածությունը մշակող արդյունաբերության որոշ ենթաճյուղերում, ինչպես նաև միջնաժամկետում կարողությունների ընդլայնման շուրջ ռիսկերը պահպանվում են: Տեղեկատվության և կապի ճյուղում, չնայած արձանագրվող բարձր աճին, զբաղվածության, աշխատավարձերի աճի և այս ճյուղում կարևոր այլ ցուցանիշները չեն վկայում կարողությունների ընդլայնման մասին: Շինարարության ճյուղում, չնայած պահպանվող բարձր աճին, միջնաժամկետ աճի հեռանկարի հետ կապված ռիսկերը մնում են առարկայական:

Տնտեսական աճը շարունակում է կրել նաև արտաքին պահանջարկի բնականոն կարգավորման ազդեցությունը: Մասնավորապես՝ 2022-2023 թթ. արձանագրված բարձր աճից հետո զբոսաշրջային ներհոսքի նվազման միտումները պահպանվում են (գծապատկեր 3.Բ.2): Ոչ առևտրային բնույթի փոխանցումները, չնայած որոշակիորեն աճել են, պահպանվում են ցածր մակարդակներում՝ հավանաբար վկայելով դեպի ՌԴ արտագնա աշխատանքի մեկնող ՀՀ քաղաքացիների թվի նվազման մասին: Հարկ է նաև նշել, որ արտաքին պահանջարկի հեռանկարի շուրջ բարձր անորոշությունը պահպանվում է՝ պայմանավորված ինչպես ռուս-ուկրաինական հակամարտության հավանական կարգավորման, դրա պայմանների, այնպես էլ համաշխարհային տնտեսությունում, հատկապես առևտրային քաղաքականության հետագա խստացման հետ կապված իրավիճակի, փոփոխությամբ:

Նման իրավիճակում, գնահատվում է, որ 2025 թ. 2-րդ եռամսյակում ՀՀ-ն ճեղքվածքը փակ է (գծապատկեր 3.Բ.3): Այդուհանդերձ, տնտեսական աճի դանդաղումը, դրա ոչ ներառական բնույթը և առանձին ճյուղերում տարբերվող զարգացումներն անորոշություններ են պարունակում տնտեսությունում համախառն առաջարկի և պահանջարկի հարաբերական դիրքի վերաբերյալ: Մի կողմից՝ վարկավորման և մասնավոր ծախսումների բարձր աճը պարունակում է ավելցուկային պահանջարկի միջավայրի պահպանման վերաբերյալ ազդակներ, մյուս կողմից՝ տնտեսական աճի՝ որոշ ճյուղերում դեռևս կենտրոնացված լինելու հանգամանքը, աշխատանքի շուկայի պայմանների թուլացումը (տե՛ս մաս Գ) վկայում են թույլ պահանջարկի միջավայրի և տնտեսությունում բացասական ՀՆԱ ճեղքվածքի ձևավորման մասին:

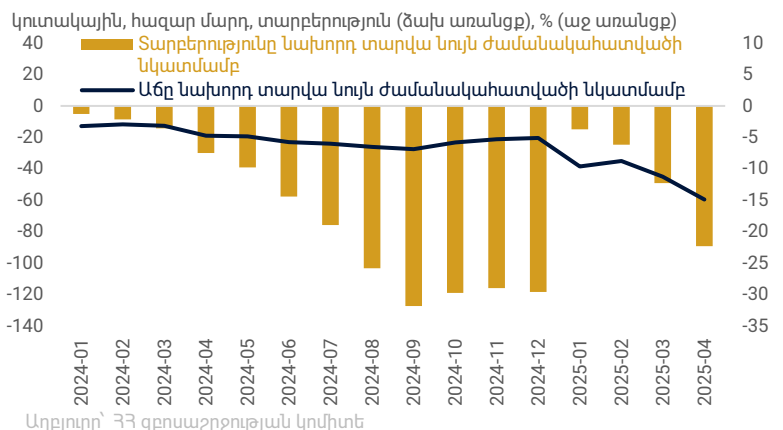
Վերջին եռամսյակների ընթացքում տնտեսության աճի տեմպը աստիճանաբար դանդաղել է և մոտեցել գնահատվող երկարաժամկետ կայուն մակարդակին:

Գծապատկեր 3.Բ.1. Արտադրական եղանակով հաշվարկված ՀՆԱ իրական աճը՝ ըստ հիմնական բաղադրիչների



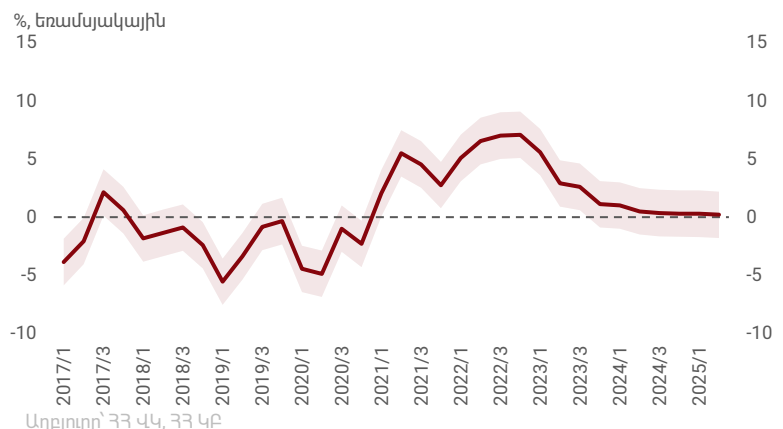
Արտաքին պահանջարկը շարունակում է բնականոն ճշգրտվել:

Գծապատկեր 3.Բ.2. Զբոսաշրջիկների ներհոսք



Համախառն պահանջարկի և առաջարկի միջև անհաշվեկշռվածությունը գրեթե չեզոքացել է:

Գծապատկեր 3.Բ.3. ՀՆԱ ճեղքվածքը



Սպառում և ներդրումներ

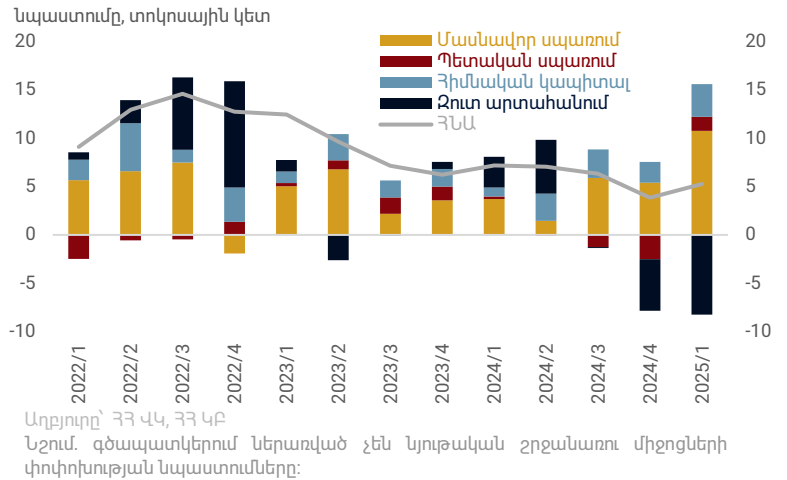
Մասնավոր սպառումը, նախորդ տարիներին տնտեսական աճի համեմատությամբ զգալիորեն ինկուբացել է, 2024 թ. երկրորդ կիսամյակից դրսևորել է արագացման միտում 2025 թ. առաջին եռամսյակում գրանցելով տ/տ 15.3% աճ (գծապատկեր 3.Բ.4): Նմանապես, համախառն ներդրումների աճը, որը 2024 թվականի վերջին կապիտալ ծախսերի զգալի թերակատարմանը համահունչ որոշակիորեն դանդաղել էր, 2025 թ. առաջին եռամսյակում արագացել է՝ պայմանավորված թե՛ մասնավոր, թե՛ պետական ներդրումների աճով (գծապատկեր 3.Բ.5): Մասնավոր ծախսումների զգալի աճը կարող է պայմանավորված լինել ինչպես տնային տնտեսությունների, այնպես էլ մասնավոր հատվածի վարկավորման բարձր աճի պահպանմամբ և կուտակված մեծ ծավալի խնայողությունների ծախսմամբ և արտացոլել տնտեսությունում ձևավորվող բարձր ներքին պահանջարկը: Մյուս կողմից՝ արտաքին առևտրային հոսքերը էականորեն թուլացել են 2025 թ. առաջին եռամսյակում անորոշություն պարունակելով ինչպես բուն արտահանման և ներմուծման, այնպես էլ մասնավոր սպառման և ներդրումների վրա դրանց ազդեցությունը վիճակագրորեն պատշաճ գնահատելու տեսանկյունից:

Ներքին պահանջարկի հեռանկարի տեսանկյունից անորոշությունները պահպանվում են: Մի կողմից՝ ներքին պահանջարկը կարող է ընդլայնվել՝ պայմանավորված մասնավոր հատվածում վերջին տարիներին կուտակված զգալի խնայողությունների ծախսմամբ, ինչպես նաև վարկավորման աճի բարձր տեմպերի պահպանմամբ: Նման սցենարի դեպքում նշված գործոնները կարող են ավելացնել պահանջարկի և գնաճային ճնշումները տնտեսությունում (հատկապես եթե տնտեսությունը մոտ կամ բարձր է ՀՆԱ ներուժից): Մյուս կողմից՝ տնտեսական աճի կենտրոնացվածությունը, աշխատանքի շուկայի պայմանների թուլացումը (գծապատկերներ 3.Գ.1 և 3.Գ.4) ձևավորված թույլ պահանջարկի և դրա խորացման ռիսկեր են առաջացնում արտահայտվելով դեռևս հարաբերականորեն ցածր գնաճային միջավայրի պահպանմամբ (գծապատկեր 3.Գ.6): Ավելին, աշխարհաքաղաքական և տարածաշրջանային գործոններով պայմանավորված անորոշության բարձր մակարդակի պահպանումը կարող է զսպել մասնավոր ծախսումների աճը թե՛ սպառման և թե՛ ներդրումների ուղղությամբ: Այսպիսի սցենարի պարագայում այդ գործոնները կարող են թուլացնել պահանջարկի հարաբերական դիրքը երկարաժամկետ ներուժային աճի համեմատությամբ: Հարկաբյուջետային քաղաքականության դիրքի վերաբերյալ անորոշությունը ներքին պահանջարկի հեռանկարի տեսանկյունից ևս մնում է առարկայական:

ՌԴ-ում ՀՀ աշխատանքային միգրանտների թվի և դեպի ՀՀ դրամական հոսքերի իրական ծավալների շուրջ անորոշությունը պահպանվում է: Բանկային համակարգի միջոցով ֆիզիկական անձանց դրամական փոխանցումները թեև որոշակի արագացել են, սակայն պահպանվում են ցածր մակարդակում (գծապատկեր 3.Բ.6): Սա կարող է վկայել ՌԴ-ում աճի միջնաժամկետ հեռանկարի վերաբերյալ բարձր անորոշության և միգրացիոն քաղաքականության խստացման պայմաններում դեպի ՌԴ աշխատանքային միգրացիայի թուլացման մասին: Այնուհանդերձ, վերջին տարիներին ՀՀ տնտեսական բարձր աճի և բնակչության եկամուտների զգալի ավելացման պայմաններում դրամական փոխանցումների դերը մասնավոր պահանջարկի տեսանկյունից էականորեն նվազել է:

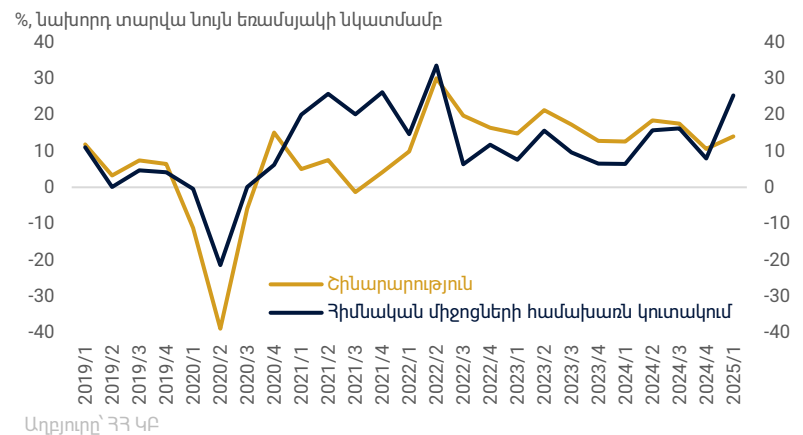
Մասնավոր հատվածում կուտակված խնայողությունների և վարկավորման նկատմամբ բարձր պահանջարկի պայմաններում մասնավոր ծախսումների ավելացման ռիսկերը պահպանվում են:

Գծապատկեր 3.Բ.4. ՀՆԱ իրական աճը՝ ըստ ծախսային բաղադրիչների



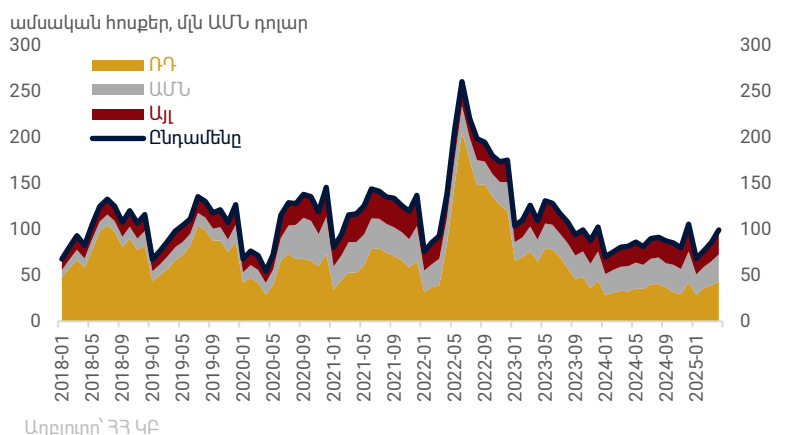
Շինարարության ոլորտում բարձր աճի պահպանմանը համահունչ աճում են հիմնական կապիտալում ներդրումները:

Գծապատկեր 3.Բ.5. Հիմնական միջոցներում ներդրումները և շինարարության ճյուղի աճը տնտեսությունում



Չնայած վերջին ամիսներին, ռուբլու արժուրմամբ պայմանավորված, ոչ առևտրային փոխանցումների որոշակի աճ է նկատվել, դրանց միտումների հետ կապված անորոշությունները պահպանվում են:

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



Արտաքին առևտուր և արտաքին պահանջարկ

2024 թ. 4-րդ եռամսյակում, պայմանավորված արտաքին պահանջարկի շարունակական ճգնաժամով, ինչպես նաև ներքին պահանջարկի որոշակի ընդլայնմամբ, ընթացիկ հաշիվը շարունակել է վատթարանալ՝ մոտենալով գնահատվող կայուն մակարդակին: Արտաքին պահանջարկի ճգնաժամն առավելապես արտահայտվել է ՀՀ կողմից սպասարկվող արտաքին առևտրային հոսքերի և դրանցից գեներացվող եկամուտների, ինչպես նաև դեպի ՀՀ զբոսաշրջային այցելությունների նվազմամբ (գծապատկեր 3.Բ.7): Հարկ է նշել, որ վերոնշյալ միտումները պահպանվել են նաև 2025 թ. առաջին և երկրորդ եռամսյակների ընթացքում:

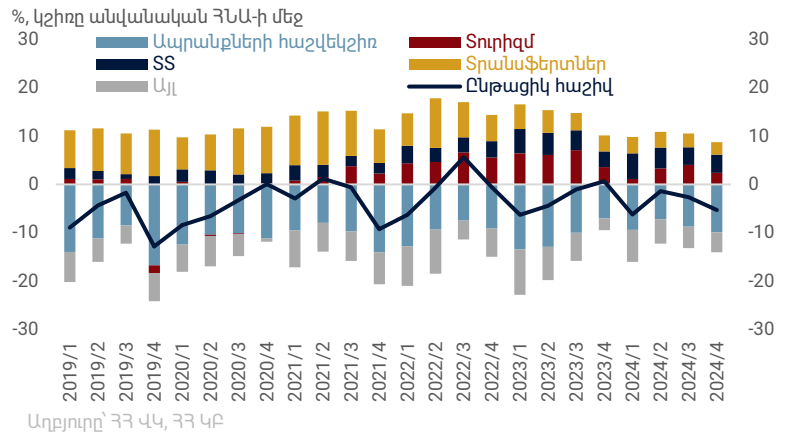
Հատկանշական է, որ ընդհանուր ապրանքային ներմուծման տարեկան անկումը 2025 թ. 1-ին եռամսյակում մեծ մասամբ պայմանավորված է միջանկյալ սպառման ապրանքների շուրջ 67% նվազմամբ, ինչն արտացոլում է արտաքին առևտրային ժամանակավոր հոսքերի կրճատումը: Ընդ որում, այս հոսքերի հեռանկարների տեսանկյունից ռիսկերը ևս նշանակալի են՝ հաշվի առնելով աշխարհաքաղաքական բարձր անորոշությունը: Միաժամանակ, կապիտալ ապրանքների ներմուծման ծավալները նախորդ եռամսյակի բարձր ցուցանիշի արձանագրումից հետո որոշակիորեն ճգնաժամ էլ՝ այդ թվում արտացոլելով արտաքին առևտրային հոսքերի նվազումը: Մյուս կողմից՝ վերջնական սպառման ապրանքների նկատմամբ պահանջարկը շարունակել է ավելանալ՝ նախորդ տարվա նույն եռամսյակի համեմատությամբ աճելով 11%-ով՝ արտացոլելով ներքին պահանջարկի ընդլայնումը:

Այս պայմաններում իրական արդյունավետ փոխարժեքը 2025 թ. առաջին և երկրորդ եռամսյակներում արժեզրկվել է՝ ձևավորելով իրական արդյունավետ փոխարժեքի գրեթե զրոյական ճեղքվածք՝ մեծապես պայմանավորված նաև Ռ-Դ ռուբլու անվանական արժևորմամբ: Վերջինս արտացոլում է աշխարհաքաղաքական ընթացիկ զարգացումների արդյունքում Ռ-Դ տնտեսության հեռանկարի վերաբերյալ շուկայի լավատեսական սպասումները:

Իրական փոխարժեքի հետ կապված հիմնական անորոշությունները վերաբերում են արտաքին անհաշվեկշռվածությունների կայունացման և ավելցուկային պահանջարկի կլանման գործընթացում պարբերաշրջանային արժևորված փոխարժեքի չափին և դերին: Տարածաշրջանում աշխարհաքաղաքական զարգացումների արդյունքում 2022 թվականից ի վեր արտաքին պահանջարկի ավելացումը, կապիտալի, աշխատուժի ու զբոսաշրջության մեծ ներհոսքը և SS ծառայությունների արտահանման ընդլայնումը նպաստել են իրական արդյունավետ փոխարժեքի զգալի արժևորմանը (գծապատկեր 3.Բ.9), մինչդեռ 2023 թվականից գործընկեր երկրների գնաճի համեմատությամբ ՀՀ տնտեսության ցածր գնաճը նպաստել է արժևորման տեմպերի դանդաղմանը: Եթե իրական արդյունավետ փոխարժեքի արժևորումը մեծ մասամբ կրել է պարբերաշրջանային բնույթ, ապա դրա ճգնաժամն անխուսափելիորեն արտացոլում է ընթացիկ հաշվի ճգնաժամը՝ հետևելով արտաքին պահանջարկի կարգավորմանը: Միաժամանակ, արտահանման ներկայիս մակարդակը, միգրացիոն, արտացոլում է նոր հնարավորությունները, որոնք նպաստում են արտահանման երկարաժամկետ ներուժի և կարողությունների ավելացմանը՝ հանգեցնելով իրական արդյունավետ փոխարժեքի հիմնարար, այլ ոչ թե պարբերաշրջանային արժևորմանը:

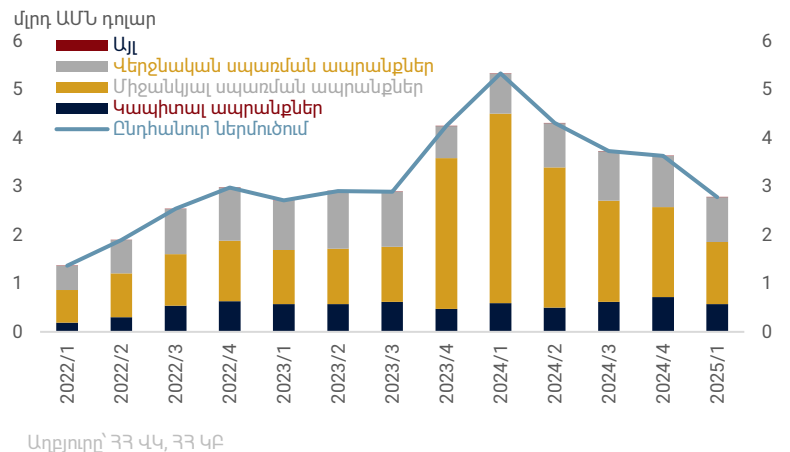
Արտաքին պահանջարկի աստիճանական կարգավորմամբ պայմանավորված՝ ընթացիկ հաշիվը վատթարացել է՝ մոտենալով գնահատվող հիմնարար մակարդակին:

Գծապատկեր 3.Բ.7. Ընթացիկ հաշիվ



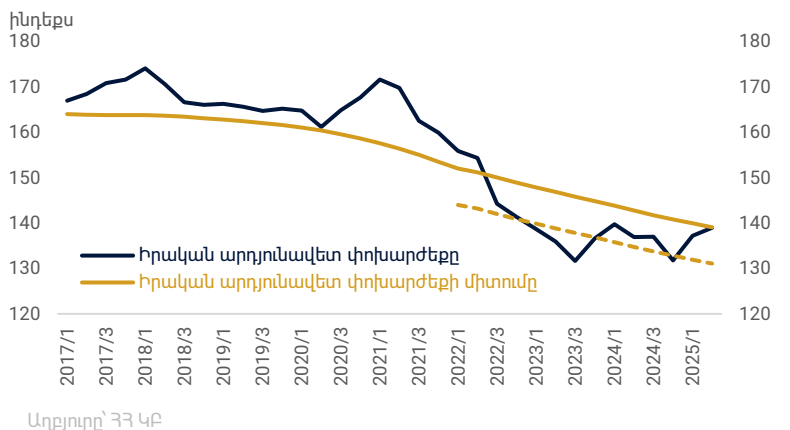
Ներքին պահանջարկի որոշակի աշխուժացմանը զուգընթաց, սպառողական ապրանքների ներմուծման ծավալներն աճում են:

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



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

Գծապատկեր 3.Բ.9. Իրական արդյունավետ փոխարժեքը դոլարի, եվրոյի և ռուբլու նկատմամբ, նվազումը՝ դրամի արժևորում



Ներգիր 2. ԱՄՆ-ի կողմից սակագնային քաղաքականության փաստացի և հետագա հավանական խստացման ազդեցությունը ՀՀ տնտեսության վրա

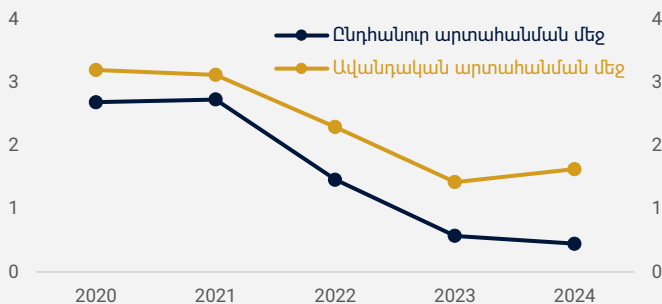
ԱՄՆ-ի արտաքին առևտրային քաղաքականության վերափոխումները մաքսատուրքերի փաստացի և հետագա հավանական բարձրացումը համաշխարհային տնտեսության զարգացումների շուրջ անորոշության աղբյուրներից մեկն է: Անորոշությունը մեծ է ինչպես ԱՄՆ-ի տնտեսության (տե՛ս ԴՎԶ զեկույց, 2025 թ. 1-ին եռ., ներգիր 1), այնպես էլ առաջատար գործընկեր և զարգացող տնտեսությունների վրա դրանց ազդեցության առումով: Ընդ որում, չնայած բարձր մաքսատուրքերի սահմանումից շուրջ մեկ շաբաթ հետո դրանց զգալի մասի կիրառումը հետաձգվեց 90 օրով, հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ դեռևս էական առաջընթաց արձանագրված չէ մի շարք առանցքային գործընկերների հետ առևտրային գործարքների կնքման ուղղությամբ, հավանական է նաև, որ մաքսատուրքերի դրույքաչափերը կարող են Նորից բարձրանալ: Հայտարարված մաքսատուրքերից անմասն չի մնացել նաև Հայաստանը, որի նկատմամբ կիրառվել է բազային, 10% դրույքաչափը: Այդուհանդերձ, ՀՀ առևտրատնտեսական կապերն ԱՄՆ-ի հետ այդքան էլ խոր չեն և, հավանաբար, ՀՀ տնտեսության վրա սահմանված մաքսատուրքերի ուղղակի ազդեցությունը նշանակալի չի լինի:

Դեպի ԱՄՆ արտահանվող ապրանքների ծավալը 2024 թ. կազմել է ընդամենը շուրջ 60 մլն ԱՄՆ դոլար: Արդյունքում՝ դեպի ԱՄՆ ապրանքային արտահանման կշիռը ՀՀ ընդհանուր ապրանքային արտահանման մեջ կազմել է շուրջ 0.4%, իսկ ավանդական արտահանման մեջ՝ շուրջ 1.5% (զծապատկեր Ն.2.1): Ընդ որում, այս ցուցանիշը վերջին 4 տարիների ընթացքում գրեթե կիսով չափ կրճատվել է՝ արտացոլելով ՀՀ տնտեսության կախվածության (exposure) թուլացումն ԱՄՆ-ից: Մյուս կողմից՝ բավականին բազմազանեցված է նաև դեպի ԱՄՆ ՀՀ արտահանման ապրանքային կառուցվածքը (զծապատկեր Ն.2.2)՝ նվազեցնելով մաքսատուրքերի սահմանումից ածանցվող ռիսկերը: Օրինակ, ալկոհոլային խմիչքների արտահանումը ԱՄՆ 2024 թ. կազմել է շուրջ 5 մլն ԱՄՆ դոլար, ինչը դեպի ԱՄՆ արտահանման մոտ 10%-ն է, սակայն ՀՀ-ից ալկոհոլային խմիչքների ընդհանուր արտահանման ընդամենը մոտ 1.5%-ը: Այս պարագայում ենթադրվում է, որ անհրաժեշտության դեպքում այլ շուկաներ արտահանման վերակողմորոշումը հարաբերականորեն քիչ «ծախսատար» կլինի:

Հետաքրքրական է նաև, որ ԱՄՆ-ի Նոր առևտրային քաղաքականությունը կարող է մրցակցային հարաբերական առավելություններ ստեղծել մի շարք փոքր, զարգացող երկրների համեմատությամբ, այդ թվում՝ Հայաստանից արտահանման ծավալների ավելացման համար: Նոր մաքսատուրքերի սահմանումը՝ դրանց նախնական տեսքով (աղյուսակ Ն.2.1.), ԱՄՆ-ի գործընկեր բազմաթիվ երկրների նկատմամբ հարաբերականորեն ավելի նպաստավոր դիրք է ստեղծում Հայաստանի համար՝ պայմանավորված մեծ թվով երկրների համեմատությամբ էականորեն ցածր սակագների սահմանմամբ: Արդյունքում՝ ՀՀ-ն կարող է նույնիսկ շահել լրացուցիչ մաքսատուրքերի կիրառումից՝ մեծացնելով առանձին ապրանքների մասով ԱՄՆ-ի շուկայում ներկայությունը: Այս առումով հետաքրքիր օրինակ է ոսկերչական իրերի արտահանումը. ԱՄՆ արտահանող բազմաթիվ երկրների նկատմամբ շուրջ երեք անգամ ավելի բարձր լրացուցիչ մաքսատուրքեր են սահմանվել, քան ՀՀ-ի նկատմամբ (աղյուսակ Ն.2.1.):

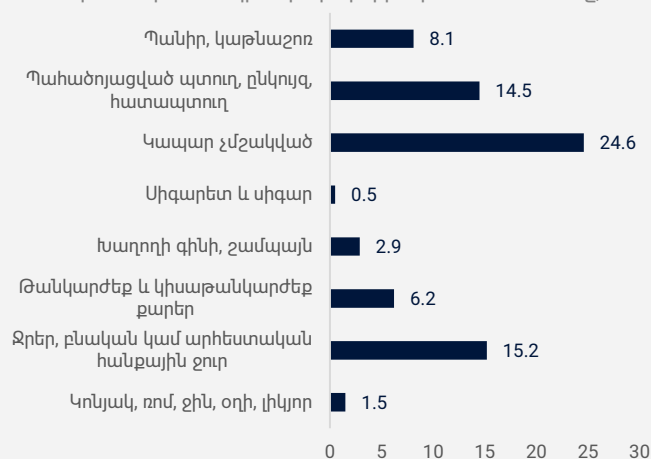
Այսպիսով՝ Հայաստանի նկատմամբ լրացուցիչ մաքսատուրքերի սահմանումը, ուղղակի ազդեցության տեսանկյունից, հավանաբար նշանակալի չի լինի: Այդուհանդերձ, ՀՀ տնտեսության համար ԱՄՆ-ի առևտրային քաղաքականությունից ածանցվող հիմնական ռիսկեր են մնում համաշխարհային տնտեսությունում բարձր անորոշությունը և դրանից բխող անուղղակի հետևանքները (տե՛ս ԴՎԶ զեկույց, 2025 թ. 1-ին եռ., սցենար Բ):

Զծապատկեր Ն.2.1. ԱՄՆ տեսակարար կշիռը ՀՀ ապրանքային արտահանման մեջ, %



Աղբյուրը՝ Միջազգային առևտրի կենտրոն, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Զծապատկեր Ն.2.2. Դեպի ԱՄՆ արտահանման կշիռը համապատասխան ապրանքախմբերի արտահանման մեջ, %



Աղբյուրը՝ Միջազգային առևտրի կենտրոն, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Աղյուսակ Ն.2.1. «Ոսկերչական իրեր» ապրանքախմբի ներմուծումն ԱՄՆ-ի կողմից

Արտահանող երկիր	Ներմուծում, մլն դոլար	Կշիռ, %	Մաքսատուրք, %, 2025թ. ապրիլի 2-ի արդյունքներ
Ընդամենը ներմուծում	14 532.9	100	
Հնդկաստան	3 503.6	24.1	27
Ֆրանսիա	1 866.7	12.8	20
Իտալիա	1 829.8	12.6	20
Թաիլանդ	1 258.7	8.7	37
Հորդանան	937.3	6.4	20
Հոնկոնգ	693.9	4.8	34
Թուրքիա	576.1	4.0	10
Չինաստան	433.4	3.0	34
Շվեյցարիա	399.0	2.7	32
Դոմինիկյան Հանրապետություն	390.2	2.7	10
Հայաստան	8.4	0.06	10

Աղբյուրը՝ Միջազգային առևտրի կենտրոն, Սպիտակ տուն

Հարկաբյուջետային քաղաքականություն

Պետական բյուջեի հարկային եկամուտներ և տուրքերը 2025 թ. հունվար-ապրիլ ամիսներին որոշակիորեն գերակատարվել են՝ կազմելով տարեկան վերանայված ծրագրի շուրջ 34.8%-ը: Սա կրում է ինչպես որոշ ժամանակավոր, այնպես էլ վարչարարության որոշակի խստացման և տնտեսական աճի կառուցվածքի փոփոխության ազդեցությունը: Շինարարության ոլորտում ավարտական ակտերի զգալի աճով պայմանավորված՝ ավելացել են շինարարության ոլորտից ստացվող ԱԱՀ-ի հավաքագրման հնարավորությունները: Հարկ է նշել, որ հարկային եկամուտները գերակատարվել են հատկապես ապրիլին՝ ծրագրված մակարդակի նկատմամբ կազմելով շուրջ 114% և արտացոլելով 2024 թ. ընթացքում տնտեսությունում ձևավորված բարձր շահույթը, մինչդեռ մայիսին հարկային եկամուտները փոքր-ինչ թերակատարվել են:

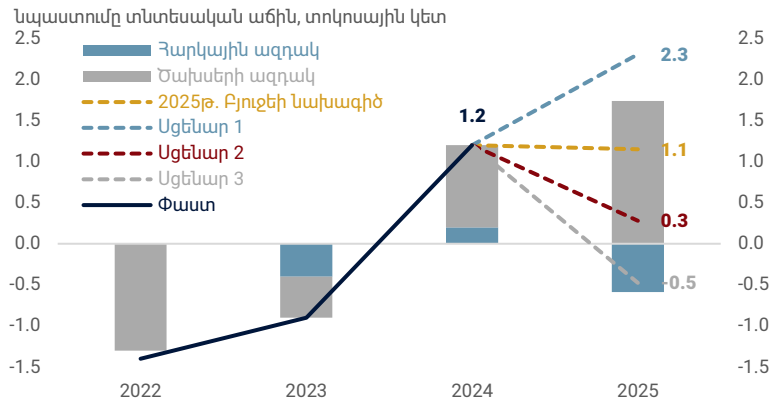
Այնուամենայնիվ, հաշվի առնելով նախորդ տարվա հարկային եկամուտներ/ՀՆԱ փաստացի՝ սպասվածի համեմատությամբ զգալիորեն ավելի ցածր ցուցանիշը և այդ պայմաններում ընթացիկ տարվա համար սահմանված բարձր թիրախը, ինչպես նաև առաջին եռամսյակում հարկերի աճին նպաստող որոշ գործոնների մեկնազամյա բնույթը, առկա են ծրագրվածի համեմատությամբ հարկային եկամուտների թերհավաքագրման որոշակի ռիսկեր: Ավելին, սոցիալական բնույթի ծախսեր կատարելու անհրաժեշտությամբ պայմանավորված՝ կարող են որոշակիորեն գերակատարվել հատկապես ընթացիկ ծախսերը: Այս պայմաններում հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցությունը համախառն պահանջարկի վրա կլինի առավել խթանող՝ համապատասխան ազդեցություններով նաև պետական պարտքի հետագծի և երկրի ռիսկի հավելավճարի վրա (գծապատկեր 3.Բ.11, սցենար 1):

Մյուս կողմից՝ 2025 թ. հունվար-ապրիլ ամիսներին պետական բյուջեի ծախսերը նախորդ տարվա համապատասխան ժամանակաշրջանի նկատմամբ աճել են 11.1%-ով, իսկ ծախսերի կատարողականը մոտ է եղել պատմական միջինին՝ կազմելով տարեկան ճշտված ծրագրի 27%-ը: Այդուհանդերձ, հաշվի առնելով նախորդ տարվա կապիտալ ծախսերի կատարողականը և ընթացիկ տարվա համար ծրագրված զգալիորեն ավելի բարձր մակարդակը (շուրջ 7.0% ՀՆԱ-ում), ինչպես նաև նման ծավալի աշխատանքներ կատարելու համար տնտեսությունում առկա կարողությունների սահմանափակությունը, առկա են դրանց թերակատարման ռիսկեր (գծապատկեր 3.Բ.11, սցենար 2): Մյուս կողմից՝ ընթացիկ տարվա համար որոշակիորեն փոխվել են նաև կապիտալ ծախսերի կառուցվածքն ու ուղղությունները, ինչը, պահանջարկի վրա դրանց ազդեցության չափի տեսանկյունից, լրացուցիչ անորոշություն է պարունակում (գծապատկեր 3.Բ.11, սցենար 3):

Միջնաժամկետ հատվածում պարտքի կայունացման և պետական պակասուրդի ֆինանսավորման համար որոշակի ռիսկեր կան նաև հարկային վարչարարության և օրենսդրական փոփոխությունների խստացման տեսանկյունից, ինչը պահանջարկի վրա կարող է ունենալ լրացուցիչ զսպող ազդեցություն:

Համախառն պահանջարկի վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցության չափի վերաբերյալ անորոշության բարձր մակարդակը պահպանվում է:

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



Աղբյուրը՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ Նշումներ՝

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

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

Սցենար 3 – Սցենար 2՝ հաշվի առնելով նաև կապիտալ ծախսերի կառուցվածքային առանձնահատկություններից բխող՝ ամբողջական պահանջարկի վրա հավանական ավելի թույլ ազդեցությունը:

Գ. Աշխատանքի շուկայի և գնաճի զարգացումներ

Աշխատուժի առաջարկ և պահանջարկ

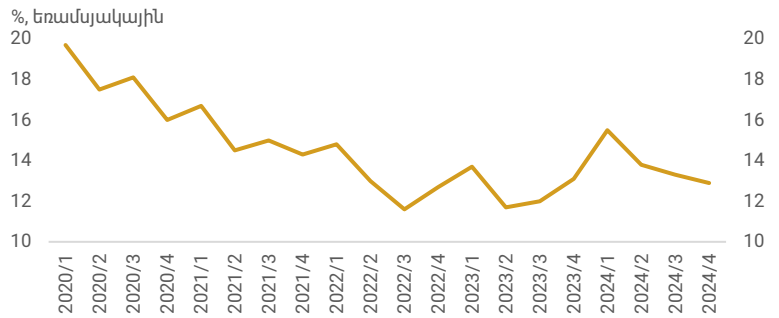
2024 թ. 4-րդ եռամսյակում գործազրկության մակարդակը (ՀՀ ՎԿ աշխատուժի հետազոտություն) նախորդ եռամսյակի համեմատությամբ նվազել է և կազմել 12.9%՝ նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի նկատմամբ նվազելով 0.2 տոկոսային կետով (գծապատկեր 3.Գ.1): Մյուս կողմից՝ 2024 թ. սկզբից ՀՀ-ում դիտվել է աշխատանքային ռեսուրսների ավելացում, որոնք, սակայն, հիմնականում հաշվառվել են տնտեսապես ոչ ակտիվ բնակչության կազմում: Միաժամանակ, աշխատուժի առաջարկը կրճատվել է, այդ թվում՝ զբաղվածների թվի նվազմամբ պայմանավորված, որը ևս նպաստել է աշխատուժից դուրս բնակչության թվի աճին: 2024 թ. նկատվել է նաև օտարերկրյա աշխատուժի որոշակի արտահոսք, ինչը ևս կարող է վկայել, ընդհանուր առմամբ, աշխատաշուկայի պայմանների որոշակի մեղմման և առավել հավասարակշռված միջավայրի ձևավորման մասին:

2024 թ. 4-րդ եռամսյակի արդյունքներով՝ գրանցված աշխատատեղերի թվաքանակը (ՊԵԿ-ի տվյալներ) շարունակել է կայուն տեմպերով աճել (գծապատկեր 3.Գ.2), ինչը հարցումներից ստացվող տվյալների համեմատությամբ տրամադծորեն տարբեր ազդակներ է հաղորդում աշխատանքի շուկայի զարգացումների վերաբերյալ՝ ձևավորելով անորոշություն աշխատանքի շուկայի իրական պայմանների մասին: Այդուհանդերձ, հավանական է նաև, որ գրանցված աշխատողների թվի ավելացումը վկայում է տնտեսությունում կառուցվածքային փոփոխությունների մասին՝ արտահայտելով աշխատուժի տեղաշարժը ոչ ֆորմալից դեպի տնտեսության ֆորմալ հատված:

Աշխատանքի շուկայի հեռանկարի մասով անորոշությունները պահպանվում են: Սա կապված է ինչպես ՀՀ աշխատանքի շուկային Արցախից բռնի տեղահանված բնակչության ինտեգրման շարունակականության, չափի ու արագության, այնպես էլ դեպի ՌԴ աշխատանքային միգրացիայի հետ: Վերջին տարիներին Հայաստանի և Ռուսաստանի աշխատավարձերի միջև տարբերությունը որոշակիորեն փոքրացել է՝ նվազեցնելով դեպի ՌԴ սեզոնային աշխատանքի մեկնելու շարժառիթները: ՌԴ տնտեսության աճի հեռանկարի տեսանկյունից՝ պահպանվող առարկայական ռիսկերի պայմաններում դեպի ՌԴ աշխատանքային միգրացիան կարող է նվազել՝ դրական ազդեցություն ունենալով աշխատուժի առաջարկի և ՀՆԱ ներուժի ավելացման վրա: Միաժամանակ, վերջին շրջանում ռաբլու որոշակի արժևորումը, ինչպես նաև ռուս-ուկրաինական հակամարտության հնարավոր հանգուցայնության վերաբերյալ առկա դրական ազդակները, ընդհակառակը, կարող են նպաստել սեզոնային միգրացիայի վերականգնմանը: Դեպի ՌԴ սեզոնային միգրացիայի կրճատման և մեկ կարևոր գործոն է ՌԴ միգրացիոն կարգավորումների խստացումը: Այս համատեքստում ԿԲ-ի կողմից սեզոնային աշխատողների շրջանում իրականացված հարցումները ևս վկայում են տնտեսական և քաղաքական գործոնների կարևորության մասին, ինչպես նաև արտահայտում են արտագնա աշխատանքի մեկնելու հարցում առկա զգալի անորոշությունները:

Չնայած զբաղվածության աճի գնահատականների շուրջ անորոշությունը պահպանվում է՝ մի շարք կարևոր ցուցիչներ վկայում են աշխատանքի շուկայում հավասարակշռության էական բարելավման մասին:

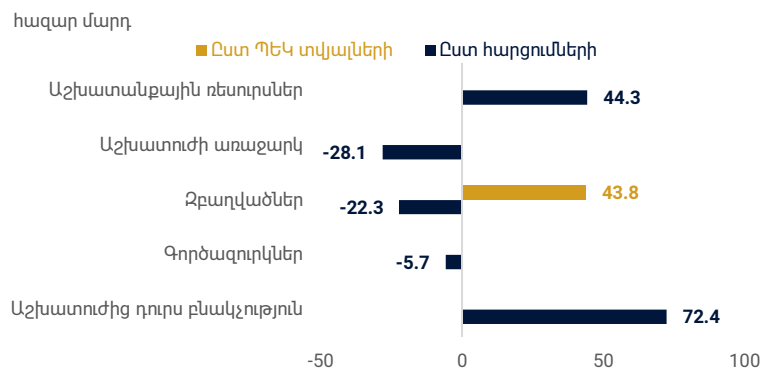
Գծապատկեր 3.Գ.1. Գործազրկության մակարդակ



Աղբյուր՝ ՀՀ ՎԿ

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

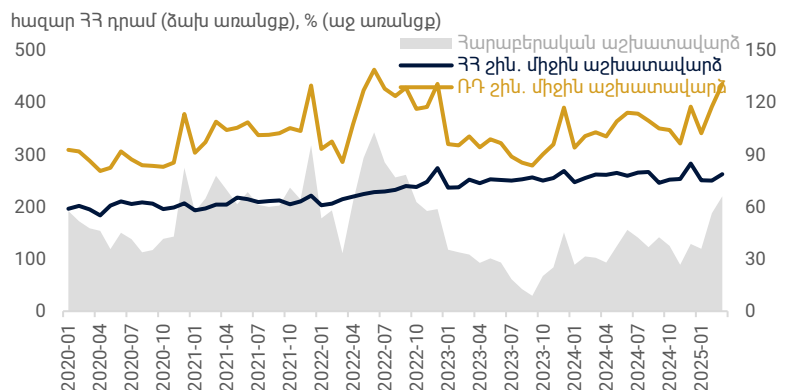
Գծապատկեր 3.Գ.2. ՀՀ աշխատանքային ռեսուրսների փոփոխությունը, 2024 թ. 4-րդ եռ. / 2023 թ. 4-րդ եռ.



Աղբյուր՝ ՀՀ ՎԿ

ՀՀ և ՌԴ շինարարության ճյուղում աշխատավարձերի տարբերության կրճատման սպասումները կարող են ազդել ՀՀ-ից դեպի ՌԴ սեզոնային միգրանտների հոսքի վրա:

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



Աղբյուր՝ ՀՀ ՎԿ, Ռուսաստան

Աշխատավարձերի աճ

Վերջին տարիներին արձանագրված բարձր աճերից հետո մասնավոր անվանական աշխատավարձերի աճը շարունակում է դանդաղել՝ 2025 թ. 1-ին եռամսյակում կազմելով տ/տ 5.4% (գծապատկեր 3.9.4): Նախորդ եռամսյակներում արտադրողականության, աշխատուժի առաջարկի և զբաղվածության արձանագրված աճը, ինչպես նաև ընթացիկ տարվա սկզբից դիտվող աշխատուժի նկատմամբ պահանջարկի որոշակի նվազումը նպաստել են աշխատաշուկայից բխող գնաճային ճնշումների զգալի թուլացմանը: Պայմանավորված տնտեսական աճի կենտրոնացվածությամբ՝ աշխատանքի շուկայի ազդակները նույնպես բավականին անհամաչափ են: Մասնավորապես՝ տնտեսությունում աշխատավարձերի միջին աճին զգալի նպաստում է ունենում ֆինանսական ու ապահովագրական գործունեության և, վերջին շրջանում՝ նաև մշակող արդյունաբերության ճյուղերի աշխատավարձերի աճը: Ընթացիկ տարվա հունվար-ապրիլին անվանական աշխատավարձերի աճը կազմել է տ/տ շուրջ 5.2%, որի մոտ 2.0 տոկոսային կեսն ապահովվել է վերոնշյալ երկու ճյուղերի կողմից: Մյուս կողմից՝ ծառայությունների այլ ճյուղերում աշխատավարձերի թույլ աճի միտումները պահպանվում են: Այս պայմաններում աշխատավարձերի աճի կենտրոնացվածությունը տնտեսության որոշ ճյուղերում և մյուս հատվածներում աշխատավարձերի աճի դանդաղումը կարող են մեկնաբանվել որպես աշխատաշուկայից եկող ճնշումների էական թուլացման կամ չեզոքացման ազդակներ: Միջևաժամկետում և երկարաժամկետում աշխատաշուկայի պայմանների և շուկայից բխող գնաճային ճնշումների հետագա թուլացման աղբյուր է նաև աշխատուժի առաջարկի հնարավոր ավելացումը:

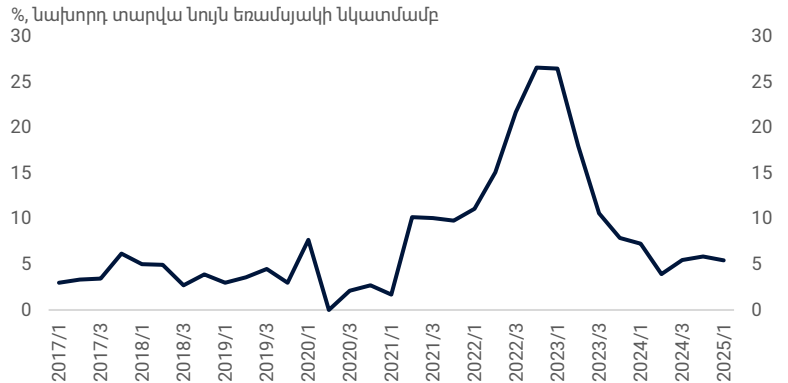
Գնաճ

2025 թ. երկրորդ եռամսյակում գնաճն արագացել է՝ մայիսին նախորդ ամսվա նկատմամբ կազմելով շուրջ 0.3%, իսկ նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի նկատմամբ՝ 4.3%: Վերջինս հիմնականում պայմանավորված է եղել «Բանջարեղեն» ապրանքախմբի՝ պատմական սեզոնային ցուցանիշների համեմատությամբ զգալի բարձր գնաճով: Սա, իր հերթին, պայմանավորված է փոքր թվով ապրանքների՝ հատկապես կարտոֆիլի նկատմամբ արտաքին պահանջարկի ընթացիկ զգալի ընդլայնմամբ: Հարկ է նշել, որ «Կարտոֆիլ» ապրանքախմբի ամսական գնաճը 2025 թ. ապրիլ և մայիս ամիսներին կազմել է համապատասխանաբար՝ շուրջ 32.0% և 23.0%, իսկ նպաստումը մայիսի ամսական գնաճին՝ շուրջ 0.3 տոկոսային կետ:

Գնաճի արագացմանը նպաստել է նաև ներմուծվող պարենային ապրանքների և չկարգավորվող ծառայությունների գնաճը: Սակայն ապրիլին, պարենի համաշխարհային շուկայում գնանկումային միտումներին համահունչ, նկատվել է նաև ներմուծվող պարենային որոշ ապրանքների գների նվազում: Միաժամանակ, դիտվել է չկարգավորվող ծառայություններից հատկապես օդային տրանսպորտի գների աճ՝ պայմանավորված ինչպես օդային տրանսպորտի ծառայությունների նկատմամբ պահանջարկի աճով, այնպես էլ եվրոյի փոխարժեքի որոշակի արժևորմամբ:

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

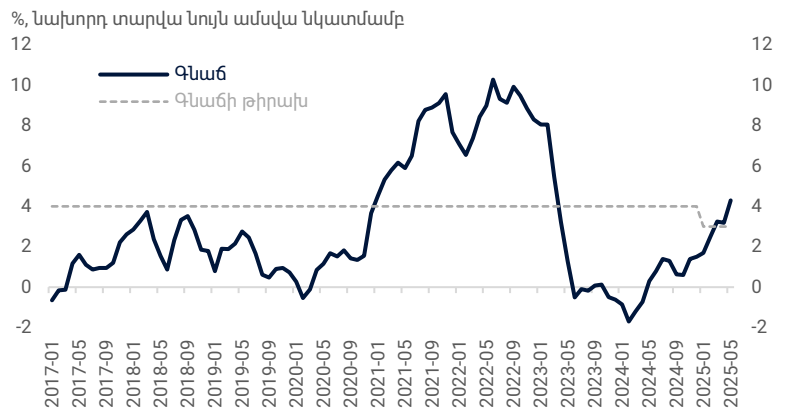
Գծապատկեր 3.9.4. Մասնավոր հատվածի անվանական աշխատավարձերի աճը



Աղբյուր՝ ՀՀ ՎԿ

12-ամսյա գնաճը վերջին ամիսներին արագացել է՝ 2025 թ. մայիսին կազմելով 4.3%:

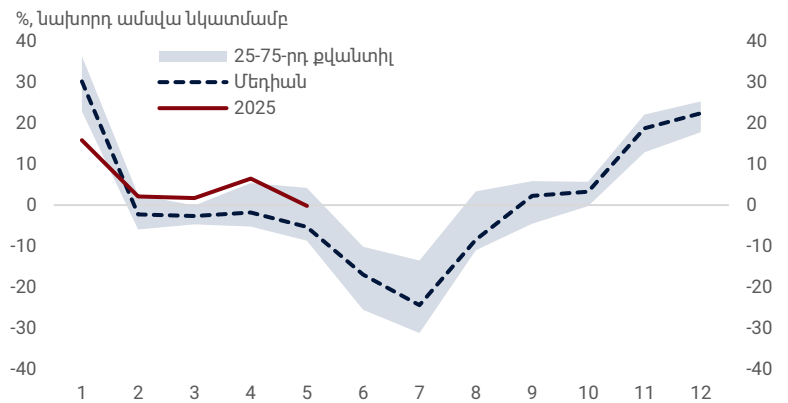
Գծապատկեր 3.9.5. Գնաճ



Աղբյուր՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Պահպանվելով պատմական սեզոնային մակարդակներից էապես բարձր՝ «Բանջարեղեն» ապրանքախմբի, հատկապես դրա առանձին ապրանքներ, շարունակում են հանդիսանալ ընդհանուր գնաճը վեր տանող հիմնական գործոններից:

Գծապատկեր 3.9.6. «Բանջարեղեն» ապրանքախմբի գնաճ



Աղբյուր՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Այնուհանդերձ, տնտեսությունում գնաճի կայուն վերականգնման ազդակները դեռևս թույլ են: Դա շարունակում է մեծ մասամբ պայմանավորված լինել որոշ (ոչ պարենային) ապրանքախմբերի գծով համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնանկումային ազդեցություններով, աշխատանքի շուկայի պայմանների որոշակի թուլացմամբ, ինչպես նաև համախառն առաջարկի և պահանջարկի անհաշվեկշռվածությունների էական նվազմամբ: Հիմնականում արտաքին պահանջարկի շարունակվող ճգնաժամային պայմանավորված՝ ծառայությունների գնաճի դանդաղման միտումները պահպանվում են, մինչդեռ բարձր ներքին պահանջարկը կարող է որոշակի գնաճային ճնշումներ առաջացնել: Այս համատեքստում, համախառն առաջարկի և պահանջարկի հարաբերական դիրքի վերաբերյալ պահպանվող անորոշությունը գնաճի հեռանկարների մասով ռիսկի հիմնական աղբյուրներից է:

Բնականոն գնաճը, որի կազմում չեն ներառվում սեզոնային պարենային ապրանքներն ու կարգավորվող ծառայությունները, մայիսին կազմել է տ/տ 2.8%՝ պահպանվելով թիրախային մակարդակին մոտ տիրույթում: Այն հիմնականում արտացոլում է ներմուծվող ոչ պարենային և տեղական ոչ սեզոնային պարենային ապրանքներից փոխանցվող գնանկումային միտումները. օրինակ՝ նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի համեմատությամբ նվազել են կաթնամթերքի և շաքարավազի, ինչպես նաև վառելիքի, հագուստի և մի շարք կենցաղային ապրանքների գները:

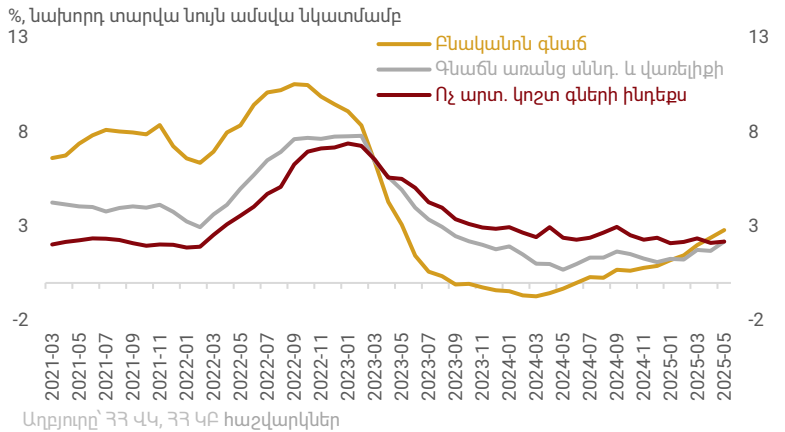
Միաժամանակ, վերջին մի քանի ամիսներին ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսը (ՈԱԿԳԻ) որոշակիորեն կայունացել է՝ մայիսին գրանցելով տ/տ 2.2% աճ, ինչը վկայում է համախառն պահանջարկի չեզոք ազդեցության մասին: Արտաքին պահանջարկի կարգավորմամբ պայմանավորված՝ առանձին ապրանքների և ծառայությունների գների ճգնաժամային միտումները պահպանվում են (գծապատկեր 3.Գ.7): Այս զարգացումների պարագայում, համաձայն ֆինանսական շուկայի մասնակիցների սպասումների, ՀՀ-ում գնաճն առաջիկա եռամսյակներում կմոտենա նպատակային (3%) ցուցանիշին՝ միջնաժամկետ հորիզոնում կայունանալով դրա շուրջ (աղյուսակ 3.Գ.1):

Գնաճային սպասումներ

Համաձայն տնային տնտեսությունների գնաճային սպասումների վերաբերյալ ՀՀ ԿԲ-ի կողմից իրականացվող հարցման արդյունքների՝ 2025 թ. 2-րդ եռամսյակում անորոշությունները որոշակիորեն աճել են՝ բարձր գնաճային սպասումների նվազմանը զուգահեռ: Վերջինս, չնայած որոշ փոքր թվով սեզոնային ապրանքներով պայմանավորված ընդհանուր գնաճի ընթացիկ արագացմանը, արտահայտում է գնաճային սպասումների աստիճանական վերադարձը դեպի թիրախային մակարդակ: Համապատասխանաբար՝ որոշակիորեն աճել է նաև դանդաղ տեմպով գների աճ սպասող հարցվողների կշիռը:

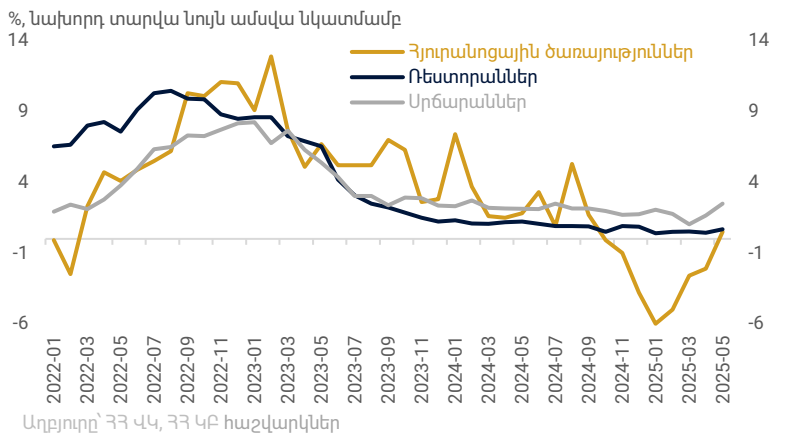
Ոչ արտահանելի կոշտ գներով բնութագրվող ապրանքների գնաճը շարունակում է կայունանալ:

Գծապատկեր 3.Գ.7. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները



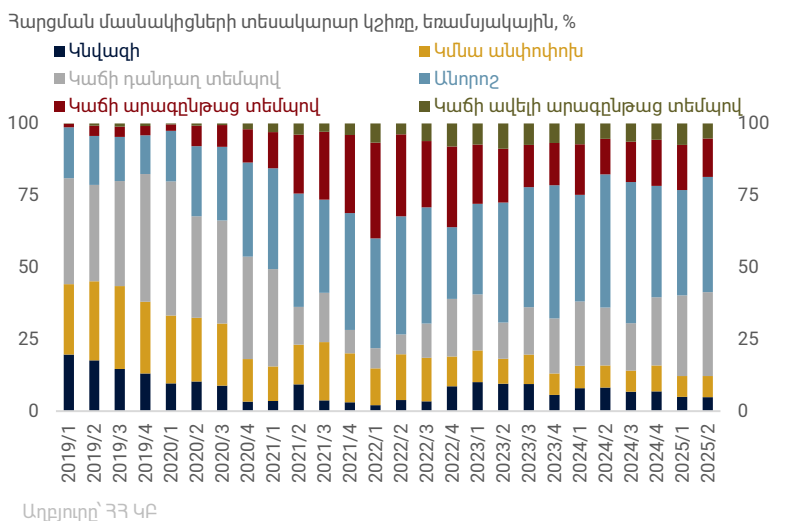
Արտաքին պահանջարկի ճգնաժամային պայմանավորված՝ առանձին ծառայությունների գները շարունակում են ճգնաժամային:

Գծապատկեր 3.Գ.8. Գնաճը հյուրանոցային ծառայությունների ոլորտում



Հարցվողների մեծ մասը սպասում է ցածր գնաճ, բարձր անորոշությունը պահպանվում է:

Գծապատկեր 3.Գ.9. Գնաճային սպասումների վերաբերյալ հարցման արդյունքներ



Դ. Ֆինանսական շուկայի զարգացումներ

Ֆինանսական շուկայի սպասումները տոկոսադրույքի վերաբերյալ

Համաձայն 2025 թ. հունիսի 12-ին իրականացված հարցման արդյունքների՝ շուկայի մասնակիցներն ակնկալում են, որ տոկոսադրույքների վերաբերյալ հաջորդ ութ որոշումներով ՀՀ ԿԲ-ն դեռևս կշարունակի աստիճանաբար թուլացնել քաղաքականության պայմանները: Հարցվողների գնահատումների հիմքում առկա հիմնական ռիսկերը և խնդիրները կարևոր տեղեկատվություն են պարունակում սույն զեկույցում ներկայացվող սցենարների բազմությունը (բաժին Ե) ձևավորելու առումով:

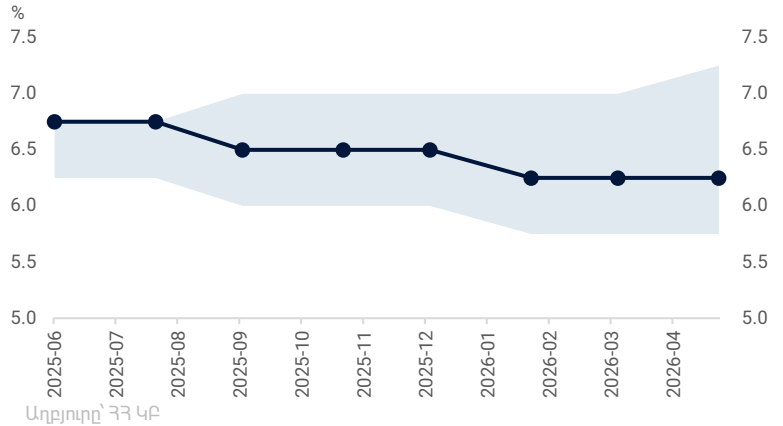
Ընդհանուր առմամբ, 2025 թ. մայիսի ԴԿԶ որոշումից հետո եկամտաբերության կորի կարճաժամկետ և միջնաժամկետ հատվածի փոքր տեղաշարժը կարող է արտահայտել վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի ուղեգծի վերաբերյալ շուկայի մասնակիցների սպասումների որոշակի նորմալ ճշգրտում ներքևի ուղղությամբ, ինչպես նաև մակրոտնտեսական ռիսկերի գծով պատկերացումների հնարավոր վերագնահատում: Վերջինը, մասնավորապես, կարող է արտացոլել ՀՀ Կառավարության պարտքի կայունության, ինչպես ԱՄՆ-ում երկարաժամկետ տոկոսադրույքների և աշխարհաքաղաքական անորոշությունների շուրջ և այլ ռիսկերի վերանայումը:

Չեզոք տոկոսադրույք

Չեզոք տոկոսադրույքի գնահատականների շուրջ անորոշությունները պահպանվում են, սակայն քաղաքականության տոկոսադրույքի աստիճանական նվազեցումը և տնտեսության զարգացումները վկայում են, որ քաղաքականության դիրքը մոտ է չեզոքին: Չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշությունները մի քանի ուղղությամբ են: Մի կողմից՝ տարածաշրջանային հակամարտությունների լարվածության թուլացման արդյունքում ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի փոքր նվազումը (գծապատկեր 3.Դ.6) վկայում է ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի ընթացիկ ավելի ցածր մակարդակի մասին: Միևնույն ժամանակ, համաշխարհային բարձր տոկոսադրույքների պահպանումը, պայմանավորված ոչ միայն առանձին երկրների ներքին տնտեսության հիմնարարների փոփոխությամբ, այլ նաև աշխարհաքաղաքական զարգացումների շուրջ անորոշությամբ, կարող է մեկնաբանվել որպես հիմնարար հավասարակշիռ տոկոսադրույքների ավելի բարձր մակարդակ: Մյուս կողմից՝ վերջին տարիներին ՀՀ արտահանման կարողությունների աճը, դրանից ածանցվող իրական արդյունավետ փոխարժեքի միտումային արժևորումը մատնանշում են ներքին տնտեսությունում հիմնարար տոկոսադրույքների ավելի ցածր մակարդակը, քանի որ ներդրումային որոշումներ կայացնելիս ներդրողները նույնպես հաշվի են առնում ներքին տնտեսությունում փոխարժեքի սպասումները: Բարձր է նաև գնաճային սպասումների վերաբերյալ անորոշությունը, սակայն, տնային տնտեսությունների հարցման արդյունքները, ինչպես նաև գնաճային ցածր միջավայրի տնական պահպանումը կարող են վկայել գնաճային սպասումների նվազման մասին: Գնաճի թիրախային մակարդակի նվազեցման արդյունքում ակնկալվում է, որ երկարաժամկետ հատվածում անվանական չեզոք տոկոսադրույքները դեռևս կնվազեն՝ նոր թիրախին համահունչ գնաճային սպասումների ձևավորմամբ:

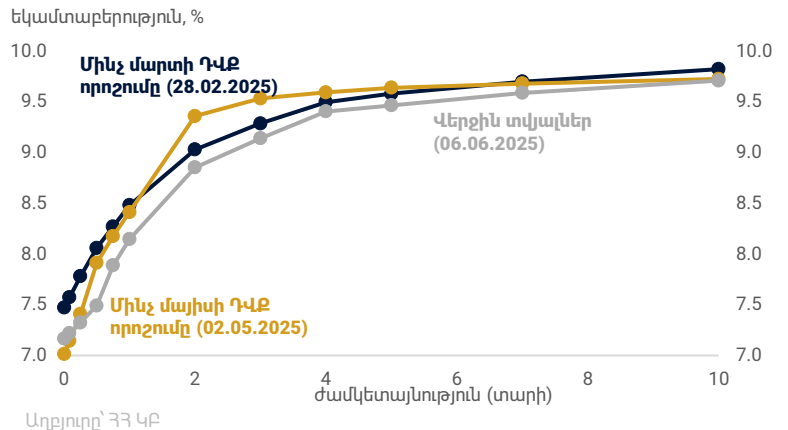
Շուկայի մասնակիցների մեծամասնությունն առաջիկա մեկ տարվա ընթացքում ակնկալում է քաղաքականության տոկոսադրույքի աստիճանական նվազեցում:

Գծապատկեր 3.Դ.1. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգծին ըստ ֆինանսական շուկայի մասնակիցների սպասումների (ԿԲ հարցումներ, 12 հունիսի 2025 թ.):

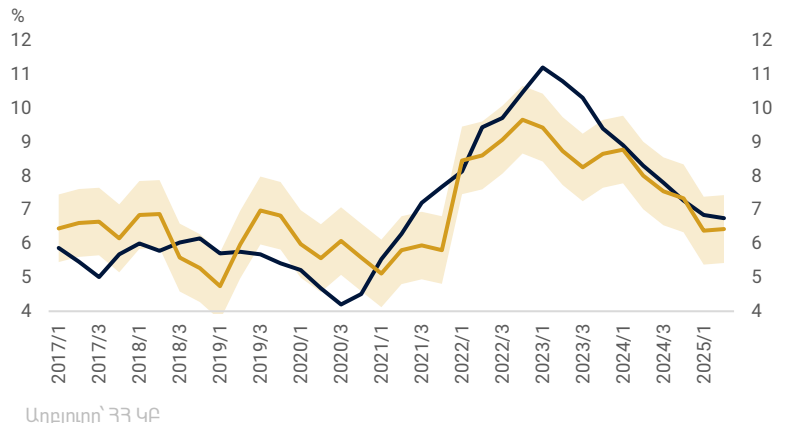


Դրամավարկային վերջին որոշումը և հաղորդակցումը ֆինանսական շուկայի կողմից քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգծի վերաբերյալ սպասումների և եկամտաբերության կորի վրա շոշափելի ազդեցություն չեն ունեցել:

Գծապատկեր 3.Դ.2. Եկամտաբերության կոր



Ինչպիսի՞ն են դրամավարկային քաղաքականության պայմանները: Գծապատկեր 3.Դ.3. Անվանական տոկոսադրույք և հիմնարար չեզոք տոկոսադրույք



Վարկավորման պայմաններ

ՀՀ ԿԲ-ի կողմից իրականացված հարցումները ցույց են տալիս, որ առևտրային բանկերի կողմից վարկավորման պայմանների ինդեքսը գտնվել է զուտ դյուրացման տիրույթում բոլոր վարկատեսակների գծով, իսկ տոկոսադրույքները պահպանվել են կայուն մակարդակներում՝ պայմանավորված նաև վարկերի նկատմամբ բարձր պահանջարկի պահպանմամբ: Հարկ է նշել նաև, որ հիպոտեկային վարկերի պահանջարկն էականորեն կրճատվել է սպասումներին համահունչ:

2025 թ. 1-ին եռամսյակում առևտրային բանկերի կողմից ներգրավված և տրամադրված միջոցները շարունակել են աճել՝ արտահայտելով տնտեսության առանձին հատվածներում պահպանվող բարձր ակտիվությունը: Տնային տնտեսություններին տրամադրված սպառողական վարկերը շարունակել են ավելանալ կայուն տեմպերով, իսկ հիպոտեկային վարկերի աճի տեմպը շարունակել է նվազել՝ արտահայտելով անշարժ գույքի նկատմամբ արդեն իսկ թուլացող պահանջարկը՝ պայմանավորված եկամտահարկի հետվերադարձի ծրագրի աստիճանական դադարեցմամբ: Ֆինանսական համակարգի կողմից վարկավորման չափանիշների փաստացի և սպասվող դյուրացումը կարող է նպաստել տնտեսությունում վարկավորման աճի հետագա արագացմանը և գնաճային ճնշումների ավելացմանը:

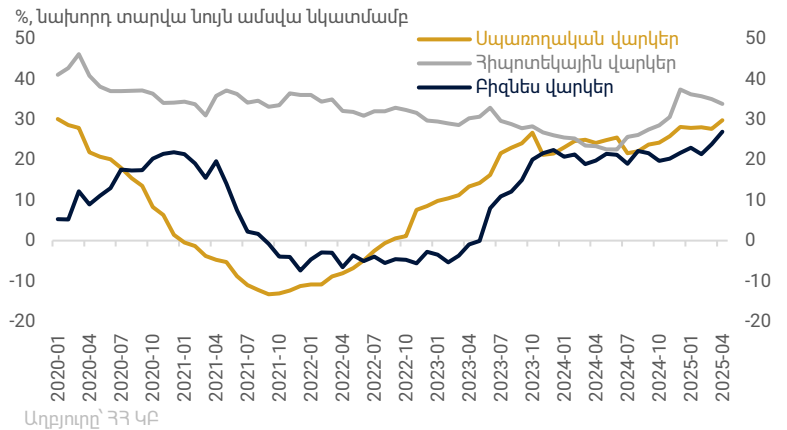
Անվանական փոխարժեք

2025 թ. 2-րդ եռամսյակում ՀՀ դրամի՝ ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ անվանական արժուրումը (գծապատկեր 3.Բ.7.) պայմանավորված է ինչպես կապիտալ հոսքերի որոշակի ուժգնացմամբ, ռուբլու անվանական փոխարժեքի կտրուկ արժևորմամբ, այնպես էլ զարգացած և զարգացող տնտեսությունների արժույթների նկատմամբ ԱՄՆ դոլարի արժեզրկմամբ: Այսպես՝ ԱՄՆ դոլարի ինդեքսը, 2025 թ. հունվար-մայիս ժամանակահատվածում, զարգացած երկրների նկատմամբ արժեզրկվել է շուրջ 6%-ով, իսկ զարգացող երկրների նկատմամբ՝ 4%-ով: Միաժամանակ, դրամի անվանական փոխարժեքի վրա ազդել են բազմաթիվ ՀՀ տնտեսությանը ներհատուկ գործոններ, մասնավորապես՝ արտաքին առևտրային և տուրիստական հոսքերի զգալի նվազումը, ներքին պահանջարկի միջավայրի որոշակի ընդլայնումը, ինչպես նաև ռուբլու փոխարժեքի կտրուկ արժևորումն ու դեպի ՀՀ ռուբլով հոսքերի դուրսային աճը:

ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարը, զարգացող երկրների միտումներին համահունչ, վերջին շրջանում փոքր-ինչ նվազել է (գծապատկեր 3.Դ.6) ու շարունակում է ձևավորվել գնահատվող երկարաժամկետ կայուն մակարդակից ցածր: Սա արտացոլում է ինչպես ՀՀ-ին ներհատուկ գործոններից, այնպես էլ տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական անորոշություններից բխող ռիսկերի վերագնահատումը: Ընդհանուր առմամբ, մի կողմից՝ վերջին շրջանում նվազել է զարգացող երկրների ռիսկայնությունը, ինչը կարող է պայմանավորված լինել ռուս-ուկրաինական հակամարտության հնարավոր հանգուցալուծման արդյունքում ակնկալվող որոշ դրական զարգացումներով: Մյուս կողմից՝ Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական իրավիճակը զգալի վատթարացել է, իսկ ԱՄՆ-ի տնտեսական քաղաքականության վերաբերյալ բարձր անորոշության պայմաններում զարգացող և զարգացած երկրների միջև հնարավոր ֆինանսական հոսքերի հետ կապված մտահոգություններն ավելացել են: Այս գործոնները պայրունակում են լրացուցիչ տատանողականության և ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի աճի ուղղությամբ ռիսկեր:

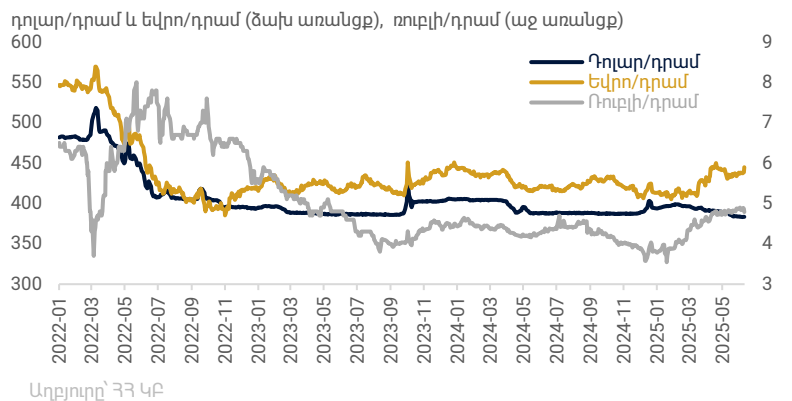
Վարկավորման նկատմամբ բարձր պահանջարկը պահպանվում է:

Գծապատկեր 3.Դ.4. Առևտրային բանկերի կողմից տրամադրված վարկերն ըստ տեսակների



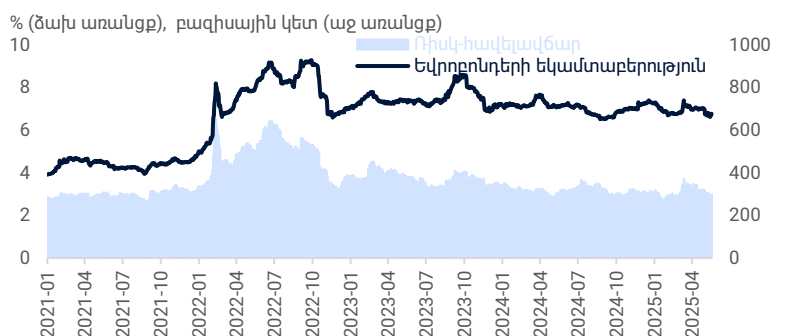
Մաքսատուրքերի սահմանման և ԱՄՆ տնտեսության աճի հեռանկարի վատթարացման պայմաններում ԱՄՆ դոլարը զգալիորեն արժեզրկվել է գործընկերների արժույթների նկատմամբ:

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



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

Գծապատկեր 3.Դ.6. 2031 թվականին մարվող հայկական եվրոբոնդերի եկամտաբերությունը և երկրի ռիսկի հավելավճարի գնահատականը



Աղբյուր՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, ՀՀ ԿԲ

Նշում. ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարը գնահատվում է որպես 2031 թվականին մարվող հայկական եվրոպարտատոմների եկամտաբերության և նույն մարման ժամկետով հենանիշային ռիսկից զերծ տոկոսադրույքի տարբերություն:

Ե. Սցենարների բազմություն

Սցենարների բազմության նպատակը և կառուցվածքը

Սցենարների բազմությունն ամփոփող աղյուսակը տրամադրում է համապարփակ և կառուցվածքային գնահատում տարբեր ռիսկերի, շուկերի և անորոշության աղբյուրների վերաբերյալ, որոնք ազդում են ՀՀ տնտեսության վրա: Դա կարող է ընդգրկել նաև տարբեր ռիսկերի և ցնցումների պարագայում ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության համապատասխան արձագանքի վերաբերյալ որոշակի նկարագիր: ՀՀ տնտեսության, ինչպես նաև դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից կարևոր ռիսկերի այսպիսի համակարգված դասակարգումը օգտագործողին հնարավորություն է տալիս առավել արդյունավետ եղանակով ծանոթանալու տեղեկատվության բավականին լայն շրջանակին: Սցենարների բազմությունը դասակարգված կերպով ամփոփում է ԿԲ խորհրդի, դրամավարկային քաղաքականության թիմի, ֆինանսական շուկաների և հասարակության կողմից քննարկվող և քաղաքականության քննարկումների համար առանձնացված կարևոր ու առանցքային սցենարներ, որոնք, ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգի ներքո, կարող են ազդել քաղաքականության որոշումների վրա միջնաժամկետ հորիզոնում: Սցենարների բազմությունը փոփոխվում և հրապարակվում է յուրաքանչյուր դրամավարկային քաղաքականության եռամսյակային զեկույցում:

Աղյուսակ Ե.1. Սցենարների բազմության կառուցվածքը

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

Սցենարների բազմությունը ներառում է Ա (պահանջարկի ընդլայնում կամ առաջարկի զսպում) և Բ (պահանջարկի զսպում կամ առաջարկի ընդլայնում) տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ: Թեև տնտեսական ցնցումները կարող են տարբեր կերպ դասակարգվել, սցենարների բազմությունը տարանջատում է առաջարկի և պահանջարկի շարժիչ ուժերը, ինչն օգնում է քաղաքականություն մշակողներին՝ վերլուծելու գնաճային ճնշումների աղբյուրներն ու տնտեսության հնարավոր ռիսկերը: Տարատեսակ ցնցումների բնույթն ու մեծությունը վերլուծելուց և հասկանալուց հետո քաղաքականություն մշակող մարմինները ձևավորում են դրամավարկային քաղաքականության համապատասխան արձագանքը՝ անբարենպաստ ցնցումների բացասական հետևանքները մեղմելու և դրական ցնցումներից եկող օգուտներն օգտագործելու ուղղությամբ:

Սցենարների բազմություն

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

Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ
Պահանջարկի ընդլայնում - ԱՄՆ-ում, հարկաբյուջետային կարգավորումների վերաիմաստավորման արդյունքում, մեծացել են խթանման չափի և հատկապես երկարաժամկետ հատվածում պարտքի բեռի աճի վերաբերյալ անորոշությունները: Դա կարող է նպաստել ԱՄՆ-ում չեզոք տոկոսադրույքի աճին՝ դրանով իսկ ազդելով նաև զարգացող երկրների, այդ թվում՝ ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի վրա: - ՀՀ երկրի ռիսկի հավելվածարի հիմնարար մակարդակի շուրջ անորոշություն և դրա աճի ուղղությամբ ռիսկեր պայմանավորված մի կողմից՝ ՀՀ-ի շուրջ աշխարհաքաղաքական հակամարտություններից բխող ռիսկի գործոնների գնահատականներով, մյուս կողմից՝ ՀՀ-ում հարկային եկամուտների հնարավոր թերհավաքագրումների և սոցիալական ու այլ բնույթի (ներուժային աճին չնպաստող) ծախսերի իրականացման անհրաժեշտությամբ, սպասվածի համեմատությամբ պարտքային բեռի զգալի մեծացմամբ: - Ներքին տնտեսությունում արձանագրվող բարձր տնտեսական աճը, հնարավոր է, արտացոլում է արտադրողականության, կապիտալի սահմանային հատույցի և չեզոք տոկոսադրույքի ավելի բարձր մակարդակը, ինչի պարագայում ռիսկեր կան պահանջարկի շարունակական արագացման և գնաճային ճնշումների ավելացման տեսանկյունից: - Ներքին տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների շուրջ անորոշություններ, ձևավորված ավելցուկային պահանջարկ և դրա պահպանում. - Երկարաժամկետ ներուժային մակարդակից բարձր տնտեսական աճը, որին հիմնականում նպաստում են ներքին պահանջարկի գործոնները, արտացոլում են ավելցուկային պահանջարկի միջավայրի պահպանման ռիսկերը ՀՀ-ում: - Մասնավոր հատվածում կուտակված խնայողությունների հաշվին սպառման, տնտեսության վարկավորման շարունակական բարձր աճը, ինչպես նաև արտահանման դրական զարգացումներից ածանցվող եկամուտների կուտակումը կարող են առաջիկայում նպաստել պահանջարկի ընդլայնմանը: - Հարկաբյուջետային քաղաքականության՝ սպասվածի համեմատությամբ ավելի խթանող դիրքի ձևավորում ներքին պահանջարկի ընդլայնման ուղղությամբ ռիսկերով: <i>Շարունակությունը՝ հաջորդ էջում</i>	Պահանջարկի զսպում - Համաշխարհային տնտեսությունում, հատկապես՝ Եվրոգոտում և Չինաստանում, կառուցվածքային խնդիրների առկայության պայմաններում ձևավորված թույլ ներքին պահանջարկը կարող է երկար պահպանվել՝ հանգեցնելով միջազգային ապրանքային և հումքային շուկաներում ցածր գնաճային միջավայրի տևական պահպանմանը: - Արևմտյան պատժամիջոցների արդյունավետության աստիճանական բարձրացման, տնտեսական քաղաքականությունների դիրքերի խստացման պայմաններում ներքին պահանջարկը Ռուսաստանում կարող է էական թուլանալ: Միաժամանակ, ներմուծման և արտահանման տարբեր, այլընտրանքային ուղիների աստիճանական ավելացման պայմաններում, կարող է նվազել նաև ՌԴ արտաքին առևտրային հոսքերում ՀՀ մասնակցության աստիճանը՝ ավելի խորացնելով արտաքին պահանջարկի թուլացումից ենթադրվող եկամուտների նվազումը: - ԱՄՆ-ի տնտեսական քաղաքականության շուրջ բարձր անորոշության երկար պահպանումը կարող է վերաճել «վստահության ճգնաժամի»՝ կտրուկ զսպելով սպառողական և ներդրումային ակտիվությունն ինչպես ԱՄՆ-ում, այնպես էլ համաշխարհային այլ տնտեսություններում (Confidence crisis): - ԱՄՆ-ում տնտեսական ակտիվության վերաբերյալ սպասումները նվազել են, աճել է անորոշությունը: Այս իրավիճակում դեռևս գերաթմորված ակտիվների գների հնարավոր արագ նվազումը կարող է գնանկումային ճնշումներ ստեղծել և՛ համաշխարհային, և՛ ՀՀ տնտեսությունում: - Շինարարության ոլորտի ու անշարժ գույքի գների աստիճանական, բնականոն ճշգրտման պայմաններում նաև տնտեսության հարակից ոլորտներում աճի, պահանջարկի թուլացման ու գնանկումային ազդեցությունների ձևավորում: - Նախորդ տարիներին արձանագրված արտաքին բարձր պահանջարկի պայմաններում, ՀՀ տնտեսությունում, հատկապես դրա առանձին ճյուղերում, ապագա բարձր եկամուտների սպասումներով մասնավոր հատվածը կուտակել է զգալի վարկային պարտավորություններ: Սա, արտաքին պահանջարկի շարունակվող, բնականոն ճշգրտման պայմաններում, կարող է լրացուցիչ զսպող գործոն հանդիսանալ տնտեսությունում, հատկապես ծառայությունների ոլորտում եկամուտների ու ծախսումների անհամաչափ զսպման ուղղությամբ: - Որոշ հարկատեսակների գծով հարկային դրույքաչափերի բարձրացումը և հարկեր/ՀՆԱ ցուցանիշի շարունակական բարելավման նպատակով վարչարարության խստացումը կարող են լրացուցիչ զսպող ազդեցություն ունենալ ինչպես ներդրումային ակտիվության, այնպես էլ գործազրկության աճի և պահանջարկի թուլացման տեսանկյունից: <i>Շարունակությունը՝ հաջորդ էջում</i>

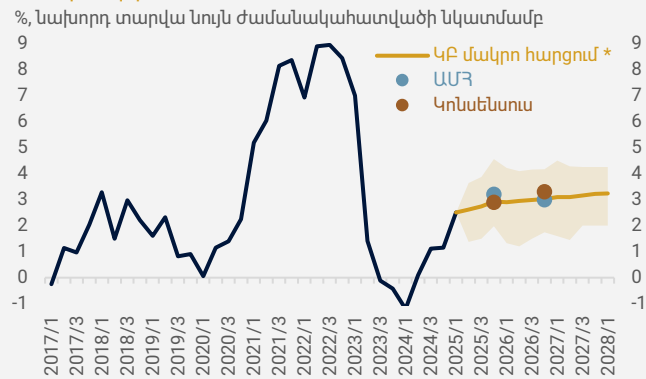
Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ (շարունակություն)	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ (շարունակություն)
Պահանջարկի ընդլայնում (շարունակություն) – Ռուս-ուկրաինական հակամարտության կարգավորմանն ուղղված բանակցությունների ընթացքի հետ մեկտեղ ՌԴ-ի նկատմամբ կիրառված պատժամիջոցների երկար պահպանումը կարող է լրացուցիչ ուժգնացնել կապիտալի ներհոսքը դեպի ՀՀ տնտեսություն՝ առավելապես նպաստելով պահանջարկի և գնաճային միջավայրի ընդլայնմանը:	Պահանջարկի զսպում (շարունակություն) – Ռուս-ուկրաինական հակամարտության հանգուցալուծման և պատժամիջոցների ամբողջական կամ դրանց մեծ մասի չեղարկման պայմաններում ՀՀ-ից կապիտալի և աշխատուժի զգալի արտահոսք, ինչը կարող է պարունակել ամբողջական պահանջարկի և, առավելապես, գնաճային միջավայրի զգալի թուլացման ռիսկեր:
Առաջարկի զսպում – Առաջատար տնտեսությունների կողմից միմյանց և արտաքին աշխարհի նկատմամբ առևտրային քաղաքականությունների խստացման համատեքստում (դեգլոբալացում) համաշխարհային արտադրական շղթաների խաթարումները կարճաժամկետ-միջնաժամկետ հատվածներում կարող են հանգեցնել արտադրական ծախսերի ավելացմանն ու համաշխարհային տնտեսությունում գնաճային միջավայրի ընդլայնմանը: – Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական իրավիճակի սրման արդյունքում ՀՀ ռիսկի հավելավճարի ավելացում և մատակարարման շղթաների խաթարումներ, որոնք պարունակում են առավելապես գնաճային ռիսկեր:	Առաջարկի ընդլայնում – ՀՀ տնտեսությունում աշխատուժի առաջարկի շարունակական աճ՝ պայմանավորված ՌԴ տնտեսության միջնաժամկետ զարգացումների հետ կապված անորոշություններով և, հատկապես, ՌԴ-ում միգրացիոն քաղաքականության խստացման պայմաններում դեպի ՌԴ ՀՀ սեզոնային միգրացիայի շարունակական նվազմամբ: – ԱՄՆ-ի կողմից արտաքին առևտրային քաղաքականության զգալի խստացման պարագայում, միջնաժամկետում, համաշխարհային տնտեսությունում կարող է մի շարք առաջատար տնտեսությունների կողմից ձևավորվել ապրանքների և ծառայությունների (օրինակ՝ բեռնափոխադրումների) ավելցուկային առաջարկ՝ փոքր տնտեսությունների համար համապատասխան գնանկումային ճնշումների ռիսկերով:

Ներդիր 3. Շուկայի ուղղորդիչ սցենար

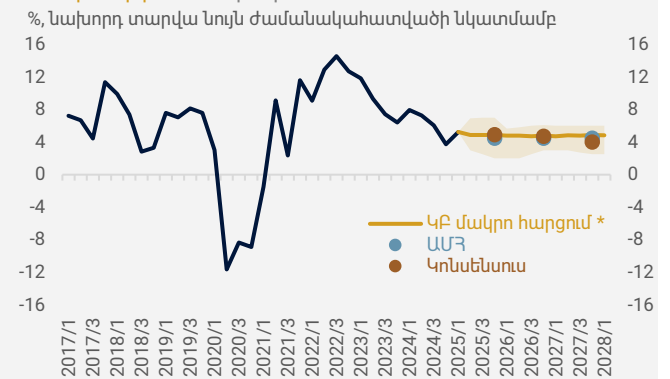
ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության համակարգի ներքո (ԿԲՀ-2) Կենտրոնական բանկն իր մակրոտնտեսական կանխատեսումները չի ներկայացնում մեկ հիմնական կամ բազային սցենարով: Փոխարենը, հիմք ընդունելով ֆինանսական շուկայի մասնակիցների (այդ թվում՝ առևտրային բանկեր, ներդրումային ֆոնդի կառավարիչներ, ինստիտուցիոնալ ներդրողներ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

Ծանոթագրություն: ՀՀ ԿԲ մակրոտնտեսական հարցումներն իրականացվում են ՀՀ ԿԲ-ի կողմից՝ եռամսյակային պարբերականությամբ: Շուկայի ուղղորդիչ սցենարի կառուցման Նպատակով յուրաքանչյուր մասնակցի հարցման արդյունքի հիման վրա պետք է ներկայացվի մակրոտնտեսական սցենար, որն ընդգրկի սցենարի հիմքում առկա որակական գործոնների և համապատասխան Ա և Բ տիպի ռիսկերի նկարագրությունը, ինչպես նաև առաջիկա 12 եռամսյակների կտրվածքով գնաճի, տնտեսական աճի, ՀՀ ԿԲ քաղաքականության տոկոսադրույքի և դրամ/դոլար անվանական փոխարժեքի քանակական կանխատեսումները: 2025 թվականի 2-րդ եռամսյակի հարցումները իրականացվել են ապրիլ-մայիս ամիսներին: Հարցմանը մասնակցել են 17 առևտրային բանկ, 26 վարկային կազմակերպություն, 18 ներդրումային ընկերություն և 8 ապահովագրական ընկերություն:

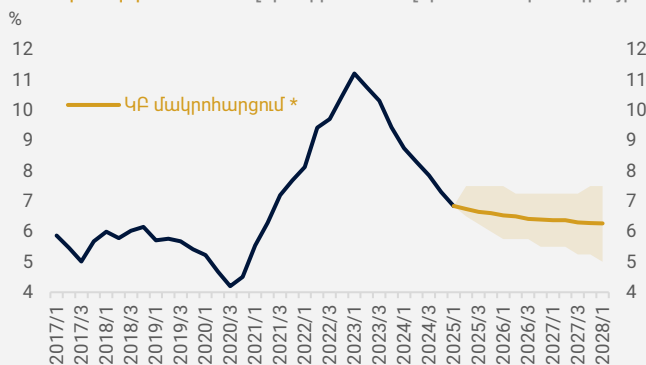
Գծապատկեր Ն.3.1. Գնաճ



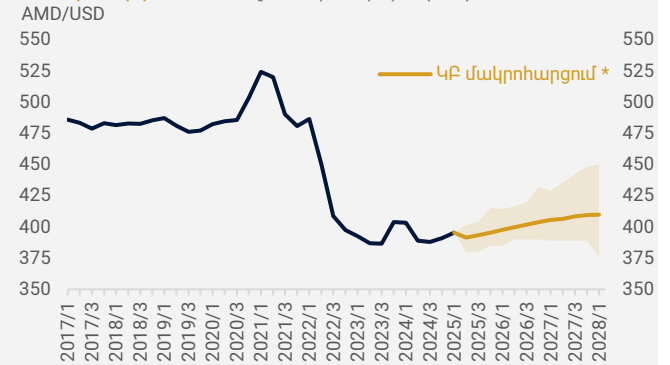
Գծապատկեր Ն.3.3. Իրական ՀՆԱ աճ



Գծապատկեր Ն.3.2. ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք



Գծապատկեր Ն.3.4. Անվանական փոխարժեք



Աղբյուր՝ ԱՄՀ, ԿԲ մակրոտնտեսական հարցում, Բյուջեերը

* ՀՀ ԿԲ մակրոտնտեսական հարցումները ներկայացվում են որպես հարցման պատասխանների միջին (գիծ) և նվազագույն ու առավելագույն պատասխանների միջև ընկած միջակայք (ստվերագծված պատկեր):

Աղյուսակ Ն.3.1. ՀՀ ֆինանսական շուկայի մասնակիցների ուղղորդիչ սցենար

	Գնաճ	Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք	Տնտեսական աճ	Անվանական փոխարժեք (AMD/USD)
Տարեկան դրությամբ, %				
2024 (փաստացի)	1.1	7.3	3.7	390.9
2025	2.9	6.6	4.9	395.3
2026	3.0	6.4	4.8	403.8
2027	3.2	6.3	4.9	409.5
Տարեկան միջին, %				
2024 (փաստացի)	0.3	8.0	6.3	392.7
2025	2.4	6.3	4.9	393.9
2026	3.0	6.5	4.8	400.7
2027	3.1	6.3	4.8	407.5

Աղբյուր՝ ԿԲ մակրոտնտեսական հարցում

2. Դրամավարկային քաղաքականության հեռանկար

Սցենար Ա. Միջնաժամկետում ԱՄՆ-ի հարկաբյուջետային խթանող դիրքի ընդլայնում՝ իր հնարավոր ազդեցություններով ԱՄՆ-ի և, հետևաբար, զարգացող երկրների, այդ թվում՝ ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի մակարդակի վրա

Շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր մակարդակ

Վերջին տարիներին՝ հատկապես հետ-համավարակային շրջանում, ԱՄՆ-ի կառավարությունն իրականացրել է էական խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականություն: Այս պայմաններում, նույնիսկ հաշվի առնելով տնտեսության անվանական աննախադեպ բարձր աճը, դա հանգեցրել է կառավարության պարտքի ավելացմանը՝ մինչև ՀՆԱ մոտ 100%-ը: Ընդ որում՝ հարկաբյուջետային ընթացիկ կարգավորումները ենթադրում են պարտքային բեռի շարունակական, անշեղ աճ (ԱՄՆ-ի Կոնգրեսի բյուջետային գրասենյակ): Սակայն ընթացիկ ծախսումների բարձր մակարդակը ընդգծում է պետական բյուջեի պակասուրդի գծով նույնիսկ ընթացիկ թիրախներն ապահովելու ռիսկերը (գծապատկեր 3.2.1): Դրա հետևանքով, ընթացիկ միտումների պահպանման պայմաններում, բյուջեի պակասուրդը կարող է ծրագրվածից բարձր լինել:

Այս ամենին զուգահեռ, առկա են պարտքային խնդիրների զգալի սրման ռիսկեր՝ պայմանավորված ԱՄՆ-ի վարչակազմի կողմից նոր հարկաբյուջետային փաթեթի և այլ նախաձեռնությունների հավանական ընդունմամբ: Սա ենթադրում է, ծախսերի ոչ համաչափ կրճատմանը զուգահեռ, հարկային մի շարք արտոնությունների տրամադրում: ԱՄՆ-ի Կոնգրեսի բյուջետային գրասենյակի գնահատմամբ (CBO)՝ առաջարկվող նոր հարկաբյուջետային փոփոխությունները երկարաժամկետ հատվածում լրացուցիչ շուրջ 2.4 տրլն ԱՄՆ դոլարով լրացուցիչ կընդլայնեն բյուջեի պակասուրդը: Այդուհանդերձ, պակասուրդի աճի չափի շուրջ անորոշությունը բարձր է (աղյուսակ 3.2.1):

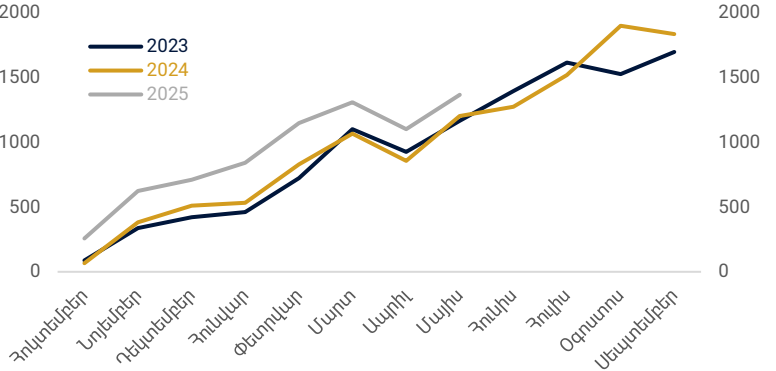
Ավելին, պատմականորեն, հարկաբյուջետային կարգապահության (fiscal discipline) վատթարացմամբ պայմանավորված, պարտքի հետագծի սպասվող աճն ուղեկցվել է երկարաժամկետ տոկոսադրույքների և, հետևաբար, պարտքի սպասարկման բեռի լրացուցիչ աճով (գծապատկեր 3.2.3): Մի շարք հետազոտություններ ևս՝ փաստում են, որ հարկաբյուջետային ընդլայնումը նշանակալի ազդեցություն է ունենում երկարաժամկետ իրական տոկոսադրույքների վրա: Ընդ որում, ազդեցության չափի շուրջ գնահատականները ևս մոտ են. պարտք/ՀՆԱ շուրջ 1.0% աճը հանգեցնում է երկարաժամկետ իրական տոկոսադրույքների 3-5 բազիսային կետ աճի:

Հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ պարտքի ավելի բարձր մակարդակներում այս ազդեցությունը կարող է ավելի մեծ լինել (պարտքի կայունության ռիսկեր), ինչպես նաև հարկաբյուջետային ընդլայնման բնույթը (ոչ արտադրողական ծախսերի աճ), այս սցենարի ներքո ենթադրվում է, որ պետական պարտքի հավանական շուրջ 15 տոկոսային կետ լրացուցիչ աճը ԱՄՆ-ում կարող է հանգեցնել չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ 90 բազիսային կետով հետագա ավելացմանը: Սա կարող է նպաստել ՀՀ-ում չեզոք տոկոսադրույքի համարժեք աճին՝ պահանջելով քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ:

Նույնիսկ հաշվի առնելով մաքսատուրքերից ստացված մուտքերը՝ 2025 թ. պակասուրդը կարող է ծրագրվածից բարձր լինել:

Գծապատկեր 3.2.1. ԱՄՆ-ի բյուջեի պակասուրդ՝ յուրաքանչյուր հարկային տարվա սկզբից՝ հոկտեմբերից

մլրդ ԱՄՆ դոլար, կուտակային



Աղբյուրը՝ ԱՄՆ Կոնգրեսի բյուջետային գրասենյակ (CBO)

Առաջարկվող հարկաբյուջետային փոփոխությունները կարող են էական սրել պարտքի կայունության վերաբերյալ խնդիրները ԱՄՆ-ում

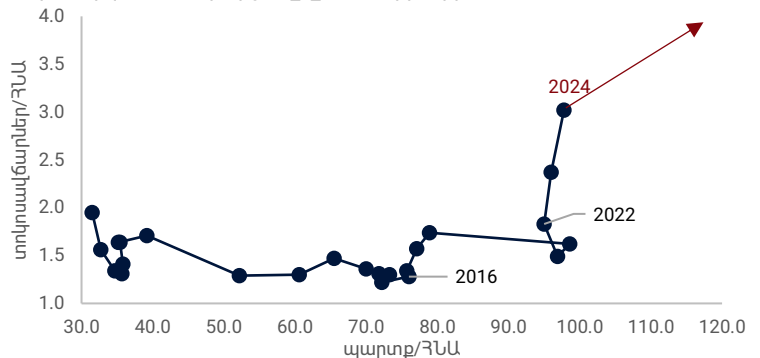
Աղյուսակ 3.2.1. ԱՄՆ-ի նոր հարկաբյուջետային նախաձեռնությունների հավանական ազդեցությունը պետական պարտքի վրա

տրլն \$	Եկամուտներ	Ծախսեր	Պակասուրդ
CBO	-3.75	+1.33	2.4
Tax Foundation	-4	+1.4	2.6
Moody's			4.0
CFRB			3.3
%	Պետական պարտք/ՀՆԱ		
CBO (հունվար)	97.8	109.0	118.0
CBO (հունիս)	97.8	112.1	123.8
JP Morgan	97.8	116.0	132.0
Tax foundation	97.8	123.4	140.0
Moody's	97.8	117.6	134.0

Աղբյուրը՝ CBO, Ջեյ Փի Մորգան, Հարկային հիմնադրամ (Tax Foundation), Մուդիս

Պարտքի զգալի աճը և հարկաբյուջետային կարգապահության վատթարացումն ազդում են տոկոսադրույքների մակարդակի վրա

Գծապատկեր 3.2.2. ԱՄՆ-ի պետական պարտքի բեռն ու դրա սպասարկման ծանրությունը՝ ըստ տարիների, %



Աղբյուրը՝ ԱՄՆ Կոնգրեսի բյուջետային գրասենյակ (CBO), ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

¹ Լաուբախ՝ «New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt», 2009, Էնգելն և Յուբբարդ՝ «Federal Government Debt

and Interest Rates», 2004, Ֆարուքի, Լաքստուն և Իգիթյան՝ «Government Debt and the Great Re-normalization?», 2023:

Սցենար Բ. Արտաքին պահանջարկի շարունակական, բնականոն ճշգրտման պայմաններում ՀՀ տնտեսության առանձին հատվածներում կուտակված պարտավորությունների բեռի ավելացում ծախսումների անհամաչափ զսպման ռիսկերով

Շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի ցածր մակարդակ

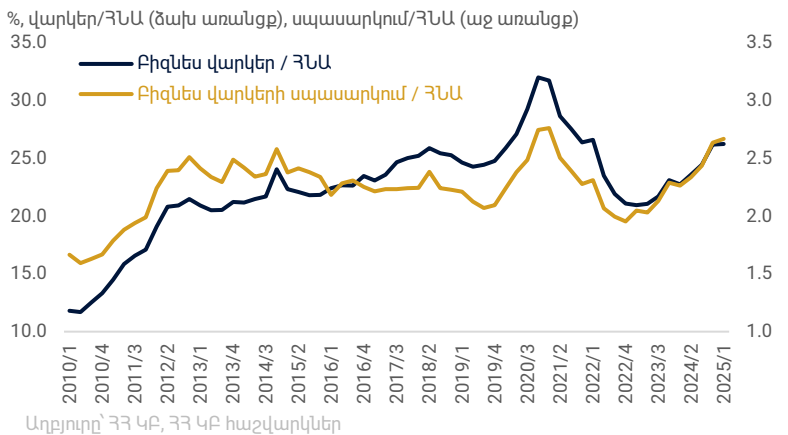
Նախորդ տարիներին արձանագրված արտաքին բարձր պահանջարկի պայմաններում ՀՀ տնտեսությունում և հատկապես դրա առանձին ճյուղերում, փաստացի և սպասվող բարձր եկամուտներով պայմանավորված, կուտակվել են զգալի վարկային պարտավորություններ (գծապատկեր 3.2.4): Տնտեսության առանձին, հատկապես արտաքին պահանջարկի ճշգրտմանը զգայուն հատվածներում, պարտքի բեռն ավելի բարձր է: Մյուս կողմից՝ վերջին տարիներին, պայմանավորված ինչպես համաշխարհային տնտեսության զարգացումներով, այնպես էլ ՀՀ-ում վարկավորման նկատմամբ բարձր պահանջարկով և այլ գործոններով, վարկավորման տոկոսադրույքները գտնվում են ավելի բարձր մակարդակում, քան մինչև համավարակային ժամանակաշրջանում: Դրա հետևանքով, չնայած բիզնես վարկեր/ՀՆԱ հարաբերակցությունը գտնվում է 2019 թ. բարձր մակարդակին մոտ, վարկերի սպասարկման ծանրությունն աճել է շուրջ 0.5 տոկոսային կետով՝ կազմելով շուրջ 2.7% ՀՆԱ-ում (գծապատկեր 3.2.4):

2022-2023 թվականների բարձր աճից հետո արտաքին պահանջարկը 2024-2025 թթ. բնականոն կերպով ճշգրտվում է (գծապատկեր 3.Բ.2): Մասնավորապես՝ այս գործընթացների ազդեցությունը նկատելի է «Կեցության և հանրային սննդի կազմակերպում», «Մշակույթ», «Զվարճություններ և հանգիստ» ճյուղերում, որտեղ աճը և նպաստումը տնտեսական աճին վերջին եռամսյակների ընթացքում էապես թուլացել են (գծապատկեր 3.2.5): Մյուս կողմից՝ այս ոլորտներում փաստացի և սպասվող եկամուտների կրճատումն արտահայտվում է նաև ծառայությունների ճյուղում անվանական աշխատավարձերի մակարդակի ճշգրտմամբ (գծապատկեր 3.2.6), ինչպես նաև մի շարք ծառայությունների թույլ գնաճային կամ գնանկումային միտումների դրսևորմամբ (գծապատկեր 3.Գ.7):

Ընդ որում, վերոնշյալ ոլորտներում աճի տեմպերի բնականոն դանդաղման վերը նշված միտումներն օրինաչափ են, սակայն կուտակված պարտքը՝ եկամուտների հավանական հետագա ճշգրտմանը զուգընթաց, այդ ոլորտներում ներդրումների, զբաղվածության, միջանկյալ ապրանքների և ծառայությունների սպառման անհամաչափ նվազման ռիսկեր է պարունակում: Մի շարք աշխատություններ² նշում են տարբեր ուղիներ, որոնց արդյունքում ավելի բարձր պարտքի բեռ ունեցող ոլորտները կարող են նպաստել բիզնես պարբերաշրջանի ճշգրտման փուլերում ազդեցությունների ուժգնացմանը (financial accelerator: debt-driven amplification effect), ընդհուպ կրկնապատկելով այն: Այսպիսով՝ այս սցենարի ներքո ենթադրվում է, որ արտաքին պահանջարկի, առանձնապես ռուս զբոսաշրջիկների թվի հետագա նվազումը՝ շուրջ 10%-ով, հաշվի առնելով նաև վերոնշյալ ոչ գծային ազդեցությունները, միջնաժամկետ հորիզոնում կարող է հանգեցնել համախառն պահանջարկի զգալի թուլացմանը՝ պահանջելով քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի ցածր ուղեգիծ:

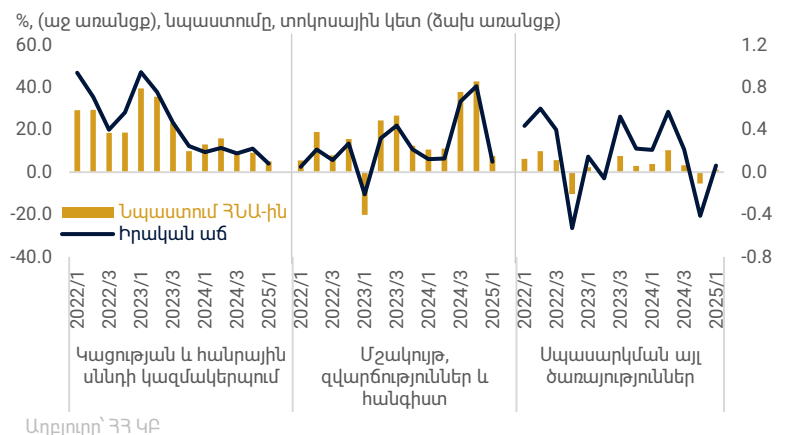
Մասնավոր հատվածի պարտավորություններն աճել են:

Գծապատկեր 3.2.3. Մասնավոր հատվածի պարտքի սպասարկում



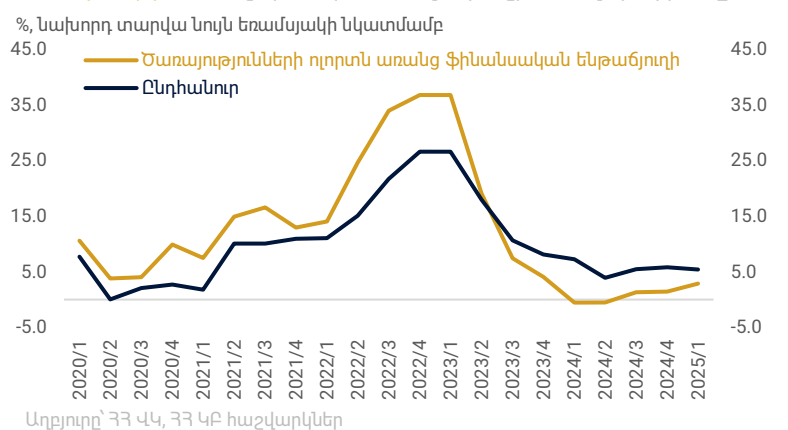
Որոշ ծառայությունների աճի զգալի թուլացումն արտացոլում է արտաքին պահանջարկի բնականոն ճշգրտումը:

Գծապատկեր 3.2.4. Արտաքին պահանջարկի ազդեցությունը կրող ճյուղերի աճը և նպաստումը տնտեսական աճին



Վերջին եռամսյակներում աշխատավարձերի թույլ աճը ևս վկայում է ծառայությունների ոլորտում ծախսումների զսպման մասին:

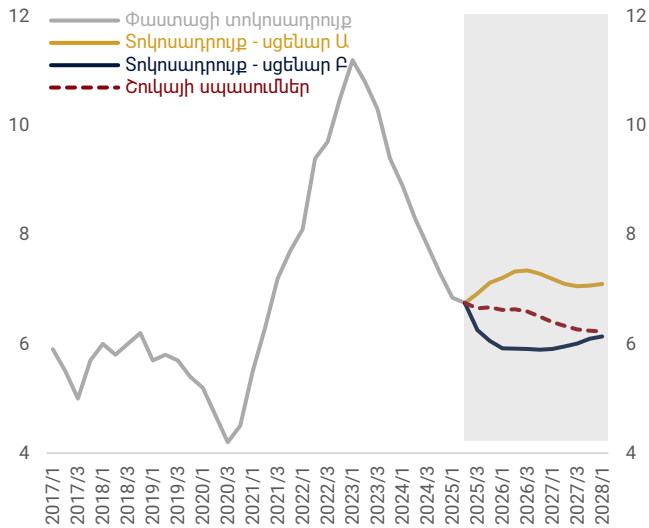
Գծապատկեր 3.2.5. Ոչ պետական հատվածի աշխատավարձերի աճը



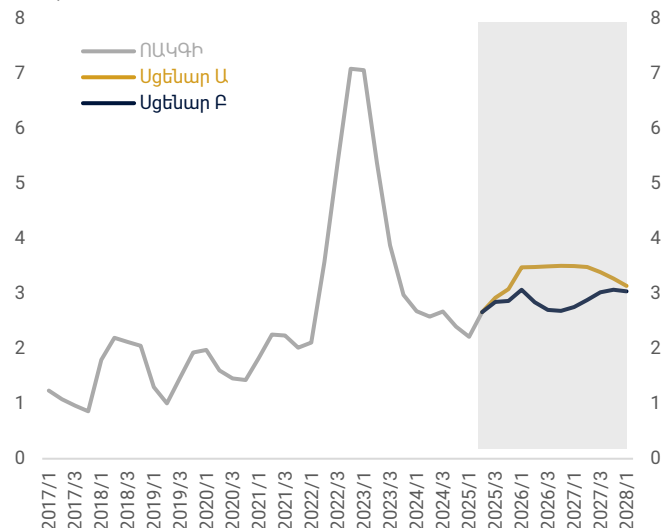
² Բեննակեյ, Գերտլեր, Գիլբրիստ՝ «The financial accelerator in a quantitative business cycle framework», 1999, Կիյոտակի և Մուն «Credit cycles», 1994:

Տիպային Ա և Բ սցենարների մակրոտնտեսական կանխատեսումների ամփոփում

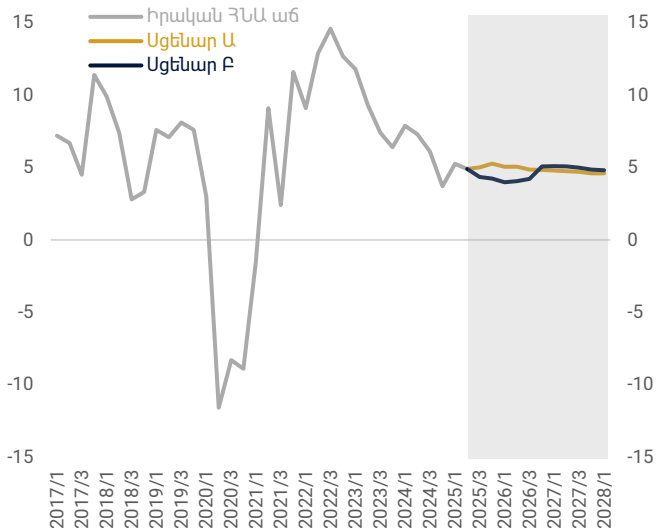
Գծապատկեր 3.2.6. Ներքին քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգիծ, %



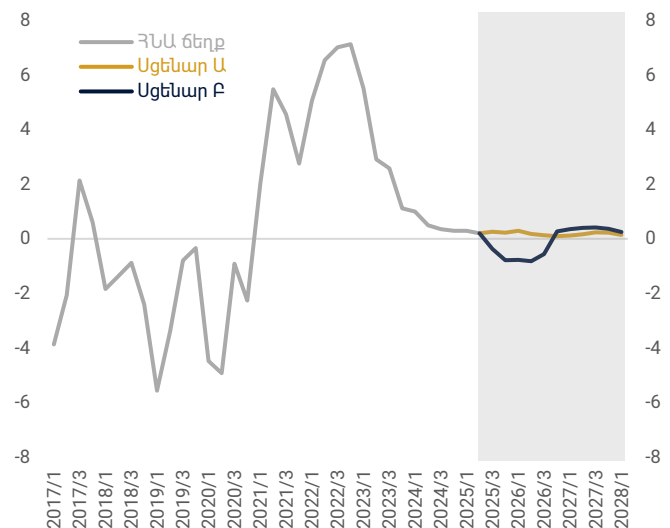
Գծապատկեր 3.2.9. Ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքս, տ/տ, %



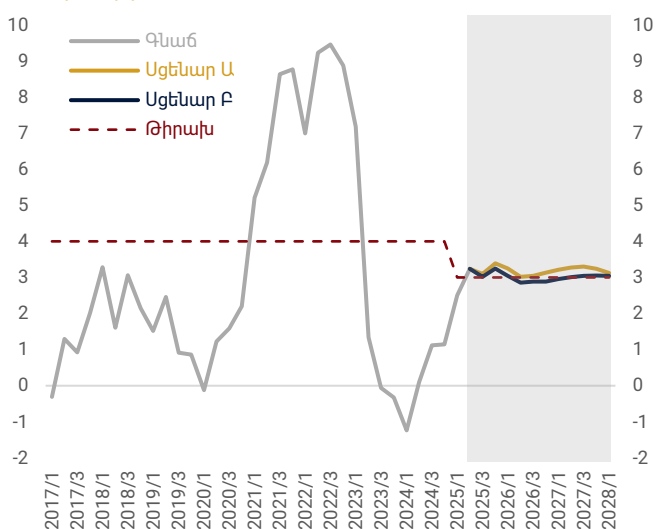
Գծապատկեր 3.2.7. Իրական ՀՆԱ աճ, տ/տ, %



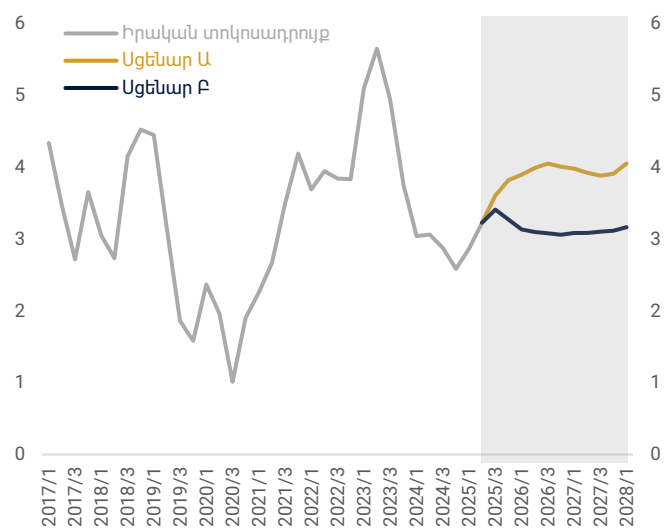
Գծապատկեր 3.2.10. ՀՆԱ ճեղքվածք, %



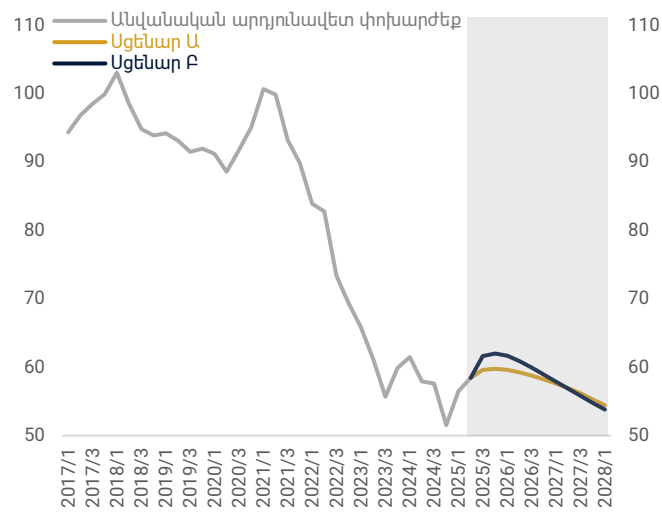
Գծապատկեր 3.2.8. Գնաճ, տ/տ, %



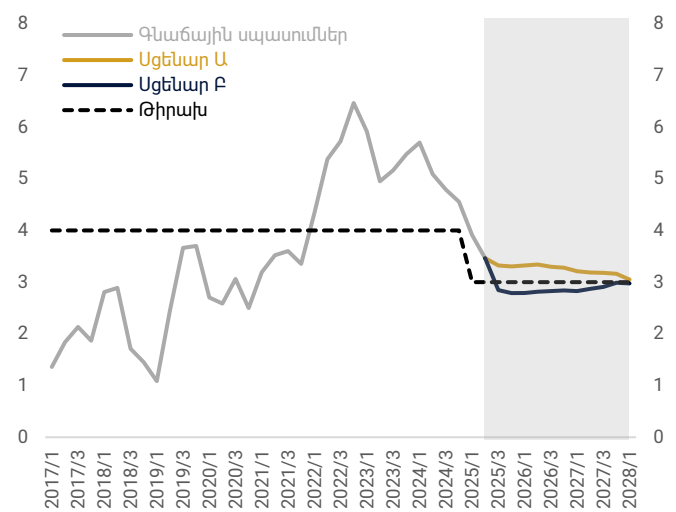
Գծապատկեր 3.2.11. Իրական տոկոսադրույք, %



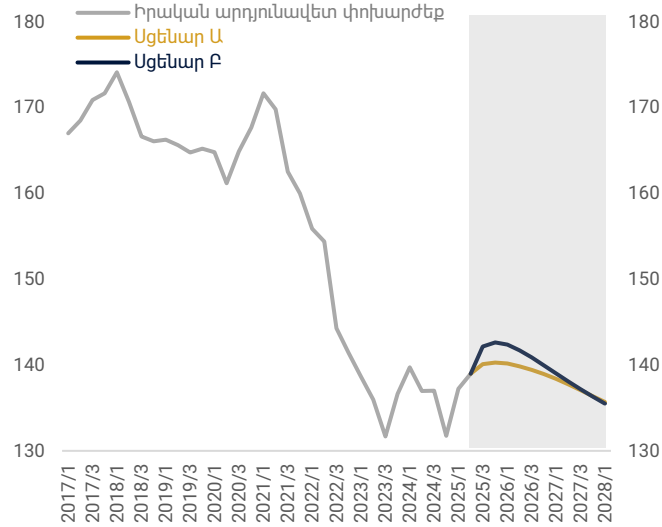
Գծապատկեր 3.2.12. Անվանական արդյունավետ փոխարժեք, ինդեքս



Գծապատկեր 3.2.14. Մոդելի վրա հիմնված գնաճային սպասումների գնահատական (12 ամիս հետո), տ/տ, %



Գծապատկեր 3.2.13. Իրական արդյունավետ փոխարժեք, ինդեքս



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

		2023	2024	2025		2026		2027		2028	
		Փաստ	Փաստ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ
Արտաքին հատված											
ԱՄՆ-ի տնտեսական աճ	%, իրական աճ	2.6	2.8	2.0	2.0	1.9	1.5	1.7	2.1	1.9	2.1
Եվրոգոտու տնտ. աճ	%, իրական աճ	0.4	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
Ռուսաստանի տնտ. աճ	%, իրական աճ	3.0	4.3	1.6	1.6	1.6	1.6	1.9	1.9	1.5	1.5
ԱՄՆ-ի գնաճ	միջին, %	4.0	3.0	2.8	2.8	2.7	2.6	2.5	2.4	2.4	2.2
Եվրոգոտու գնաճ	միջին, %	5.4	2.4	2.1	2.1	2.0	1.8	2.2	1.9	2.2	2.0
Ռուսաստանի գնաճ	միջին, %	5.5	8.4	8.4	8.4	4.9	5.0	4.1	4.2	4.0	4.0
Նավթի գին	դոլար/բարել	82.6	80.5	65.5	65.3	61.3	60.7	59.0	58.7	58.0	57.8
Պղնձի գին	դոլար/տոննա	8472.1	9142.1	9441.1	9426.7	9762.1	9702.7	10094.3	10054.0	10256.0	10213.8
ՖԱՕ ինդեքս	ինդեքս	124.1	122.0	129.9	129.7	133.0	132.0	135.9	135.1	139.1	138.5
Ներքին տնտեսություն											
Գներ											
Գնաճ	տ/տ, ժամ. վերջ, %	-0.6	1.5	3.4	3.2	3.2	2.9	3.2	3.1	3.0	3.0
Սպառողական գների ինդեքս	տ/տ, միջին, %	2.0	0.3	3.1	3.0	3.2	2.9	3.2	3.0	3.0	3.0
Ոչ արտահանելի կոշտ գներ	տ/տ, միջին, %	4.8	2.5	2.7	2.6	3.5	2.8	3.4	2.9	3.0	3.0
Համախառն եկամուտ											
ՀՆԱ	մլրդ դրամ	9453.2	10127.1	11077.2	11031.7	12257.7	12185.0	13553.0	13587.3	14933.3	14953.3
ՀՆԱ	%, իրական աճ	8.3	5.9	5.1	4.6	4.9	4.4	4.7	5.0	4.6	4.7

Շարունակությունը՝ հաջորդ էջում

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

		2023	2024	2025		2026		2027		2028	
		Փաստ	Փաստ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ
Պահանջարկ											
Սպառում	%, իրական աճ	9.0	1.6	6.6	5.3	5.5	4.8	4.8	5.4	4.8	5.2
Պետական սպառում	%, իրական աճ	28.3	-22.3	9.1	9.1	3.2	3.2	1.1	1.1	2.5	2.5
Մասնավոր սպառում	%, իրական աճ	5.6	6.8	6.1	4.7	5.9	5.1	5.4	6.2	5.1	5.6
Հիմն. միջոցների հմխռն կուտ.*	%, իրական աճ	10.1	11.1	12.8	12.5	2.6	1.3	6.2	6.4	6.8	5.8
Պետական ներդրումներ**	%, իրական աճ	27.0	1.5	30.2	30.2	-7.4	-7.4	4.4	4.4	6.1	6.1
Մասն. հիմն. միջ. հմխռն կուտ.	%, իրական աճ	3.6	15.2	5.5	5.1	7.6	5.7	6.9	7.3	7.1	5.7
Ապր. և ծառ. արտահանում	%, իրական աճ	30.7	35.6	-32.3	-36.4	5.4	5.0	2.8	1.6	3.3	1.9
Ապր. և ծառ. ներմուծում	%, իրական աճ	30.2	31.4	-29.0	-34.2	4.7	3.1	4.6	6.1	6.2	7.5
Ընթացիկ հաշիվ											
Առևտրային հաշվեկշիռ	մլն ԱՄՆ դոլար	-203.2	-590.2	-2698.5	-2293.5	-2634.9	-2073.5	-2626.3	-2216.5	-2781.4	-2685.6
Դրամական փոխանցումներ	մլն ԱՄՆ դոլար	979.0	739.2	821.0	821.0	857.5	857.5	895.6	895.6	935.4	935.4
Ընթացիկ հաշիվ	մլն ԱՄՆ դոլար	-556.3	-1040.9	-1290.9	-895.4	-1249.4	-701.9	-1300.9	-1062.1	-1409.5	-1492.1
Առևտրային հաշվեկշիռ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-0.8	-2.3	-9.8	-8.4	-9.2	-7.4	-8.5	-7.2	-8.2	-8.0
Դրամական փոխանցումներ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	4.1	6.2	3.0	3.0	3.0	3.1	2.9	2.9	2.8	2.8
Ընթացիկ հաշիվ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-2.3	-3.9	-4.7	-3.3	-4.4	-2.5	-4.2	-3.5	-4.2	-4.4
Պետական հատված***											
Եկամուտներ և դրամաշնորհներ	մլրդ դրամ	2358.6	2573.5	2837.6	2837.6	3049.3	3049.3	3308.4	3308.4	3603.2	3603.2
Հարկային եկամուտներ	մլրդ դրամ	2221.9	2390.9	2720.3	2720.3	2934.9	2934.9	3206.1	3206.1	3503.3	3503.3
Ծախսեր	մլրդ դրամ	2550.2	2892.6	3441.7	3441.7	3584.7	3584.7	3755.4	3755.4	3994.5	3994.5
Պակասուրդ	մլրդ դրամ	-191.6	-319.2	-604.1	-604.1	-535.4	-535.4	-447.0	-447.0	-391.3	-391.3
Եկամուտներ և դրամաշնորհներ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	24.8	25.41	25.6	25.7	24.9	25.0	24.4	24.3	24.1	24.1
Հարկային եկամուտներ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	23.4	23.61	24.6	24.7	23.9	24.1	23.7	23.6	23.5	23.4
Ծախսեր	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	26.8	28.56	31.1	31.2	29.2	29.4	27.7	27.6	26.7	26.7
Պակասուրդ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-2.0	-3.15	-5.5	-5.5	-4.4	-4.4	-3.3	-3.3	-2.6	-2.6

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

** Պետական ներդրումների փաստացի ցուցանիշները համախմբված բյուջեի կապիտալ ծախսերն են, իսկ կանխատեսումները հիմնված են տվյալ պահին առկա 2025-2028 թթ. վերանայված մակրոքաղաքական կրա:

*** 2025-2028 թթ. ցուցանիշները ներկայացված են 2025 թ. պետական բյուջեի նախագծից և պետական ՄԺԾԾ -ից:

