



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

2026 թ. 2-րդ եռամսյակ

Դրամավարկային քաղաքականության զեկույց

Դրամավարկային
քաղաքականության ծրագիր

Հրապարակման ամսաթիվ՝ 16 հունիսի 2026 թ.

Բովանդակություն

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

Ի լրումն Դրամավարկային քաղաքականության զեկույցի՝ ՀՀ կենտրոնական բանկն իր պաշտոնական կայք էջում միաժամանակ հրապարակում է լրացուցիչ վերլուծական նյութեր, այդ թվում՝ Տեղեկագիր. Գծապատկերներ և աղյուսակներ (այն ներառում է վիճակագրական գծապատկերներ և աղյուսակներ համաշխարհային և ներքին տնտեսությունում տնտեսական զարգացումների վերաբերյալ, ինչպես նաև տիպային սցենարների կանխատեսումներ) և Թափանցիկության զեկույց (որը հնարավորություն է տալիս առավել մանրամասն ծանոթանալու, թե ինչպես է ԿԲ խորհուրդը կայացրել դրամավարկային քաղաքականության ընթացիկ որոշումը):

ԾԱՆՈԹՈՒՄ: Սույն զեկույցում ներկայացված տեղեկատվությունը հիմնված է մինչև 2026 թվականի հունիսի 12-ը հասանելի փաստացի տեղեկատվության վրա:



01



Գլխավոր
ամփոփագիր

Ա. Դրամավարկային քաղաքականության հաղորդագրություն

ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշեց անփոփոխ թողնել քաղաքականության տոկոսադրույքը՝ 6.50%:

2026 թվականի հունիսի 16-ի նիստում ԿԲ խորհուրդը որոշեց անփոփոխ թողնել քաղաքականության տոկոսադրույքը՝ սահմանելով 6.50%:

2026 թվականի երկրորդ եռամսյակում 12-ամսյա գնաճը շարունակել է ձևավորվել թիրախից բարձր մակարդակում՝ մայիսին կազմելով 4.2%: Այդ ընթացքում 12-ամսյա բնականոն գնաճն ավելացել է՝ կազմելով 5.1%:

2026 թվականի երկրորդ եռամսյակում, աշխարհաքաղաքական անորոշության և էներգակիրների բարձր գների երկար պահպանման պայմաններում, համաշխարհային տնտեսությունում պահանջարկը շարունակել է թուլանալ, իսկ դրա հեռանկարը վատթարացել է: Միևնույն ժամանակ, ԱՄՆ-ի պետական պարտքի ավելի բարձր ուղեգծի ձևավորման, հետևաբար նաև երկարաժամկետ տոկոսադրույքների բարձր մակարդակներում երկար պահպանման ռիսկերն ավելացել են: Հայաստանի հիմնական գործընկեր մյուս երկրներում միջնաժամկետ աճի ու պահանջարկի թուլացման ռիսկերն ավելի առարկայական են: Մասնավորապես՝ Եվրոգոտում և Ռուսաստանում առաջին եռամսյակում գրանցվել է տնտեսական անկում, իսկ կառուցվածքային խնդիրներն աստիճանաբար խորանում են՝ նպաստելով նաև այս տնտեսություններում աճի կարողությունների թուլացմանը: Զուգահեռաբար՝ Մերձավոր Արևելքում իրավիճակի հարաբերական կայունացման պայմաններում, դիտարկվում է էներգակիրների գների որոշակի նվազում, այդուհանդերձ, ապրանքահումքային և պարենային ապրանքների գների հեռանկարի շուրջ մեծ անորոշությունը պահպանվում է: Այս համատեքստում, հաշվի առնելով գնաճային միջավայրի զարգացումների շուրջ մեծ անորոշությունը, առաջատար երկրների կենտրոնական բանկերի կողմից քաղաքականության գործող տոկոսադրույքների երկար պահպանման կամ դրանց բարձրացման ռիսկերը պահպանվում են:

2026 թվականի առաջին եռամսյակում տնտեսական աճը Հայաստանում, այդ թվում՝ որոշ մեկանգամյա գործոնների ազդեցությամբ, որոշակիորեն դանդաղել է, սակայն դեռևս հարաբերականորեն բարձր է: Տնտեսական աճին շարունակել են մեծապես նպաստել շինարարության և ծառայությունների ճյուղերը: Ծառայությունների ճյուղի բարձր ակտիվությունը հիմնականում պայմանավորված է պահանջարկի ընդլայնմամբ շարժվող ենթաճյուղերով՝ մատնանշելով տնտեսությունում ձևավորված բարձր պահանջարկի պայմանները: Ավելին՝ նկատվում են նաև արտաքին պահանջարկի ընդլայնման ազդակներ՝ առավելապես արտահայտվելով դեպի ՀՀ զբոսաշրջային հոսքերի աճով: Այս իրավիճակում, ընդհանուր պահանջարկի ազդեցությունը գնաճի վրա գնահատվում է ընդլայնող, թեև գնաճի վարքագծում դեռևս գերակշռում են առաջարկի գործոնները: Մյուս կողմից՝ հարկաբյուջետային քաղաքականության առավել ընդլայնող դիրքի ձևավորման ռիսկերը թուլացել են, իսկ մասնավոր աշխատավարձերի աճը և գնաճային սպասումները շարունակում են դրսևորել հիմնականում կայունացման միտումներ: Ավելին՝ արտահանման առանձին շուկաներում առաջացած խնդիրները կարող են հանգեցնել ՀՀ տնտեսությունում եկամուտների նվազման, ինչպես նաև առանձին ապրանքների մասով ավելցուկային առաջարկի ձևավորման՝ պարունակելով առավելապես գնանկումային ռիսկեր:

Մակրոտնտեսական ընթացիկ զարգացումների պայմաններում ՀՀ ֆինանսական շուկայի մասնակիցները միջինում ակնկալում են, որ ԿԲ-ն փոքր-ինչ երկար կպահպանի տոկոսադրույքի ընթացիկ մակարդակը՝ միջնաժամկետ հորիզոնում նվազեցնելով քաղաքականության տոկոսադրույքը մինչև 6.25%:

Քննարկված ռիսկերի և առկա անորոշությունների պայմաններում, մի կողմից՝ խորհուրդը դիտարկել է Ա տիպի սցենարներ՝ կապված համաշխարհային չեզոք տոկոսադրույքների հնարավոր աճի, ներքին տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների ձևավորման և գնաճային սպասումների արագացման ռիսկերի հետ, որոնք պահանջում են շուկայական սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության ավելի բարձր տոկոսադրույքի ուղի: Մյուս կողմից՝ խորհուրդը քննարկել է Բ տիպի սցենարներ՝ կապված համաշխարհային տնտեսության աճի դանդաղման հեռանկարի, արտահանման առանձին ուղղություններում առաջացած խնդիրների արդյունքում գնանկումային ռիսկերի ձևավորման և ՀՀ տնտեսության ռիսկի հավելավճարի հիմնարար նվազման հետ, որոնք ենթադրում են շուկայական սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության ավելի ցածր տոկոսադրույքի ուղի:

Արդյունքում՝ հավասարակշռվելով վերը նշված երկու ուղղությամբ ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը՝ ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշեց անփոփոխ թողնել քաղաքականության տոկոսադրույքը: Խորհուրդը կշարունակի մշտադիտարկել տնտեսության զարգացման սցենարները և պատրաստ է ձեռնարկելու համարժեք գործողություններ՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճի 3% նպատակի և գների կայունության ապահովման համար:

Հաստատված է Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկի խորհրդի կողմից:
16 հունիսի, 2026 թ.

Նախագահ
Մարտին Գալստյան

Նախագահի տեղակալներ
Արմեն Նուբեկյան
Հովհաննես Խաչատրյան

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

Բ. Տնտեսական իրավիճակի ամփոփագիր

Համաշխարհային տնտեսություն

2026 թ. երկրորդ եռամսյակում համաշխարհային տնտեսության աճի հեռանկարը վատթարացել է՝ պայմանավորված Մերձավոր Արևելքի հակամարտության շուրջ լարվածության պահպանման պայմաններում աշխարհաքաղաքական անորոշության և էներգակիրների գների ու դրանց տատանողականության էական աճով: Աշխարհաքաղաքական զարգացումների և տնտեսական քաղաքականությունների էական վերափոխումների պայմաններում, տնտեսական աճն ԱՄՆ-ում վերջին եռամսյակներում դրսևորել է զգալի տատանողականություն՝ ընդհանուր առմամբ թուլանալով և 2026 թ. առաջին եռամսյակի ընթացքում կազմելով եռ/եռ տարեկանացված շուրջ 1.6%: Հիմնական կապիտալում, հատկապես ԱԲ ենթակառուցվածքներում ներդրումները, ինչպես նաև մասնավոր սպառումը, չնայած աճի տեմպի շարունակական դանդաղմանը, տնտեսական աճի հիմնական շարժիչ ուժերն են: Աշխատանքի շուկայի տարբեր ցուցիչների համադրումը ևս, վկայում է տնտեսությունում ավելի հավասարակշռված դիրքի ձևավորման մասին: Զուգահեռաբար՝ Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական լարվածության երկար պահպանումը և առևտրային ուղիների սահմանափակումը տնտեսական աճի հեռանկարի հետագա վատթարացման և, միաժամանակ, գնաճային միջավայրի զգալի ընդլայնման ռիսկեր են պարունակում:

Մյուս կողմից՝ մաքսատուրքերի մի մասի չեղարկման և կուտակված հետվճարների գծով պարտավորության կատարման պայմաններում հարկային եկամուտների հավաքագրման հնարավորությունների շուրջ անորոշությունն աճել է: Այս պարագայում, առավել ընդլայնող հարկաբյուջետային ծախսային քաղաքականության իրականացումը, այդ թվում՝ պայմանավորված պաշտպանությանն ուղղվող ծախսերի աճի անհրաժեշտությամբ, կարող են միջնաժամկետում հանգեցնել պետական պարտքի զգալիորեն ավելի բարձր ուղեգծի՝ առաջացնելով երկարաժամկետ իրական տոկոսադրույքների հետագա աճի կամ բարձր մակարդակներում երկար պահպանման ռիսկեր: Նման զարգացումները կարող են ազդել ինչպես ԱՄՆ Դաշնային պահուստային համակարգի դրամավարկային քաղաքականության հեռանկարի, այնպես էլ զարգացող երկրներում չեզոք տոկոսադրույքի մակարդակի և կապիտալի հոսքերի վրա:

2026 թ. երկրորդ եռամսյակի ընթացքում գնաճը զգալիորեն արագացել է՝ հունիսին կազմելով տ/տ 4.2%: Կոշտ գների և ծառայությունների գնաճը նույնպես արագացել է՝ պահպանվելով թիրախից զգալիորեն բարձր: Այս պայմաններում, ԱՄՆ ԴԴՀ-ի կողմից գների կայունության և լրիվ զբաղվածության ապահովման խնդրի իրագործումը զգալիորեն դժվարանում է:

2026 թ. առաջին եռամսյակում Եվրոգոտու տնտեսական աճը շարունակել է թուլանալ՝ գրանցելով եռ/եռ 0.2% անկում՝ արտացոլելով պահպանվող կառուցվածքային խնդիրներն արդյունաբերությունում, ինչպես նաև Մերձավոր Արևելքի հակամարտության բացասական ազդեցությունները: Էներգակիրների բարձր գների և դրանց մատակարարումների նկատմամբ բարձր խոցելիության պայմաններում, գնաճային ճնշումներն արագորեն նյութականանում են. 2026թ-ի մայիսին 12-ամսյա գնաճը կազմել է տ/տ 3.2%, փետրվարի 1.9%-ի փոխարեն: Միաժամանակ, հիմնարար գնաճի ցուցանիշները պահանջարկի պայմանների վերաբերյալ տարաբնույթ ազդակներ են փոխանցում. բնականոն գնաճը մոտ է թիրախային մակարդակին՝ տ/տ 2.5%, մինչդեռ ծառայությունների գնաճը պահպանվում է թիրախից զգալի բարձր՝ տ/տ 3.5% մակարդակում՝ արտացոլելով

աշխատաշուկայի դեռևս խիստ պայմանները: Արդյունքում՝ հունիսի 11-ին ԵԿԲ-ն, շուկայի սպասումներին համահունչ, բարձրացրել է քաղաքականության տոկոսադրույքը 0.25 տոկոսային կետով, իսկ ֆինանսական շուկաներն ակնկալում են նաև տոկոսադրույքի հետագա բարձրացումներ:

Նավթի գները, համաշխարհային պահանջարկի աստիճանական ճշգրտման և Մերձավոր Արևելքի հակամարտության առաջիկա կարգավորման շուրջ լավատեսական սպասումների ձևավորման պայմաններում, որոշակիորեն նվազել է՝ շարունակելով ձևավորվել՝ տարեսկզբի համեմատությամբ զգալիորեն ավելի բարձր մակարդակներում: Հորմուզի նեղուցով առևտրային ուղիների խաթարումներն ազդում են ոչ միայն էներգակիրների, այլև գյուղատնտեսության համար էական նշանակություն ունեցող ապրանքների վրա, որի պայմաններում առկա են նաև պարենային ապրանքների գների հետագա աճի ռիսկեր:

2026 թ. առաջին եռամսյակում ՌԴ տնտեսությունը, կառուցվածքային խնդիրների աստիճանական արտահայտման, ինչպես նաև որոշ ժամանակավոր գործոնների ազդեցության պայմաններում, շարունակել է թուլանալ՝ գրանցելով տ/տ 0.2% անկում: Տնտեսության առանձին հատվածներում, մասնավորապես՝ անշարժ գույքի շուկայում և ֆինանսական հատվածում, դիտարկվող զարգացումները կարող են վկայել նաև կառուցվածքային խնդիրների խորացման մասին: Մյուս կողմից՝ նավթի բարձր գների երկար պահպանումը կարող է նպաստել պահանջարկի, և հատկապես հարկաբյուջետային տարածքի ընդլայնմանը: Միաժամանակ, աշխատաշուկայի պայմանները մնում են խիստ. գործազրկության մակարդակը պահպանվում է պատմականորեն ցածր մակարդակում, իսկ իրական աշխատավարձի աճը տարեսկզբից զգալիորեն արագացել է: Այս պայմաններում 2026 թ. առաջին եռամսյակում, չնայած ընդհանուր և բնականոն գնաճի տեմպերը թուլացել են, ծառայությունների գնաճը և գնաճային սպասումները դեռևս պահպանվում են թիրախից զգալի բարձր մակարդակում՝ Եականորեն բարդացնելով ՌԴ ԿԲ գնաճ-տնտեսական աճ երկընտրանքի արդյունավետ կառավարման խնդիրը:

Ներքին պահանջարկի պայմաններ

2026 թ. առաջին եռամսյակում տնտեսական աճը, նախորդ եռամսյակներում արձանագրված բարձր աճերից հետո, այդ թվում՝ պայմանավորված որոշ մեկանգամյա գործոններով, դանդաղել է՝ կազմելով տ/տ 4.0%, իսկ տնտեսական ակտիվությունը շարունակում է ձևավորվել բարձր 6-7% մակարդակում: Տնտեսական աճին և ակտիվությանը շարունակել են մեծապես նպաստել շինարարության ոլորտը և ծառայությունների ճյուղի՝ հիմնականում պահանջարկի ընդլայնմամբ շարժվող մի շարք ենթաճյուղերը: Վերջինս ուղեկցվում է նաև ներմուծման և մանրածախ առևտրի զգալի ակտիվացմամբ: Սա կարող է վկայել պահանջարկի բարձր պայմանների առկայության և դրանց ընդլայնման մասին: Պահանջարկի պայմանների ընդլայնման է նպաստում նաև դեպի ՀՀ զբոսաշրջային հոսքերի զգալի ակտիվացումը. 2026 թ. հունվար-մայիս ամիսներին դրանք աճել են շուրջ 20%-ով՝ ձևավորվելով պատմականորեն բարձր մակարդակում: Մի կողմից՝ վերոնշյալ աճը կարող է մասամբ արտահայտել ՌԴ-ից դեպի Մերձավոր Արևելք զբոսաշրջային ուղղության սահմանափակման ազդեցությունը և կրել ժամանակավոր բնույթ: Մյուս կողմից՝ ներհոսքի աճն ըստ երկրների աստիճանաբար կրում է առավել ընդգրկուն բնույթ՝ ուղեկցվելով այցելուների կազմի և կառուցվածքի որոշակի փոփոխություններով:

Միաժամանակ, մշակող արդյունաբերության ճյուղում աճը որոշակի դանդաղել է՝ այդ թվում պայմանավորված Մերձավոր Արևելքի լարվածության պայմաններում առևտրային ուղիների որոշակի սահմանափակմամբ: Նշված զարգացումները նկատելի են ծխախոտի թողարկման և արտահանման ցուցանիշներում: Գյուղատնտեսական և պատրաստի սննդի մի շարք ապրանքախմբերի նկատմամբ ՌԴ կողմից ներմուծման պայմանների խստացումը լրացուցիչ մարտահրավերներ է պարունակում այս ճյուղերի համար և, արտահանման այլընտրանքային ուղղությունների սահմանափակության պարագայում, կարող է հանգեցնել ՀՀ տնտեսությունում եկամուտների որոշակի նվազման:

Դեպի ՌԴ սեզոնային միգրացիայի միտումների և գումարի փոխանցման եղանակների շուրջ անորոշությունը պահպանվում է: Մի կողմից՝ ընթացիկ մակարդակում ռուբլու փոխարժեքի երկար պահպանումը կարող է ավելացնել ՀՀ-ից դեպի ՌԴ աշխատանքային միգրացիայի շարժառիթները: Մյուս կողմից՝ տնտեսական աճի զգալի թուլացումը, ՌԴ տնտեսության միջնաժամկետ հեռանկարի վերաբերյալ մեծ անորոշությունն ու միգրացիոն քաղաքականության խստացումը կարող են որոշակիորեն զսպել դեպի ՌԴ միգրացիոն հոսքերը՝ նպաստելով ՀՀ-ում աշխատուժի առաջարկի աճին և գնանկումային ռիսկերի ձևավորմանը:

Վերոնշյալ ազդակները կարող են վկայել 2026 թ. երկրորդ եռամսյակում ՀՆԱ ճեղքի մեծացման և նախկին գնահատումների համեմատությամբ ավելի բարձր մակարդակում ձևավորման մասին: Այնուամենայնիվ, տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները, տարբեր ճյուղերում անհամաչափ, ոչ միանշանակ զարգացումներն ավելացնում են տնտեսության մեջ համախառն պահանջարկի և առաջարկի հարաբերական դիրքի շուրջ առկա անորոշությունները: Մի կողմից՝ վարկավորման և մանրածախ առևտրի բարձր աճերը, հիմնականում պահանջարկի ընդլայնմամբ պայմանավորված ճյուղերում բարձր ակտիվության արձանագրումը, միգուցե վկայում են տնտեսությունում զգալի ավելցուկային պահանջարկի առկայության մասին: Մյուս կողմից՝ աճի կենտրոնացվածությունը, ոչ արտահանելի կոշտ գների և աշխատավարձերի ավելի չափավոր աճը համահունչ են տնտեսությունում ավելի հավասարակշռված դիրքի հետ:

Պետական բյուջեի եկամուտները՝ սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր տնտեսական ակտիվության և գնաճի պայմաններում, 2026 թ. առաջին ամիսներին գերակատարվել են: Մյուս կողմից՝ պետական բյուջեի ծախսերը, պատմական միտումներին համահունչ, թերակատարվում են՝ հիմնականում արտահայտելով կապիտալ ծախսերի ցածր կատարողականը: Այդուհանդերձ, առողջապահության համընդհանուր ապահովագրության համակարգի ներդրմամբ, ինչպես նաև կենսաթոշակների և նպաստների բարձրացմամբ պայմանավորված՝ հարկաբյուջետային քաղաքականության առավել ընդլայնող դիրքի ձևավորման ռիսկերը պահպանվում են: Միևնույն ժամանակ, ՌԴ կողմից ներմուծման պայմանների խստացումը կարող է հարկաբյուջետային լրացուցիչ, զգալի օժանդակության անհրաժեշտություն առաջացնել՝ «հարկաբյուջետային սահմանափակ տարածքի» պայմաններում ճնշումներ գործադրելով երկրի ռիսկի հավելավճարի վրա:

Աշխատանքի շուկա և գնաճ

Չնայած վերջին շրջանում դիտարկվող տատանողականությանը, մի շարք կարևոր ցուցիչների համադրումը կարող է վկայել աշխատանքի շուկայում ձևավորված հավասարակշռվածության մասին: Գործազրկության մակարդակը տատանվում է 12-13% միջակայքում, գրանցված աշխատատեղերի թիվը կայուն աճում է, իսկ մասնավոր անվանական աշխատավարձերի աճը, առանց

ֆինանսական ոլորտի, շարունակել է կայունանալ՝ 2026 թ. առաջին եռամսյակում ձևավորվելով տ/տ 5%-ի շուրջ: Այդուհանդերձ, վերջին ամիսներին, ծառայությունների առանձին ենթաճյուղերի աճի ավելացմանը համահունչ, այդ ճյուղերում նկատվում է նաև աշխատավարձերի աճի տեմպերի արագացում:

Միևնույն ժամանակ, գործազրկության ընթացիկ մակարդակը կարող է մասամբ արտացոլել նաև աշխատաշուկայում ձևավորված որոշակի ավելցուկային պահանջարկը՝ հատկապես այն պայմաններում, երբ 2025 թ. երկրորդ կեսին գործազրկության մակարդակը հավանաբար ցածր է եղել գնահատվող բնական մակարդակից, իսկ դրանից բխող՝ աշխատավարձի ու գնաճի ռիսկերը դեռևս կարող են դրսևորվել աշխատավարձերի կոշտությունների պատճառով: Միևնույն ժամանակ, չի բացառվում նաև, որ վերջին տարիներին գործազրկության բնական մակարդակը աստիճանաբար նվազել է՝ ձևավորվելով 11-13% միջակայքում: Վերջինիս կարող էին նպաստել 2022 թ-ից արտադրողականության և արտահանման կարողությունների ընդլայնումը, բարձր որակավորում ունեցող աշխատուժի ինտեգրումն ու տնտեսությունում երկարաժամկետ հաստատումը, ՀՀ տարբեր էլեկտրոնային հարթակների զարգացմամբ պայմանավորված՝ աշխատատեղերի ու աշխատուժի համապատասխանեցման արդյունավետության բարձրացումը, տնտեսական աճի առանձնահատկությունները և այլ գործոններ:

Միաժամանակ, ՌԴ-ից ՀՀ ոչ առևտրային դրամական փոխանցումների ծավալները և քանակը վերջին ամիսներին աճել են, ինչը կարող է վկայել այն մասին, որ ռուբլու արժեքի նվազումն ու Ռուսաստանում աշխատուժի պակասուրդի խնդիրները գերակշռել են միգրացիոն հոսքերը սահմանափակող գործոնների ազդեցությանը՝ խթանելով աշխատանքային հոսքերի աճը:

Ամփոփելով նշենք՝ չնայած աշխատաշուկայից ելող ոչ միանշանակ ազդակներին, որոշ զարգացումներ կարող են վկայել տնտեսության համեմատաբար առավել հավասարակշռված դիրքի մասին: Առաջիկայում հիմնական անորոշությունը վերաբերում է աշխատուժի առաջարկի աճի հնարավորություններին, հատկապես, եթե պահանջարկի պայմաններն ընդլայնվեն:

2026 թվականի երկրորդ եռամսյակի ընթացքում գնաճը Հայաստանում շարունակել է ձևավորվել թիրախից բարձր մակարդակում՝ մայիսին, նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի նկատմամբ, կազմելով 4.2%: Վերջինս հիմնականում պայմանավորված է բնականոն գնաճի արագացմամբ, որը կազմել է թիրախից բարձր՝ տ/տ 5.1%: Այն, իր հերթին, հիմնականում արտացոլում է ներմուծվող և տեղական ոչ սեզոնային պարենային ապրանքներից փոխանցվող գնաճային միտումները՝ պայմանավորված վերջին եռամսյակներում համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումներով և ներքին տնտեսությունում առաջարկի որոշ գործոնների ազդեցությամբ: Միևնույն ժամանակ, բնականոն գնաճի արագացումը վերջին ամիսներին, ըստ ապրանքախմբերի, կրում է ավելի համատարած բնույթ, ինչը, բացի առաջարկի գործոններից, հավանաբար վկայում է ձևավորված բարձր պահանջարկի պայմանների մասին:

Առաջիկայում ՀՀ-ում գնաճի ուղեգծի շուրջ հիմնական անորոշությունները կապված են համաշխարհային պարենային շուկաներում ձևավորվող գնաճային միտումների տևականության և, այդ համատեքստում՝ ներքին գների ճշգրտման արագության ու չափի հետ: Մասնավորապես՝ ՀՀ-ում գնաճի արագացմանը կարող են նպաստել Մերձավոր Արևելքում լարվածության պահպանման պայմաններում ապրանքահումքային բարձր գների պահպանումն ու առևտրային ուղիների խաթարումներից բխող ազդեցությունները: Հարկ է նշել, որ նավթի և պարենային ապրանքների համաշխարհային գների բարձրացումը դեռևս մասամբ է արտացոլված տեղական գներում: Մյուս կողմից՝ արտահանման առանձին շուկաներում (Մերձավոր Արևելք, Ռուսաստան և այլն) առաջացած խնդիրները, հաշվի առնելով

հատկապես գյուղատնտեսության և սննդի արդյունաբերության ոլորտներում արտահանման ուղղությունների բազմազանության ցածր մակարդակը, կարող են հանգեցնել տեղական շուկայում որոշ ապրանքների գծով ավելցուկային առաջարկի ձևավորմանը՝ պարունակելով առավելապես գնանկումային ճնշումներ:

Ծառայությունների և ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսի աճը շարունակում է ձևավորվել թիրախային մակարդակի շուրջ՝ արձանագրելով որոշակի արագացման միտումներ: Վերջինս, համադրելով նաև մասնավոր աշխատավարձերի աճի՝ 5–6% միջակայքում կայունացման հետ, վկայում է, որ գնաճային սպասումները շարունակում են կայունանալ թիրախային մակարդակի շուրջ:

Ֆինանսական շուկա և դրամավարկային քաղաքականություն

Համաձայն ՀՀ ԿԲ կողմից 2026 թ. հունիսի 10-ին ֆինանսական շուկայի մասնակիցների շրջանում անցկացված վերջին հարցման արդյունքների՝ ՀՀ ԿԲ քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգծի վերաբերյալ սպասումները, քաղաքականության նախորդ որոշումից հետո, գրեթե չեն փոխվել և արտահայտում են առաջիկա 8 որոշումների ընթացքում տոկոսադրույքի նվազման ուղեգիծը մինչև 6.25%: Սա, ընդհանուր առմամբ, համահունչ է շուկայի մասնակիցների շրջանում առաջին եռամսյակում կատարված մակրոհարցման արդյունքներին, ըստ որոնց՝ մասնակիցները միջևժամկետ հորիզոնում ակնկալում են քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազեցում՝ գնահատվող չեզոք մակարդակի ուղղությամբ (շուրջ 6.25%): Այս ժամանակահատվածում, եկամտաբերության կորի երկայնքով էական տեղաշարժեր չեն արձանագրվել:

ՀՀ երկրի կարճաժամկետ ռիսկի հավելվածարը վերջին եռամսյակներում նվազել է՝ արտացոլելով թե՛ համաշխարհային, թե՛ ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների ազդեցությունը՝ ձևավորվելով պատմականորեն ցածր մակարդակներում: Միաժամանակ, աստիճանաբար ուժգնանում են ազդակներն այն մասին, որ ՀՀ ռիսկի հավելվածարի ընթացիկ ցածր մակարդակը կարող է հիմնականում արտացոլել հիմնարարների բարելավումը և ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների ազդեցությունը, այդ թվում՝ կապված ՀՀ-ի շուրջ անվտանգային ռիսկերի նվազման ընկալումների հետ:

ՀՀ ԿԲ-ն, առկա անորոշություններից բխող հնարավոր ռիսկերը խելամիտ կառավարելու նպատակով, դիտարկում է տնտեսական իրավիճակի զարգացման տարբեր սցենարներ: ԴՎԶ զեկույցում ներկայացված տիպային Ա սցենարը, որը պահանջում է շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր տոկոսադրույքների ուղեգիծ, ներկայացնում է ՀՀ-ում գնաճային սպասումների արագացման ռիսկերը: Սա պայմանավորված է վերջին ամիսներին առաջին անհրաժեշտության, ամենօրյա սպառման ապրանքների գների առաջանցիկ աճի տեմպերով, որոնք տնային տնտեսությունների գնաճային ընկալումների և սպասումների ձևավորման վրա անհամաչափ մեծ ազդեցություն կարող են ունենալ: Այս սցենարից բխող ռիսկերի արդյունավետ կառավարումը պահանջում է քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ ֆինանսական շուկաների ընթացիկ սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր ուղեգիծ:

ԴՎԶ զեկույցում ներկայացված տիպային Բ սցենարը վերաբերում է համաշխարհային տնտեսությունում պահանջարկի զգալի թուլացման ռիսկերին: Այս մեկնաբանությունը պայմանավորված է աշխարհաքաղաքական անորոշության և դրանից ածանցվող նավթի գների բարձր մակարդակում երկար պահպանման արդյունքում տնային տնտեսությունների՝ ապագայի նկատմամբ վստահության անկմամբ՝ արտահայտելով իրական տնօրինվող եկամուտների և գնողունակության կրճատման, նախազգուշական խնայողությունների ավելացման, ինչպես նաև ներդրումային ծրագրերի հետաձգման ազդեցությունները: Այս սցենարից բխող ռիսկերի արդյունավետ կառավարումը պահանջում է քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ ֆինանսական շուկաների ընթացիկ սպասումների համեմատությամբ ավելի ցածր ուղեգիծ:

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



02 |

Դրամավարկային
քաղաքականության
նպատակներ և
համակարգ

Դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ նպատակների վերաբերյալ

Ընդունման ամսաթիվ՝ 17 մարտի 2026 թվական

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

Խորհուրդն ընդգծում է, որ գների կայունության ու ֆինանսական կայունության ապահովման հիմնական նպատակների իրագործմամբ ՀՀ կենտրոնական բանկի՝ որպես հանրային հատվածում գործող կառույցի առաքելությունը համազգային բարեկեցության բարելավումն է: Ցածր և կայուն գնաճի ապահովմանն ուղղված հետևողական քաղաքականությունը վստահելի անվանական խարսխն է տնտեսության համար, որն ինքնին նպաստում է գնաճային սպասումների խարսխմանը, անարդյունավետ պարբերաշրջանների չեզոքացմանն ու երկրի տնտեսական զարգացմանը, խթանում է ներդրումները և ժամանակի ընթացքում բարելավում է հասարակության բարեկեցությունը:

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

սահմանափակված լինելու պարագայում Խորհուրդը պատրաստ է կիրառելու դրամավարկային քաղաքականության ամբողջ գործիքակազմը:

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

Արդյունավետ դրամավարկային քաղաքականությունը երկարաժամկետ գնաճային սպասումների խարսխման միջոցով նպաստում է տնտեսական աճի ու գործազրկության տատանողականության նվազեցմանը: Վերջինս էլ, իր հերթին, բարելավում է հասարակության բարեկեցությունը՝ նվազեցնելով գործազրկության մակարդակը և նպաստելով տնտեսության արտադրական կարողությունների աճին: Խորհուրդն ընդգծում է, որ Կենտրոնական բանկի կողմից այլ հնարավոր նպատակների ստանձնումը չպետք է հակասի միջնաժամկետ հատվածում գնաճի 3% նպատակային ցուցանիշի և գների ու ֆինանսական կայունության հիմնական նպատակների ապահովմանը:

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

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

Դրամավարկային քաղաքականության մշակման և իրականացման ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգ*

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

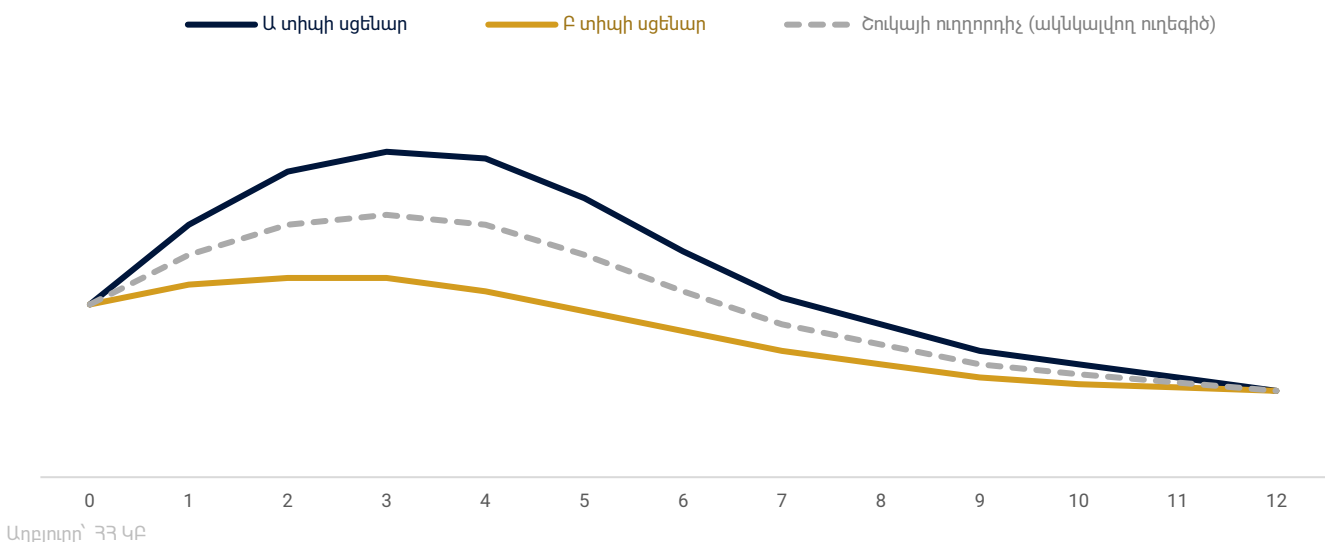
Աճող անորոշություններն ու ռիսկերը կենտրոնական բանկերի համար նոր իրականություն և մարտահրավեր են, որոնք պահանջում են դրամավարկային քաղաքականության մշակման և հաղորդակցման գործող մոտեցման վերաիմաստավորում: Դրամավարկային քաղաքականության ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգը արդյունավետորեն ներառում, հաղորդակցում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

Սույն համակարգի ներքո դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացման գործընթացն առաջնորդվելու է ՀՀ տնտեսության զարգացման մի շարք սցենարների համակարգային դիտարկմամբ (սցենարների բազմություն) և դրանցից մի քանիսի (սովորաբար երկու տիպային սցենարների) կառուցմամբ: Դիտարկվող բոլոր սցենարները ենթադրում են քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի ընթացիկ սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր կամ ավելի ցածր ուղեգիծ: Դրանք նախանշում են դրամավարկային

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

- **Շուկայի ուղղորդիչ սպասումները** ներկայացնում են քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի վերաբերյալ ֆինանսական շուկայում առկա սպասումները: Դրանք գնահատվում են մի կողմից՝ միևնույն մեկ տարի ժամկետայնությամբ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունից, մյուս կողմից՝ շուկայի մասնակիցների շրջանում իրականացված կարճաժամկետ և միջնաժամկետ հարցումների արդյունքում:
- **Ա տիպի սցենարներ (Case A)**, որոնց կառավարումը կպահանջի քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի սպասումներից ավելի բարձր ուղեգիծ: Այն ներառում է այնպիսի գործոններ՝ ռիսկեր և անորոշություններ, որոնք, օրինակ, տնտեսությունում կարող են ձևավորել ավելի բարձր գնաճային միջավայր:
- **Բ տիպի սցենարներ (Case B)**, որոնց կառավարումը կպահանջի քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի սպասումներից ավելի ցածր ուղեգիծ: Այն ներառում է այնպիսի գործոններ՝ ռիսկեր և անորոշություններ, որոնք, օրինակ, տնտեսությունում կարող են ձևավորել ավելի գնանկումային կամ թույլ գնաճային միջավայր:

Գծապատկեր 2.1. Քաղաքականության տոկոսադրույքի սցենարային ուղեգծեր



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

* Դրամավարկային քաղաքականության ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգի վերաբերյալ առավել մանրամասն՝ Laxton, D., Avetisyan, H., and Avagyan, V. (eds.) (2026). "Prudent Risk Management Approach to Price Stability: Theory and Practice at the Central Bank of Armenia" գրքում՝ <https://www.cba.am/en/Publication/10081/>:

Զեկույցի կառուցվածքը

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

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

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

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

Վերջինս 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 2026 թվականի հունիսի 12-ը հասանելի փաստացի տվյալների, ԿԲ-ի կողմից անցկացված հարցումների արդյունքների, ինչպես նաև մակրոտնտեսական միջավայրի հետագա զարգացումների վերաբերյալ ձևավորված դատողությունների վրա:

Կենտրոնական բանկի համար դրամավարկային քաղաքականության զեկույցը դրամավարկային քաղաքականության հաղորդակցման գլխավոր գործիքն է, որը հրապարակվում է եռամսյակային պարբերականությամբ: Դրամավարկային քաղաքականության զեկույցը կազմված է թե՛ Նեղ մասնագիտական շրջանակի և թե՛ լայն հանրության համար ընկալելի ու հասկանալի լինելու սկզբունքով և առաջնահերթությամբ, ներառում է դրամավարկային քաղաքականության համար կարևոր հարցերի վերաբերյալ համապարփակ անդրադարձ: Զեկույցում ներկայացված տեղեկատվության տրամաբանական հաջորդականությունն ընթերցողին հնարավորություն է տալիս պատկերացում կազմելու որոշումների կայացման ընթացիկ փուլում տարաբնույթ ռիսկերի և անորոշությունների առնչությամբ Խորհրդի մտածողության և կայացրած որոշումների վերաբերյալ: Սույն զեկույցում ներկայացված տիպային սցենարները կառուցվել են ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության թիմի կողմից: Տնտեսության զարգացման սցենարների քննարկման և կարևոր բաղադրիչների առանձնացման գործընթացում իր կարևոր մասնակցությունն ու ներդրումն ունի Կենտրոնական բանկի խորհուրդը: Զեկույցում ներկայացված վերլուծությունների և հիմնական ուղերձի ամբողջականությունը պահպանելու նպատակով ոչ բոլոր լրացուցիչ տվյալներն ու վերլուծություններն են ներառվել վերջինիս կազմում: Այս համատեքստում զեկույցի Տեղեկագիր-հավելվածում հրապարակվում են նաև գծապատկերներ և աղյուսակներ, որոնք ներառում են տնտեսական իրավիճակի և հիմնարար պայմանների ամբողջական և համապարփակ նկարագիրը:

Սույն զեկույցը հրապարակվում է դրամավարկային քաղաքականության որոշման ընդունման օրը՝ գնահատականների և որոշման հաղորդակցումը ժամանակին ապահովելու նպատակով: Հրապարակումից հետո զեկույցում կարող են կատարվել սահմանափակ խմբագրական փոփոխություններ, ներառյալ տպագրական, ձևաչափային կամ այլ ոչ բովանդակային ուղղումներ: Նման փոփոխությունները չեն կարող վերաբերել դրամավարկային քաղաքականության գնահատականներին կամ եզրահանգումներին: Զեկույցի վերջնական տարբերակը կհրապարակվի քաղաքականության որոշմանը հաջորդող 3 աշխատանքային օրվա ընթացքում:



03 |

Դրամավարկային
քաղաքականության
հեռանկար

Ա. Համաշխարհային տնտեսության զարգացումներ

ԱՄՆ տնտեսության զարգացումներ

Տնտեսական քաղաքականության վերափոխումների, բարձր անորոշության և որոշ մեկանգամյա գործոնների ազդեցության պայմաններում, տնտեսական աճն ԱՄՆ-ում շարունակել է դրսևորել զգալի տատանողականությամբ, ընդհանուր առմամբ, թուլանալով և 2026 թ 1-ին եռամսյակում արձանագրելով տարեկանացված 1.6% աճ (գծապատկեր 3.Ա.1): Մասնավոր սպառման աճի տեմպերը շարունակում են դանդաղել՝ արդեն իսկ ձևավորվելով տնտեսական աճից ավելի ցածր մակարդակում: Չնայած վերջին շրջանում արձանագրվող որոշակի ճշգրտումներին՝ ֆինանսական ակտիվների բարձր գները խթանում են հատկապես բարձր եկամուտ ունեցող տնային տնտեսությունների սպառման կայուն աճը: Մյուս կողմից՝ ցածր եկամուտ ունեցող տնային տնտեսությունների աշխատավարձերի աճի արագ դանդաղումը, սպառողական վարկերի աճի դանդաղումը և ժամկետանց վարկերի կշռի պատմականորեն բարձր մակարդակների ուղղությամբ աճը ձևավորվող թույլ պահանջարկի պայմանների ազդակներ են պարունակում: Անշարժ գույքի շուկայում նույնպես նկատվում է ակտիվության նվազում:

Տնտեսության հեռանկարի և հատկապես ԱԲ՝ այլ ոլորտներում արդյունավետ կիրառման շուրջ անորոշությունների, ինչպես նաև P/E հարաբերակցության էական բարձրացման պայմաններում (գծապատկեր 3.Ա.2) ֆինանսական, հատկապես տեխնոլոգիական ոլորտի ակտիվների գերաժեռքոված լինելու ռիսկերը պահպանվում են: Միաժամանակ, ԱԲ եկթաակառուցվածքներում կատարվող ներդրումները կարող են նպաստել երկրի երկարաժամկետ ներուժային աճի բարելավմանը և տնտեսական նոր իրողության ձևավորմանը, մինչդեռ, անհարկի լավատեսության առկայության պարագայում, ակտիվների գների հնարավոր, հետագա ճշգրտումները կարող են հանգեցնել ԱՄՆ-ում սպառման և տնտեսական աճի հեռանկարի վատթարացմանը, ինչը, իր հերթին, կարող է բացասական հետևանքներ ունենալ նաև համաշխարհային պահանջարկի պայմանների վրա:

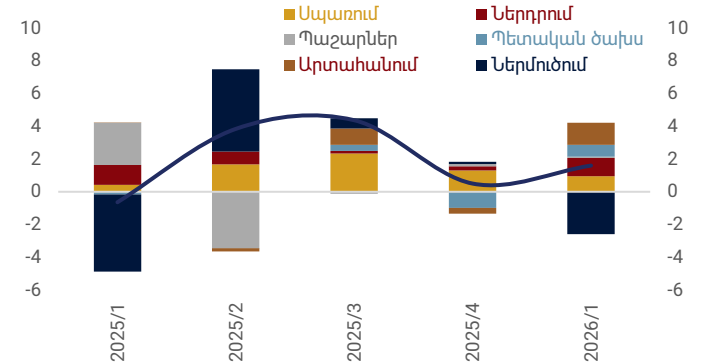
ԱՄՆ հարկաբյուջետային քաղաքականության հեռանկարի շուրջ անորոշությունն աճել է: Մաքսատուրքերի մի մասի չեղարկման և հետվճարների պարտավորության սահմանման պայմաններում ԱՄՆ առևտրային քաղաքականության հետագա զարգացումները հարկային եկամուտների թերիավաքագրման ռիսկեր են պարունակում: Միաժամանակ, այդ թվում Մերձավոր Արևելքում հակամարտության երկարատև պահպանման պայմաններում, լրացուցիչ պաշտպանական ծախսերի անհրաժեշտությունը կարող է միջնաժամկետում հանգեցնել բյուջեի պակասուրդի և պետական պարտքի ավելի բարձր ուղեգծի՝ առաջացնելով երկարաժամկետ իրական տոկոսադրույթների հետագա աճի կամ բարձր մակարդակներում երկար պահպանման ռիսկեր: Նմանատիպ զարգացումները կարող են ազդել ինչպես ԱՄՆ ԴԴՀ դրամավարկային քաղաքականության հեռանկարի, այնպես էլ զարգացող երկրներում չեզոք տոկոսադրույթի մակարդակի վրա:

Միևնույն ժամանակ, Մերձավոր Արևելքում հակամարտության ազդեցությունները շարունակել են նպաստել գնաճային միջավայրի ընդլայնմանը: Այս պայմաններում, 2026 թ. մայիսին գնաճն էականորեն արագացել է՝ կազմելով տ/տ 4.2%՝ մեծապես արտացոլելով էներգակիրների բարձր գները (գծապատկեր 3.Ա.3): Ավելին՝ կոշտ գներով աչքի ընկնող ապրանքների և ծառայությունների գնաճը պահպանվում է թիրախից զգալիորեն բարձր մակարդակում: Թեև աշխատանքի շուկայում դիտվում է աշխատավարձերի աճի դանդաղում, գործազրկության և աշխատանքից ազատվածների թվի համեմատաբար կայուն մակարդակները դեռևս չեն արտահայտում պահանջարկի պայմանների կտրուկ թուլացման ազդակներ: Այդուհանդերձ, հետագա զարգացումների շուրջ անորոշության և դեռևս թիրախից բարձր գնաճի պայմաններում, ԱՄՆ ԴԴՀ-ի կողմից գների կայունության և լրիվ զբաղվածության ապահովման խնդրի իրագործումը դժվարանում է:

Ներդրումային ակտիվությունն աճել է՝ այդ թվում պայմանավորված ԱԲ հեռանկարի շուրջ ձևավորված դրական սպասումներով:

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

Նպաստումը, տոկոսային կետ



Աղբյուր՝ Տնտեսական վերլուծությունների բյուրո (BEA)

Ակտիվների գների գերաժեռքոված լինելու ռիսկերը ստեղծում են պահանջարկի հեռանկարի վերաբերյալ անորոշություններ:

Գծապատկեր 3.Ա.2. Շիլլերի S&P 500 P/E հարաբերակցություն

Shiller S&P500 P/E հարաբերակցություն

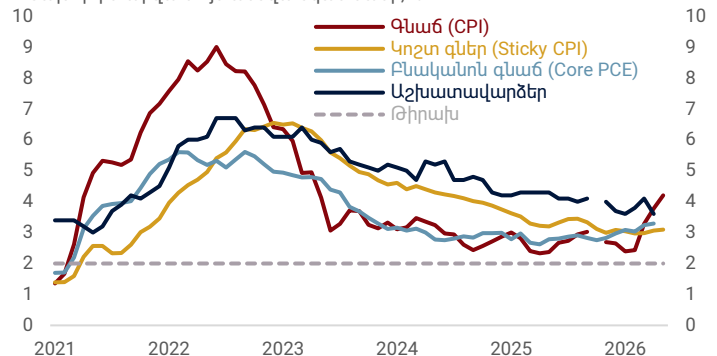


Աղբյուր՝ Ռոբերտ Շիլլեր

Էներգակիրների մատակարարման շուրջ անորոշության պահպանումը կարող է լրացուցիչ ընդլայնել գնաճային միջավայրը:

Գծապատկեր 3.Ա.3. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները

Նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ, %



Աղբյուր՝ Աշխատուժի վիճակագրության բյուրո (BLS), Ատլանտայի ԴԴՀ

Եվրոգոտու տնտեսության զարգացումներ

Մերձավոր Արևելքի հակամարտության շուրջ պահպանվող մեծ անորոշության, էներգակիրների գների և տատանողականության աճի, ինչպես նաև դրանց մատակարարումների կայունության շուրջ մտահոգությունների միջավայրում տնտեսական աճը Եվրոգոտում շարունակել է դանդաղել՝ 2026 թվականի առաջին եռամսյակում գրանցելով եռ/եռ 0.2% անկում (գծապատկեր 3.Ա.4): Տնտեսական ակտիվության վրա բացասաբար է ազդում նաև վերջին շրջանում դրամավարկային պայմանների խստացումը: Չնայած տնտեսական անկմանը մեծապես նպաստել է մեկ տնտեսությունում՝ Իռլանդիայում արձանագրված եռ/եռ 12.1% անկումը, այդուհանդերձ, աճի դանդաղումն աստիճանաբար կրում է ավելի համատարած բնույթ:

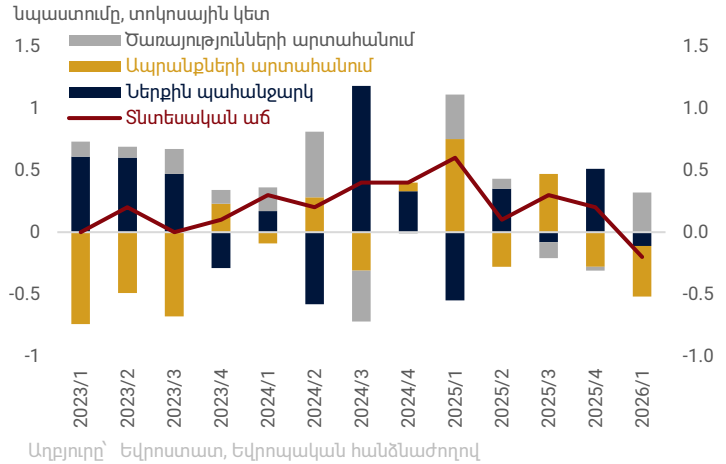
Տնտեսական աճի աստիճանական դանդաղումը շարունակում է արտացոլել ԵԳ տնտեսությունում առկա կառուցվածքային խնդիրները և տնտեսության բնեռացումը թե՛ ճյուղային, թե՛ աշխարհագրական անհամաչափ զարգացման առումով: Երկարատև լճացումից հետո արդյունաբերությունը շարունակում է հաղորդել վերականգնման ազդակներ, ինչի մասին վկայում է մշակող արդյունաբերության PMI ցուցանիշը, որն ամիսներ շարունակ ձևավորվում է բեկումնային կետից բարձր տիրույթում (գծապատկեր 3.Ա.5): Այս զարգացումը պայմանավորված է եղել մի կողմից՝ Եվրոգոտում ռազմարդյունաբերության և ենթակառուցվածքների ամրապնդմանն ուղղված միջոցառումներով, մյուս կողմից՝ աշխարհաքաղաքական անորոշությունների պայմաններում արդյունաբերական ապրանքների նախագգուշական գնումներով, որը կարող է կրել ժամանակավոր բնույթ: Այս զարգացումների համատեքստում պահպանվում է անորոշությունն այն հարցի շուրջ, թե արդյոք խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականությունը բավարար կլինի կուտակված կառուցվածքային խնդիրների պայմաններում տնտեսական աճի կայուն վերականգնումն ապահովելու համար: Միաժամանակ, աշխարհաքաղաքական խնդիրների շուրջ անորոշությունների պայմաններում տնտեսական սենտիմենտը և սպառողների վստահությունը կտրուկ նվազել են՝ պարունակելով նաև պահանջարկի հետագա թուլացման ռիսկեր: Քննարկված անորոշությունների համատեքստում ծառայությունների PMI ցուցանիշը կտրուկ նվազել է՝ մատնանշելով թե՛ ներքին, թե՛ արտաքին պահանջարկի թուլացման ռիսկերի առարկայացումը:

2026 թվականի մայիսին գնաճը շարունակել է արագանալ՝ կազմելով 3.2% (գծապատկեր 3.Ա.6): Ընդ որում՝ ընդհանուր գնաճի արագացումը հիմնականում արտացոլում է էներգակիրների բարձր գները (տ/տ 10.9% աճ): Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները երկակի ազդակներ են հաղորդում պահանջարկի պայմանների վերաբերյալ. բնականոն գնաճը, չնայած մայիսին գրանցված աճին, մոտ է թիրախային մակարդակին (2.5%), մինչդեռ ծառայությունների գնաճը պահպանվում է նպատակայինից բարձր մակարդակում՝ կազմելով 3.5%: Գործազրկությունը պահպանվում է պատմականորեն ցածր մակարդակում, սակայն աշխատավարձերի աճը շարունակում է դանդաղել, ինչը վկայում է աշխատաշուկայի պայմանների աստիճանական թուլացման մասին:

Եվրոգոտու տնտեսությունն առավել խոցելի է էներգակիրների մատակարարումների խաթարումների ու դրանց գների նկատմամբ, իսկ բնական գազի պաշարները գտնվում են պատմականորեն ցածր մակարդակում: Այս պայմաններում, Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական անորոշությունների երկար պահպանումը կարող է զգալիորեն նպաստել ԵԳ տնտեսական ակտիվության հետագա թուլացմանն ու, միաժամանակ, նաև գնաճային միջավայրի ընդլայնմանը: Արդյունքում հաշվի առնելով նաև աշխարհաքաղաքական լարվածության երկար պահպանման ռիսկերը, ԵԿԲ-ն՝ 2026 թ. հունիսի 11-ին, շուկայի սպասումներին համահունչ, բարձրացրել է քաղաքականության տոկոսադրույթը 0.25 տոկոսային կետով: Նշենք, որ ֆինանսական շուկաները բարձր են գնահատում նաև քաղաքականության տոկոսադրույթի հետագա բարձրացման հնարավորությունը:

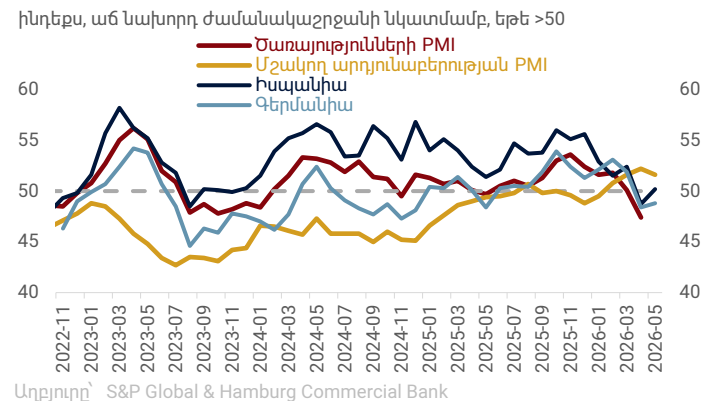
Աշխարհաքաղաքական անորոշությունների երկարատև պահպանման ռիսկերի և կառուցվածքային խնդիրների խորացման պայմաններում Եվրոգոտու տնտեսական աճը և դրա հեռանկարը վատթարանում են:

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



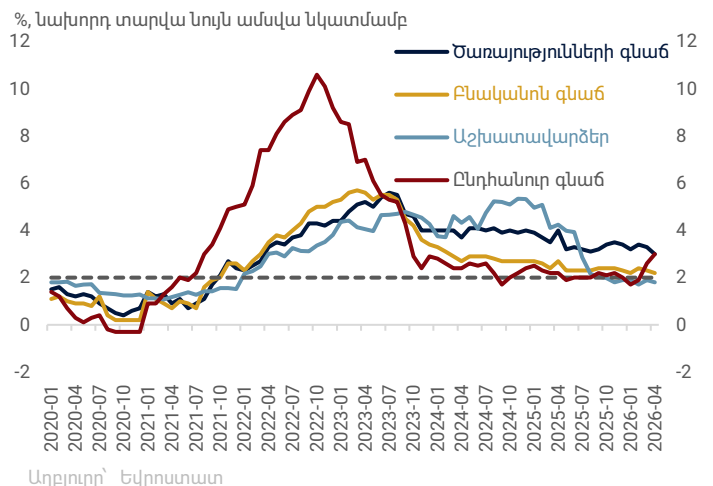
Ծառայության ճյուղի PMI ինդեքսի անկումը ներքին պահանջարկի թուլացման ազդակներ է փոխանցում:

Գծապատկեր 3.Ա.5. Եվրոգոտու PMI ցուցանիշները



Հիմնարար գնաճի ցուցանիշների զարգացումները պահանջարկի պայմանների վերաբերյալ տարաբնույթ ազդակներ են փոխանցում:

Գծապատկեր 3.Ա.6. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները



ՌԴ տնտեսության զարգացումներ

2026 թ. առաջին եռամսյակում ՌԴ տնտեսությունը գրանցել է տ/տ 0.2% անկում (գծապատկեր 3.Ա.7)՝ արտացոլելով կառուցվածքային խնդիրների աստիճանական խորացումն ու որոշ մեկանգամյա գործոնների դրսևորումը: Հարկ է նշել, որ հատկապես 2026 թվականի առաջին ամիսներին ըստ ճյուղերի տնտեսական աճի դանդաղումը կրել է համատարած բնույթ: Այդուհանդերձ, մասնավոր սպառումը շարունակում է զգալի դրական նպաստում ունենալ աճին՝ արտացոլվելով ծառայությունների և առևտրի ճյուղերի, ինչպես նաև ներմուծման դրական զարգացումներում, ինչը տնտեսության դիրքի վերաբերյալ այլ ազդակներ է պարունակում: Միաժամանակ, երկրորդ եռամսյակի տնտեսական ակտիվության ամսական ցուցանիշները վերականգնման որոշակի ազդակներ են հաղորդում, հատկապես արդյունաբերության և շինարարության ոլորտներում, իսկ ծառայությունների ճյուղը շարունակում է կայուն աճի տեմպեր արձանագրել: Հավանաբար, ներքին պահանջարկի որոշակի ընդլայնման մասին է վկայում նաև վերջին ամիսների ընթացքում անշարժ գույքի, հատկապես երկրորդային շուկայում նկատվող ակտիվության, և սպառողական վարկավորման ծավալների զգալի աճը: Սա, ի հավելումս զգալի խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականության, միգրացիայի մատնանշում է նաև դրամավարկային քաղաքականության խթանող դիրքի ձևավորման մասին, հաշվի առնելով գնաճային սպասումների պահպանումը բարձր մակարդակներում:

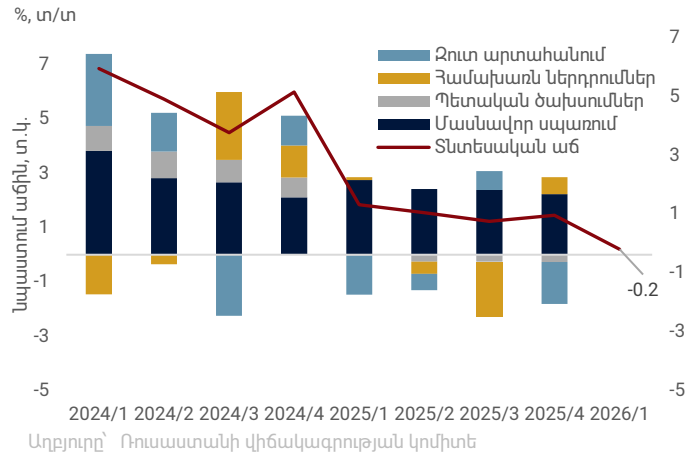
Արևմտյան երկրների կողմից թիրախային պատժամիջոցների շարունակական խստացումը ռիսկեր է պարունակում ՌԴ տնտեսության միջնաժամկետ աճի և բյուջետային հոսքերի ապահովման տեսանկյունից: Միաժամանակ, Մերձավոր Արևելքում հակամարտության պայմաններում էներգակիրների ձևավորված բարձր գները, առնվազն կարճաժամկետ հատվածում, կարող են որոշակիորեն ընդլայնել հարկաբյուջետային տարածքը՝ ընդլայնելով տնտեսական աճի խթանման հնարավորությունները: Այնուամենայնիվ, անորոշությունը նավթի միջազգային գների հեռանկարի մասով զգալի բարձր է:

Աշխատաշուկայի պայմանները Ռուսաստանում խիստ են: Թեև կազմակերպությունների համար աշխատուժի պակասուրդը մնում է առաջնային խնդիրներից մեկը, անբավարար պահանջարկի պայմանները ևս դարձել են առանցքային խնդիր: Այդուհանդերձ, տարեսկզբից իրական աշխատավարձերի աճի որոշակի արագացումը գնաճային ճնշումներ է գործադրում տնտեսության վրա: Ավելին՝ գործազրկությունը պահպանվում է պատմականորեն ցածր մակարդակում՝ կազմելով 2.2% (գծապատկեր 3. Ա.8):

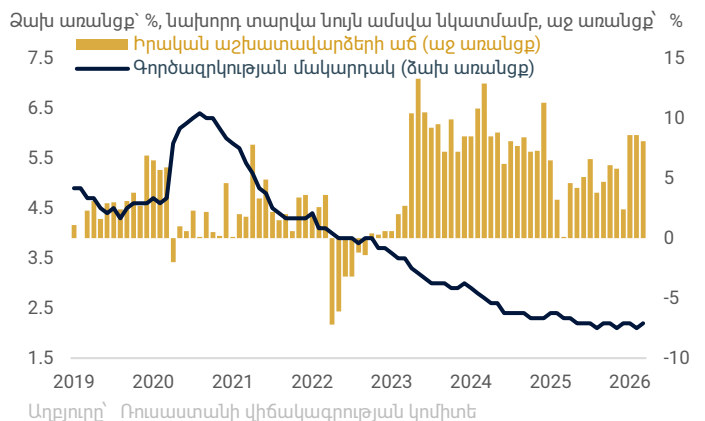
Գնաճը Ռուսաստանում շարունակում է դանդաղել՝ գտնվելով թիրախից բարձր մակարդակում և 2026 թ. մայիսին կազմելով տ/տ շուրջ 5.3%, իսկ բնականոն գնաճը՝ շուրջ 4.9% (գծապատկեր 3. Ա.9): Միաժամանակ, գնաճային սպասումները թե՛ կարճաժամկետ, թե՛ միջնաժամկետ հորիզոնում շարունակում են ձևավորվել բարձր մակարդակներում՝ որոշակի թույլ նվազման միտումով, ծառայությունների գնաճը պահպանվում է զգալի բարձր՝ տ/տ շուրջ 10.1% մակարդակում, իսկ իրական աշխատավարձերի աճը՝ 8-9% միջակայքում: Այս պայմաններում, մի կողմից՝ տնտեսության առանձին հատվածներում կառուցվածքային խնդիրների աստիճանական կուտակումը, մյուս կողմից՝ աշխատաշուկայի խիստ պայմանների պահպանումը և բարձր գնաճային սպասումները ՌԴ ԿԲ-ի համար խնդիրներ են առաջադրում կարճաժամկետում գնաճ-տնտեսական աճ երկընտրանքի արդյունավետ կառավարման տեսանկյունից:

Արդյո՞ք տնտեսական աճի ներկայիս մակարդակն արտացոլում է վերջին տարիներին վատթարացած հիմնարարները, թե՛ վկայում է տնտեսության պարբերաշրջանային թուլացման մասին:

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

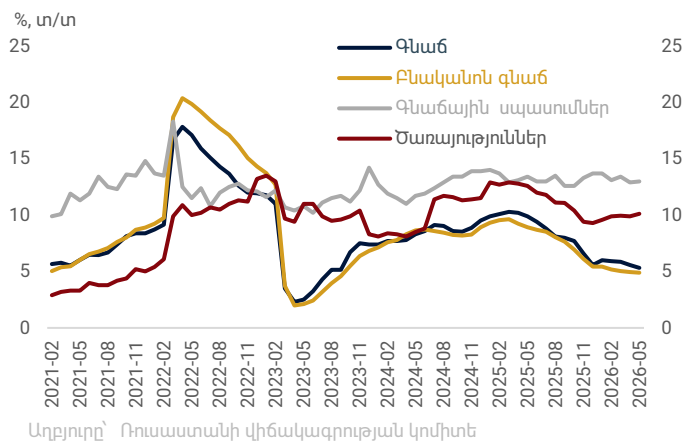


Աշխատաշուկայի պայմանները մնում են խիստ՝ դեռևս գնաճային ճնշումներ գործադրելով տնտեսության վրա: **Գծապատկեր 3.Ա.8.** Գործազրկության մակարդակն ու աշխատավարձերի աճը



Չնայած գնաճի դանդաղմանը՝ այն դեռևս թիրախից բարձր է, իսկ պահպանվող բարձր գնաճային սպասումները բարդացնում են ՌԴ ԿԲ-ի կողմից գների կայունության նպատակի ապահովումը:

Գծապատկեր 3.Ա.9. ՌԴ գնաճի ցուցանիշներ



Ապրանքահումքային շուկայի զարգացումներ

Պղինձ. 2026 թ. առաջին կիսամյակում պղնձի համաշխարհային գինը, չնայած համաշխարհային պահանջարկի հեռանկարի անորոշության համատեքստում որոշակի տատանողականության արձանագրմանը, շարունակում է աճել՝ միջինում ձևավորվելով մեկ տոննայի դիմաց 13.5 հազար ԱՄՆ դոլարի շուրջ: Այնուամենայնիվ, պղնձի գների տատանողականությունը և դրանց հեռանկարի հետ կապված մեծ անորոշությունը պահպանվում է: Մի կողմից՝ կանաչ էներգիային անցման գործընթացը, ԱԲ և տվյալների կենտրոնների ընդլայնման արդյունքում աճող պահանջարկը, ինչպես նաև համաշխարհային պաշտպանական և այլ ենթակառուցվածքների բարելավմանն ուղղված ծրագրերի ծավալների աճը գների հետագա բարձրացման ռիսկեր են պարունակում: Մյուս կողմից՝ աշխարհաքաղաքական անորոշությունների կտրուկ աճի պայմաններում համաշխարհային պահանջարկի հնարավոր թուլացումը կարող է գնանկումային ճնշումներ գործադրել համաշխարհային գների վրա:

Նավթ. Նավթի համաշխարհային գները, Մերձավոր Արևելքում հակամարտության շուրջ անորոշության պահպանման պայմաններում, շարունակում են գտնվել բարձր մակարդակներում՝ 2026 թվականի տարեսկզբի 60-65 ԱՄՆ դոլարի փոխարեն ձևավորվելով 90-110 ԱՄՆ դոլարի միջակայքում: Ստեղծված իրավիճակում ՕՊԵԿ+ անդամ երկրների կողմից Նավթի համաշխարհային արդյունահանմանն աջակցելու նպատակով պլանավորվում է արտադրությունն ավելացնել աստիճանաբար մինչև օրական 1.65 մլն բարելով, իսկ ընթացիկ տարվա հունիսից՝ շուրջ 188 հազար բ/օ ծավալով՝ ի լրումն ապրիլին հայտարարված հավելյալ 200 հազար բ/օ արտադրության: Այդուհանդերձ, Նշված լրացուցիչ ծավալների մեծ մասը ևս պետք է ապահովվեր Պարսից ծոցի երկրների կողմից, որտեղ առևտրային ուղիները ներկայումս էապես սահմանափակված են: Արդյունքում՝ Նավթի համաշխարհային գների տատանողականությունը և դրա հեռանկարի շուրջ անորոշությունը զգալիորեն աճել են և կարճաժամկետում կախված կլինեն Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական զարգացումների հետագա ընթացքից: Միևնույն ժամանակ, ԱՄՆ-ում Նավթի արդյունահանման և արտահանման ծավալների աստիճանական ավելացումը և, հատկապես համաշխարհային տնտեսությունում, մասնավորապես՝ Չինաստանում և ԵԳ-ում, պահանջարկի պայմանների հնարավոր թուլացումը կարող են միջնաժամկետում Նավթի համաշխարհային գների նվազման ուղղությամբ ճնշումներ գործադրել:

Պարենային ապրանքներ. Պարենային ապրանքների համաշխարհային գները վերջին ամիսներին շարունակաբար աճում են՝ հիմնականում պայմանավորված Մերձավոր Արևելքի հակամարտության հետևանքով մատակարարման ուղիների խաթարմամբ և էներգետիկայի բարձր գներով: Այսպես, հակամարտության մեկնարկից ի վեր պարենային ապրանքների միջազգային գներն աճել են շուրջ 4%-ով: Չնայած ընդհանուր գնաճային միջավայրին՝ առանձին ապրանքախմբերում գնաճային միտումները որոշ չափով տարաբնույթ են: Քննարկված զարգացումների համատեքստում յուրերի, հացահատիկի և շաքարավազի գները զգալի աճել են: Արդյունքում՝ Մերձավոր Արևելքում լարվածության տևականության պայմաններում, առևտրային ուղիների խաթարումները կարող են նպաստել պարենային ապրանքների գների հետագա աճին: Մյուս կողմից՝ կաթնամթերքի գների որոշակի նվազումը և մսամթերքի գների համեմատաբար ավելի թույլ աճը, միգուցե, վկայում են համաշխարհային պահանջարկի ընթացիկ և սպասվող թուլացման մասին:

Պղնձի գների աճի երկարաժամկետ, հիմնարար գործոնները շարունակում են գերակշռել:

Գծապատկեր 3.Ա.10. Պղնձի համաշխարհային գին

ԱՄՆ դոլար՝ 1 տոննայի դիմաց



Աղբյուր՝ Բլումբերգ

Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական անորոշությունների պահպանման պայմաններում Նավթի համաշխարհային գների տատանողականությունը և դրա հեռանկարի շուրջ անորոշությունը մնում է զգալի բարձր:

Գծապատկեր 3.Ա.11. Brent Crude տեսակի Նավթի համաշխարհային գին

ԱՄՆ դոլար՝ 1 բարելի դիմաց

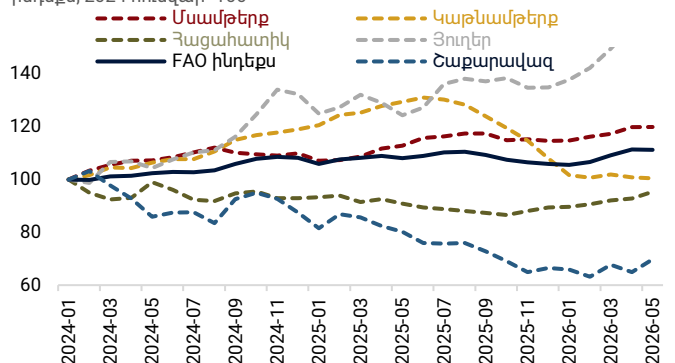


Աղբյուր՝ Սենթ Լուիսի դաշնային պահուստային բանկ

Մերձավոր Արևելքում լարվածության և առևտրային ուղիների խաթարումների համատեքստում պարենի համաշխարհային գներն աճում են:

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

ինդեքս, 2024 հունվար=100



Աղբյուր՝ Միացյալ ազգերի պարենի և գյուղատնտեսության կազմակերպություն (FAO)

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

Աղբյուր/թեմա Ամսաթիվ	Նավթ (Brent, դոլար/բարել)			Պղինձ (դոլար/տոննա)			ՀԲ պարենի համ. գների կանխատեսում (տարեկան աճ)		
	ԷՏԳ Մայ- 26	ՀԲ Ապր- 26	Կոնսենսուս Հուն- 26	ՀԲ Ապր- 26	ՌԷԵ Դեկ- 25	Կոնսենսուս Հուն- 26	Յուղեր և սնունդ Ապր- 26	Հացահատիկ Ապր- 26	Այլ պարեն Ապր- 26
2026	95	86	84	12000	10966	12478	4.3	2.4	0.3
2027	79	70	75	11000	10781	12150	0.3	2.2	1.7

Աղբյուրը՝ ԷՏԳ, ՀԲ, Բլումբերգ, ՌԷԵ, ԱՄՅ

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

Աղբյուր Ամսաթիվ	ԱՄՆ						ԵՄ						ՌԴ					
	ԱՄՅ Ապր- 26	ՀԲ Հուն- 26	ՏՀԶԿ Մար- 26	ԴՊՀ Մար- 26	Կոնսենսուս Հուն- 26		ԱՄՅ Ապր- 26	ՀԲ Հուն- 26	ՏՀԶԿ Մար- 26	ԵՀ Մայ- 26	ԵԿԲ Մար- 26	Կոնսենսուս Հուն- 26	ԱՄՅ Ապր- 26	ՀԲ Հուն- 26	ՏՀԶԿ Մար- 26	ՌԿԲ Ապր- 26	Կոնսենսուս Հուն- 26	
Տնտեսական աճ (տարեկան, %)																		
2025 (Փ*)				2.1						1.4						1.0		
2026	2.3	2.2	2.0	2.4	2.2		1.1	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8	1.1	0.8	0.6	1.0	0.9	
2027	2.1	2.1	1.7	2.3	2.0		1.2	1.3	1.2	1.2	1.3	1.3	1.1	0.7	0.8	1.5	1.4	
2028	-	2.0	-	2.1	2.1		-	1.3	-	-	1.4	1.4	-	0.7	-	1.8	1.5	
Գնաճ (տարեկան, %)																		
2025 (Փ*)				2.7						2.1						8.7		
2026	3.2	-	4.2	2.7	3.3		2.6	-	2.6	3.0	2.6	2.9	5.6	-	6.4	5.5	5.5	
2027	2.1	-	1.6	2.2	2.4		2.2	-	2.1	2.3	2.0	2.1	4.3	-	4.5	4.4	4.5	
2028	-	-	-	2.0	2.2		-	-	-	-	2.1	2.0	-	-	-	4.0	4.3	

* Փաստացի

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

Բ. Ներքին պահանջարկի միջավայր

Համախառն առաջարկ և պահանջարկ

Նախորդ եռամսյակում արձանագրված բարձր աճից հետո, 2026 թ. 1-ին եռամսյակում, տնտեսական աճը Հայաստանում զգալի դանդաղել է՝ կազմելով տ/տ 4.0% (զծապատկեր 3.Բ.1): Հարկ է նշել, որ տնտեսական աճի դանդաղումն առավելապես պայմանավորված է ֆինանսական ճյուղում արձանագրված տ/տ չորս 13% անկմամբ (Նպաստումը տնտեսական աճին չորս 1.7 տ.կ.), ինչին, իրենց հերթին, նպաստել են ճյուղի առանձին հատվածներում ակտիվների արժեքի վերագնահատումից առաջացած կորուստները: Հաշվի առնելով վերոնշյալը՝ տնտեսական աճի ընթացիկ դանդաղումը, միգրացիոն, չի արտացոլում տնտեսության իրական պատկերը: Մյուս կողմից՝ բարձր տնտեսական ակտիվությունը պահպանվում է՝ ձևավորվելով 6-7% միջակայքում: Ակտիվությանը մեծապես նպաստում են ծառայությունների և շինարարության ճյուղերի զարգացումները: Շինարարության ճյուղի աճը վերջին ամիսներին զուգորդվում է նաև անշարժ գույքի շուկայում գների աճի արագացմամբ, իսկ ծառայությունների ճյուղում, հատկապես վերջին եռամսյակներում, աճը կրում է ավելի համատարած բնույթ:

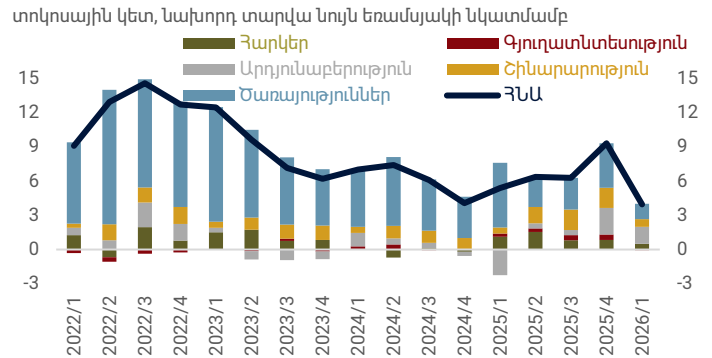
Հարկ է նաև նշել, որ մշակող արդյունաբերության ճյուղում աճը որոշակի դանդաղել է՝ այդ թվում պայմանավորված Մերձավոր Արևելքի լարվածության պայմաններում առևտրային ուղիների որոշակի սահմանափակմամբ, իսկ ՌԴ-ի կողմից ներմուծման պայմանների խստացումը կարող է լրացուցիչ խնդիրներ առաջադրել: Միաժամանակ, ճյուղում վարկավորման պահանջարկի, արտահանման և արտադրական կարողությունների ընդլայնումը, ինչպես նաև դեպի Նոր շուկաներ հասանելիության մեծացումը դրական ազդակներ են պարունակում միջնաժամկետ հեռանկարի տեսանկյունից:

2026 թվականի ընթացքում դեպի ՀՀ զբոսաշրջային հոսքերն աճել են՝ զգալի արագանալով վերջին ամիսներին և ձևավորվելով պատմականորեն բարձր մակարդակում (զծապատկեր 3.Բ.2): Մի կողմից՝ վերոնշյալ աճը կարող է մասամբ արտահայտել ՌԴ-ից դեպի Մերձավոր Արևելք զբոսաշրջային ուղղության սահմանափակման ազդեցությունը և կրել ժամանակավոր բնույթ: Մյուս կողմից՝ ներհոսքի աճն ըստ երկրների կրում է առավել ընդգրկուն բնույթ՝ ուղեկցվելով այցելուների կազմի և կառուցվածքի որոշակի փոփոխություններով: Այդուհանդերձ, զբոսաշրջային հոսքերի հեռանկարի շուրջ անորոշությունը զգալի բարձր է՝ հատկապես պայմանավորված Մերձավոր Արևելքում լարվածության պարագայում ձևավորված բարձր անորոշության, համաշխարհային և գործընկեր առանձին երկրներում պահանջարկի թուլացման ռիսկերով:

Այս համատեքստում տարբեր ազդակներ կարող են վկայել 2026 թ. 2-րդ եռամսյակում ավելի դրական ՀՆԱ ճեղքի ձևավորման մասին (զծապատկեր 3.Բ.3): Այնուամենայնիվ, տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները, տարբեր ճյուղերում անհամաչափ, ոչ միանշանակ զարգացումներն ավելացնում են տնտեսության մեջ համախառն պահանջարկի և առաջարկի հարաբերական դիրքի շուրջ առկա անորոշությունները: Մի կողմից՝ վարկավորման և մանրածախ առևտրի բարձր աճը, հիմնականում պահանջարկի ընդլայնմամբ պայմանավորված ճյուղերում բարձր ակտիվության արձանագրումը, միգրացիոն, վկայում են տնտեսությունում զգալի ավելցուկային պահանջարկի առկայության մասին: Մյուս կողմից՝ աճի կենտրոնացվածությունը, ոչ արտահանելի կոշտ գների և աշխատաշուկայի ավելի չափավոր աճը համահունչ են տնտեսությունում ավելի հավասարակշռված դիրքի հետ:

2026 թ. 1-ին եռամսյակում տնտեսական աճը, այդ թվում պայմանավորված որոշ մեկնագամյա գործոններով, դանդաղել է:

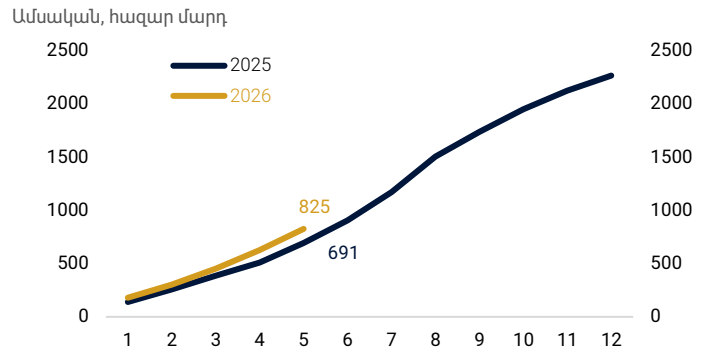
Գծապատկեր 3.Բ.1. Արտադրական եղանակով ՀՆԱ իրական աճի նպաստումներն ըստ բաղադրիչների



Աղբյուր՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Զբոսաշրջային հոսքերը զգալի ավելացել են, իսկ հեռանկարի շուրջ անորոշությունը բարձր է՝ հատկապես պայմանավորված Մերձավոր Արևելքում ընթացող հակամարտությամբ:

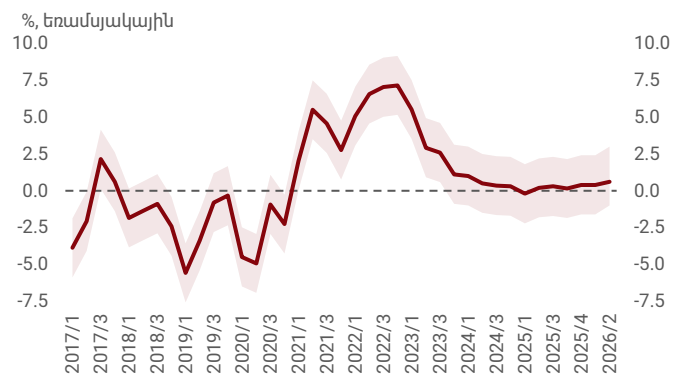
Գծապատկեր 3.Բ.2. Զբոսաշրջիկների ներհոսք դեպի ՀՀ



Աղբյուր՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Ընթացիկ զարգացումները վկայում են պահանջարկի՝ ֆինանսական շուկայի նախկին գնահատումների համեմատությամբ ավելի բարձր դիրքի մասին:

Գծապատկեր 3.Բ.3. ՀՆԱ ճեղքվածքը, ֆինանսական շուկայի սպասումների սցենար



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

Սպառում և Ներդրումներ

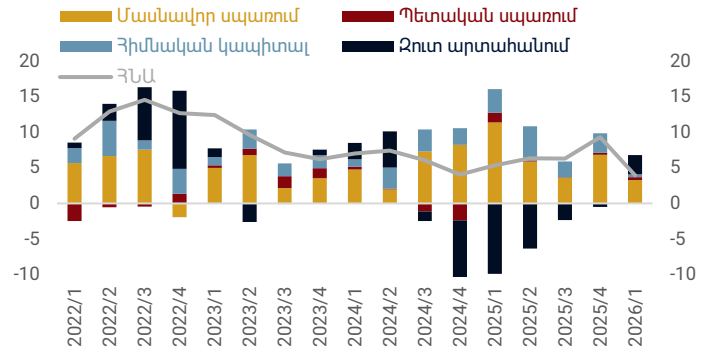
2026 թ. 1-ին եռամսյակում մասնավոր սպառման աճը դանդաղել է՝ կազմելով տ/տ 3.8%, իսկ նպաստումը տնտեսական աճին՝ 3.3 տոկոսային կետ (գծապատկեր 3.Բ.4), ինչը կարող է վկայել պահանջարկի զգալի թուլացման մասին: Մյուս կողմից՝ բարձր աճի տեմպերը ծառայությունների առանձին, հիմնականում պահանջարկի ընդլայնմամբ շարժվող ճյուղերում, սպառողական վարկավորման և մանրածախ առևտրի զարգացումներն ավելցուկային պահանջարկի առկայության ազդակներ են փոխանցում: Նույն ժամանակահատվածում համախառն ներդրումները գրանցել են տ/տ 12.8% աճ, ինչը պայմանավորված է եղել պաշարների տ/տ շուրջ 21% նվազմամբ, մինչդեռ հիմնական կապիտալում ներդրումները գրանցել են 7.2% աճ: Վերջինիս շարունակում է զգալի նպաստում ունենալ շինարարության ճյուղը, սակայն, պետք է նշել, որ վերջին ամիսներին նկատվում է նաև կապիտալ ապրանքների ներմուծման աճի կտրուկ արագացում՝ միգրացիոն վկայելով ներդրումային միջավայրի ակտիվացման մասին: Մյուս կողմից՝ աշխարհաքաղաքական անորոշությունը, ինչպես նաև ՌԴ կողմից ներմուծման պայմանների խստացումը ներդրումային ակտիվության թուլացման ռիսկեր են պարունակում:

Ներքին պահանջարկի հեռանկարի շուրջ անորոշությունը պահպանվում է: Մի կողմից՝ ներքին պահանջարկը և դրանից ածանցվող գնաճային ճնշումները կարող են ընդլայնվել՝ պայմանավորված մասնավոր հատվածում վերջին տարիներին կուտակված խնայողությունների ծախսմամբ, ինչպես նաև վարկավորման աճի ընթացիկ միտումների տևական պահպանմամբ՝ պայմանավորված վարկավորման պայմանների աստիճանական թուլացմամբ: Մյուս կողմից՝ տնտեսության որոշ ոլորտներում համեմատաբար թույլ աճը, ինչպես նաև աշխատաշուկայի պայմանների կայունացումը կարող են ազդակներ պարունակել տնտեսությունում ձևավորված համեմատաբար թույլ պահանջարկի միջավայրի վերաբերյալ: Ավելին՝ աշխարհաքաղաքական և տարածաշրջանային գործոններով պայմանավորված անորոշությունների աճը և դրանց երկար պահպանումը կարող են բացասական ազդել թե՛ սպառման, թե՛ ներդրումների աճի վրա: Միաժամանակ, ՀՀ շուրջ աշխարհաքաղաքական դրական զարգացումների պայմաններում, տարածաշրջանային տրանսպորտային կապերի հնարավոր ապաշրջափակումը կարող է բարելավել ներդրումային միջավայրը և նպաստել տնտեսական ակտիվությանը:

ՌԴ-ում ՀՀ աշխատանքային միգրանտների թվի և դեպի ՀՀ դրամական հոսքերի իրական ծավալների շուրջ անորոշությունը ևս պահպանվում է: Վերջին ամիսներին դրամական փոխանցումների աճն արագացել է և գտնվում է պատմական միջին մակարդակի շրջակայքում (գծապատկեր 3.Բ.6), սակայն, հաշվի առնելով ՀՀ-ում վերջին տարիներին արձանագրված բարձր տնտեսական աճը և տնային տնտեսությունների եկամուտների էական ավելացումը, մասնավոր պահանջարկի վրա ազդեցության տեսանկյունից՝ ոչ առևտրային դրամական փոխանցումների դերը զգալիորեն թուլացել է: ՌԴ տնտեսության ընթացիկ դիրքի և միջնաժամկետ հեռանկարի վերաբերյալ մեծ անորոշությունն ու միգրացիոն քաղաքականության խստացումը կարող են լրացուցիչ զսպել դեպի ՌԴ սեզոնային միգրացիոն հոսքերը և կրճատել դրամական փոխանցումների ներհոսքը՝ նպաստելով նաև ՀՀ-ում աշխատուժի առաջարկի աճին և գնանկումային ռիսկերի ձևավորմանը: Միաժամանակ, վերջին շրջանում ռուբլու արժևորման պայմաններում հարաբերական աշխատավարձերի տարբերության ավելացումը կարող է նպաստել այս հոսքերի մեծացմանը:

2026 թ. 1-ին եռամսյակում մասնավոր սպառման աճը զգալիորեն դանդաղել է, այդուհանդերձ, մնում է աճի հիմնական շարժիչ ուժը:

Գծապատկեր 3.Բ.4: ՀՆԱ իրական աճն ըստ ծախսային բաղադրիչների նպաստումների տոկոսային կետ, նախորդ տարվա նույն եռամսյակի նկատմամբ

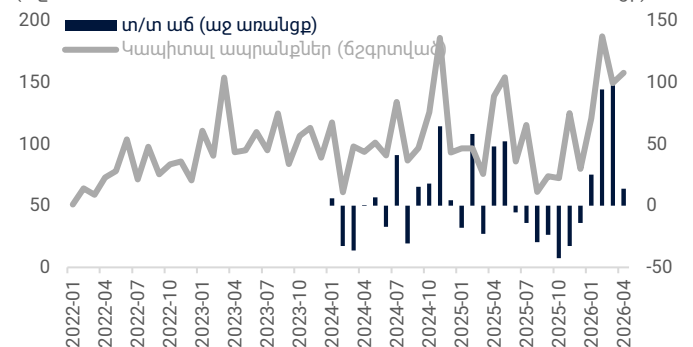


Նշում. գծապատկերում ներառված է են նյութական շրջանառու միջոցների փոփոխության նպաստումները Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Կապիտալ ապրանքների ներմուծման և շինարարության բարձր աճերին համահունչ հիմնական կապիտալում ներդրումներն աճում են:

Գծապատկեր 3.Բ.5: Կապիտալ ապրանքների ներմուծումը

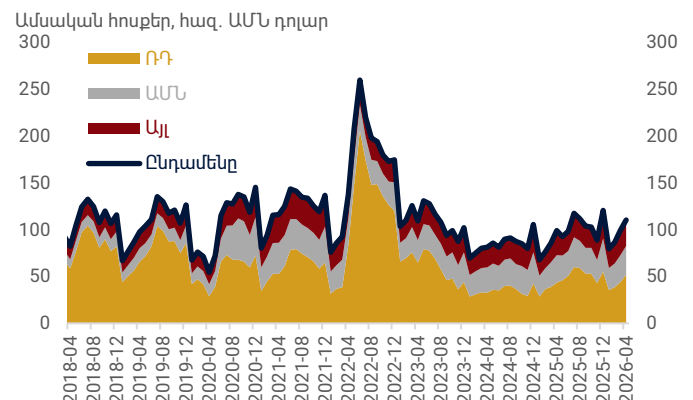
Մյուս դրամ (ծախ առանցք) %, նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ (աջ առանցք)



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Դեպի ՀՀ դրամական փոխանցումների հեռանկարը մնում է անորոշ՝ ՌԴ տնտեսական զարգացումների և միգրացիոն քաղաքականության խստացման պայմաններում:

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



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Արտաքին պահանջարկ և առևտուր

2025 թվականի 4-րդ եռամսյակում ընթացիկ հաշվի պակասուրդը, ոչ կառուցվածքային գործոնների մասնակի ճշգրտման և ներքին պահանջարկի ընդլայնման պայմաններում, զգալի խորացել է (գծապատկեր 3.Բ.7): Միաժամանակ, ՀՀ տեղական ապրանքների նկատմամբ արտաքին պահանջարկը դեռևս բարձր է: Սա արտահայտվում է ինչպես զբոսաշրջային հոսքերի, այնպես էլ ապրանքների և, հատկապես, ծառայությունների արտահանման բարձր աճով: Մասնավորապես՝ ՏՏ ծառայությունների արտահանումը պահպանվում է բարձր մակարդակում՝ 2025 թ. 4-րդ եռամսյակում կազմելով ՀՆԱ 4.4%-ը, իսկ ֆինանսական ծառայությունների արտահանումը՝ 1.7%-ը: Այդուհանդերձ, արտաքին պահանջարկի հեռանկարի հետ կապված անորոշությունները պայմանավորված են աշխարհաքաղաքական զարգացումներով և ՌԴ տնտեսության վատթարացման շուրջ ռիսկերով: Այս համատեքստում, հաշվի առնելով արտաքին առևտրի կառուցվածքում ՌԴ նշանակալի դերը, ՌԴ տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների հետագա թուլացումը միջնաժամկետում կարող է բացասական հետևանքներ ունենալ թե՛ առևտրային, թե՛ զբոսաշրջային հոսքերի վրա:

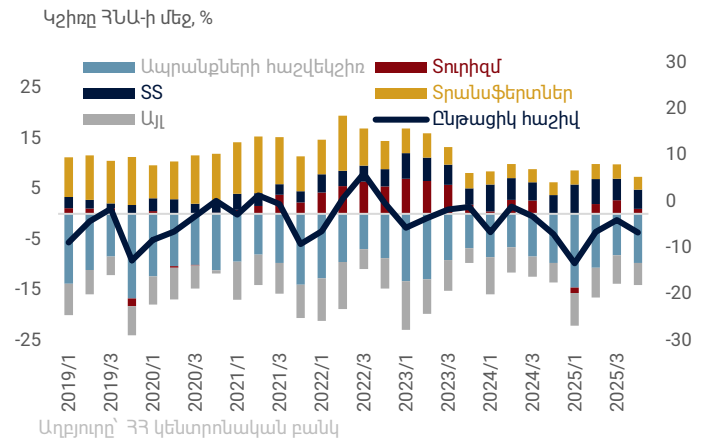
Ընթացիկ հաշվի պակասուրդ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը 2025 թ. շարունակել է վատթարանալ, իսկ դրա հավասարակշիռ մակարդակի շուրջ անորոշությունը զգալիորեն մեծացել է: Այսպես, վերջին տարիներին տնտեսական բացվածության ընդլայնման և միջազգային կապիտալի շուկաներին ավելի սերտ ինտեգրման, երկրի ռիսկի հավելվածների հնարավոր նվազման պայմաններում ընթացիկ հաշվի պակասուրդի հավասարակշիռ մակարդակը կարող էր ավելի խորանալ: Դրա մասին են վկայում նաև կապիտալի մեծածավալ հոսքերը (գծապատկեր 3.Բ.7.1) և, հատկապես, խորացող ընթացիկ հաշվի պակասուրդի պայմաններում դրամի արժևորման ճնշումները: Մյուս կողմից՝ դիտարկվող պակասուրդը կարող է արտացոլել բարձր և ընդլայնվող ներքին պահանջարկը: Այս դեպքում ընթացիկ հաշվի պակասուրդը զգալի գերազանցում է իր հավասարակշիռ մակարդակը (առավել մանրամասն տե՛ս ներգիր 1)՝ պահանջելով տնտեսական քաղաքականության համապատասխան արձագանք:

Այս համատեքստում իրական փոխարժեքի հիմնարար մակարդակի շուրջ ևս առկա են տարբեր մեկնաբանություններ, որոնք սերտորեն կապված են ընթացիկ հաշվի պակասուրդի հավասարակշիռ մակարդակի վերաբերյալ քննարկումների հետ: Փաստարկներից մեկն այն է, որ 2022 թվականից ի վեր իրական արդյունավետ փոխարժեքի արժևորումն արտացոլում է արտադրողականության և թողարկման ներուժային աճի նշանակալի ավելացում, ինչը ենթադրում է կառուցվածքային առումով ավելի արտադրողական տնտեսություն՝ զգալիորեն ավելացող երկարաժամկետ արտահանման ներուժով և արտադրական կարողություններով: Դա հիմնավորում է փոխարժեքի հիմնարար արժևորման փաստարկը և ընթացիկ հաշվի հարաբերականորեն ավելի ցածր հավասարակշիռ մակարդակը (գծապատկեր 3.Բ.8): Հակառակ դեպքում, եթե տնտեսական աճը հիմնականում պարբերաշրջանային բնույթ է կրել, դա կհիմնավորի իրական արդյունավետ փոխարժեքի պարբերաշրջանային, ոչ հիմնարար արժևորումը, և դրա հետագա ճշգրտումը, հավանաբար, կարտացոլվի ընթացիկ հաշվի պակասուրդի ավելի մեծ ճշգրտմամբ:

Հարկ է նաև նշել, որ ՀՀ դրամի իրական արդյունավետ փոխարժեքի որոշակի արժեզրկումը վերջին եռամսյակների ընթացքում հիմնականում պայմանավորված է եղել նավթի բարձր գների պայմաններում ռուբլու փոխարժեքի պարբերաշրջանային արժևորմամբ և, հետևաբար, էականորեն չի փոխում վերջին տարիներին արձանագրված իրական փոխարժեքի արժևորման միտումների վերաբերյալ քննարկված գնահատականները:

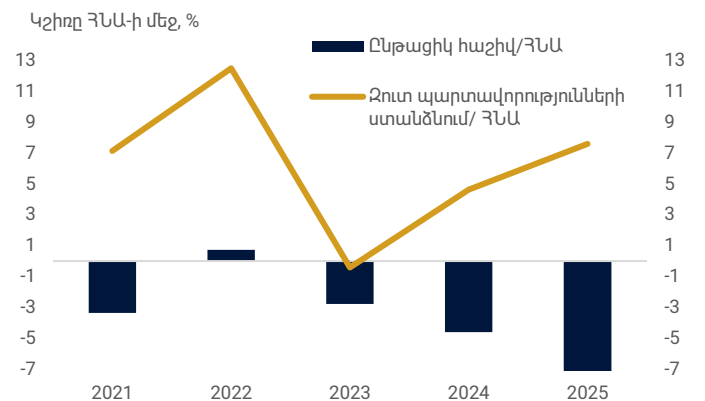
Արդյո՞ք 2025 թ. ընթացիկ հաշվի պակասուրդ/ՀՆԱ հարաբերակցության զգալի խորացումը վկայում է ավելցուկային ներքին պահանջարկի մասին:

Գծապատկեր 3.Բ.7. Ընթացիկ հաշիվ



Կապիտալի զգալի ներհոսքը և փոխարժեքի արժևորման ճնշումները, միգրացի, ազդակ են ընթացիկ հաշվի հավասարակշիռ մակարդակի խորացման վերաբերյալ:

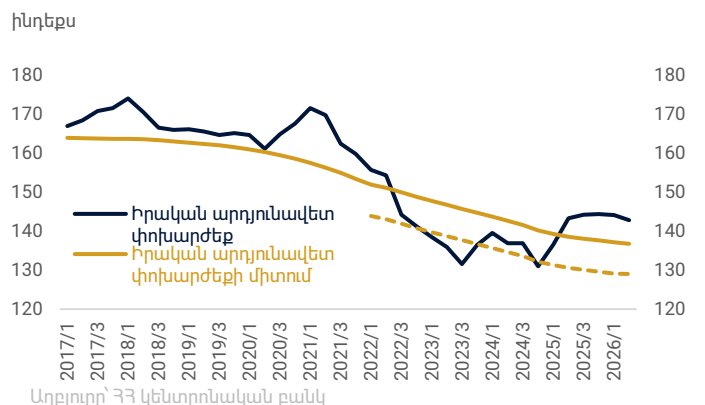
Գծապատկեր 3.Բ.7.1 Ընթացիկ հաշվի պակասուրդ և զուտ պարտավորությունների ստանձնում/ՀՆԱ հարաբերակցությունը



Աղբյուրը՝ ՀՀ կենտրոնական բանկ

Իրական փոխարժեքի պարբերաշրջանային դիրքի վերաբերյալ բարձր անորոշությունը պահպանվում է:

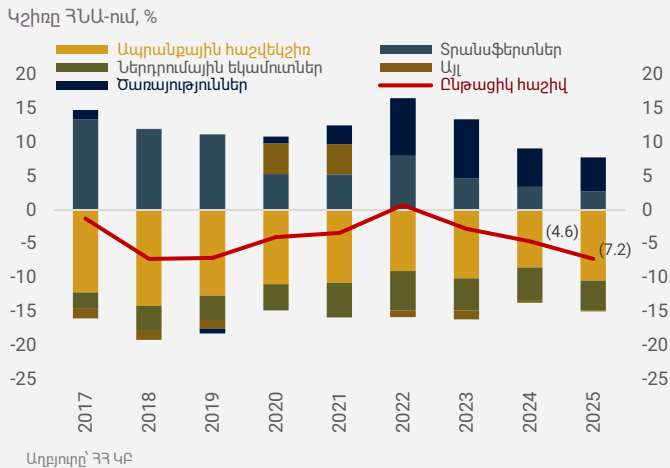
Գծապատկեր 3.Բ.8. Իրական արդյունավետ փոխարժեքը դոլարի, եվրոյի և ռուբլու նկատմամբ (ցուցանիշի նվազումը նշանակում է դրամի արժևորում)



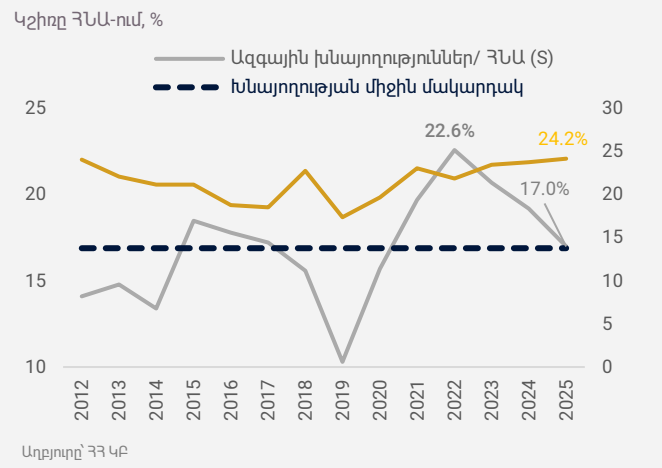
Ներգիր 1. Ընթացիկ հաշվի պակասուրդի խորացման հիմնական գործոնները ՀՀ-ում

Ընթացիկ հաշվի արտացոլում է տնտեսությունում խնայողությունների (S) և ներդրումների (I) համեմատական դիրքը ($CA=S-I$) և դրա փոփոխությունը ժամանակի ընթացքում՝ արժեքավոր ազդակներ պարունակելով ընդհանուր տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների և դրա առանձին հատվածներում անհաշվեկշռվածությունների վերաբերյալ: Հարկ է նշել, որ 2022 թվականից ի վեր արտաքին պահանջարկի աստիճանական կարգավորման, արտաքին առևտրի կառուցվածքում որոշ, ժամանակավոր գործոնների դերի զգալի թուլացման, ինչպես նաև, հատկապես 2025 թվականի ընթացքում ներքին պահանջարկի ընդլայնման պայմաններում, ընթացիկ հաշվի պակասուրդը Հայաստանում շարունակաբար խորացել է՝ 2025 թ. արդյունքներով հասնելով ՀՆԱ-ի շուրջ 7.2%-ին՝ նախորդ տարվա 4.6%-ի համեմատությամբ (գծապատկեր Ն.1.1): Չնայած ընթացիկ հաշվի զգալի վատթարացումը, առաջին հայացքից, կարելի է ընկալել որպես համախառն պահանջարկի ընդլայնման հետևանք, դրա մեկնաբանությունները կարող են տարբեր լինել՝ կախված տնտեսությունում ներդրումների և խնայողությունների հարաբերական դիրքի փոփոխությունից, պակասուրդի ֆինանսավորման աղբյուրներից, ինչպես նաև ներգրավվող ռեսուրսների օգտագործման ուղղություններից¹:

Գծապատկեր Ն.1.1. ՀՀ ընթացիկ հաշիվը



Գծապատկեր Ն.1.2. Ազգային խնայողություններ և ներդրումներ



Այս համատեքստում ընթացիկ հաշվի փաստացի զարգացումները կարող են մեկնաբանվել երկու այլընտրանքային, սակայն միմյանց չբացառող տեսանկյուններից.

- **Ընթացիկ հաշվի հավասարակշիռ մակարդակի փոփոխություն.** կապիտալի համաշխարհային շուկաներին ավելի խորը ինտեգրման և հիմնարար գործոնների ազդեցությամբ երկրի ռիսկի հավելավճարի նվազման արդյունքում՝ դեպի ՀՀ կապիտալ ներհոսքի կայուն, էական աճ, ինչը կարող է խորացնել ընթացիկ հաշվի պակասուրդի նորմը (հավասարակշիռ մակարդակը)² ձևավորելով նոր հավասարակշիռ մակարդակ: Այս դեպքում, սովորաբար, տնտեսությունում աճում են ներդրումները՝ խնայողությունների համեմատաբար կայուն միջավայրի պայմաններում: Հատկանշական է, որ վերջին տարիներին արձանագրվում է ոչ ռեզիդենտների կողմից հայկական ակտիվների նկատմամբ նախապատվության նկատելի աճ՝ արտահայտվելով ինչպես ՀՀ պետական դրամային պարտատոմսերի պորտֆելի, այնպես էլ ավանդառի և այլ պարտքային գործիքների նկատմամբ պահանջարկի զգալի աճով: Վերոնշյալ զարգացումների մասին են վկայում, ի հեռուկա ընթացիկ հաշվի պակասուրդի խորացման, դրամի փոխարժեքի արժևորման շարունակական ճնշումները: Դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից նկարագրված հիմնարար գործոնների ազդեցության թերազնահատումը կարող է հանգեցնել տնտեսությունում ներքին պահանջարկի անհարկի զգալի միաժամանակ խթանելով կապիտալի ներհոսքը: Մյուս կողմից՝ քաղաքականության դիրքի արագ ճշգրտումը կարող է խիստ անցանկալի հետևանքներ ունենալ՝ հաշվի առնելով պահանջարկի լրացուցիչ խթանման հանգամանքը, հատկապես, եթե դրանք արդեն իսկ բարձր են³: Ամփոփելով նշենք, որ նկարագրված սցենարից բխող մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարումը միայն դրամավարկային քաղաքականության գործիքակազմով կարող է արդյունավետ չլինել՝ պահանջելով մակրոտնտեսական տարբեր քաղաքականությունների խելամիտ համադրում⁴: Պետք է նաև նշել, որ եթե կապիտալի զգալի ներհոսքը պայմանավորված է ոչ թե ՀՀ տնտեսության հիմնարարների բարելավմամբ, այլ, օրինակ, համաշխարհային ֆինանսական պարբերաշրջանի, ռիսկի հանդուրժողականության փոփոխության արդյունք է, դա ևս որոշակիորեն սահմանափակում է դրամավարկային քաղաքականության ճկունությունը՝ առաջացնելով դժվար կառավարելի երկընտրանքներ և հիմնավորելով այլ գործիքակազմի կիրառման անհրաժեշտություն⁴:

Պարբերաշրջանային վատթարացում: Ընթացիկ հաշվի պակասուրդի ընդլայնումը կարող է արտացոլել բարձր ներքին պահանջարկի պայմանները՝ պայմանավորված ինչպես սպառողական, այնպես էլ ներդրումային պահանջարկի ընդլայնմամբ: Այսպես, ազգային խնայողությունների մակարդակը 2022 թվականի ՀՆԱ-ի շուրջ 23% մակարդակից, անորոշությունների թուլացման և ապագա եկամուտների կայունության շուրջ սպասումների բարելավման, ինչպես նաև պետական, հատկապես սոցիալական ծախսերի զգալի ընդլայնման և այլ գործոնների ազդեցությամբ, աստիճանաբար նվազել է՝ 2025 թ. մոտենալով 17%-ին (գծապատկեր Ն.1.2): Դրամավարկային քաղաքականության համատեքստում, սա կարևոր ազդակներ է պարունակում տնտեսությունում ներքին պահանջարկի պայմանների զգալի բարձրացման տեսանկյունից, ինչի թերազնահատումը կարող է հանգեցնել գնաճային միջավայրի անցանկալի ընդլայնմանը: Այդուհանդերձ, հարկ է նշել, որ ազգային խնայողությունների մակարդակը, չնայած զգալի նվազմանը, գտնվում է պատմական միջին մակարդակներին մոտ:

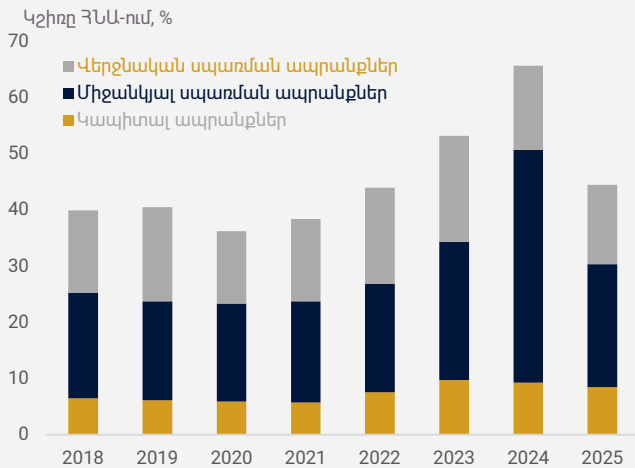
¹ Blanchard, Olivier, and Gian Maria Milesi-Ferretti. 2011. "(Why) Should Current Account Balances Be Reduced?" IMF Staff Discussion Note SDN/11/03. Washington, DC: International Monetary Fund.

² Blanchard, Olivier, Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh, and Marcos Chamon. 2016. "Capital Flows: Expansary or Contractionary?" *American Economic Review*

³ Ostry et al., "Capital Inflows: The Role of Controls", IMF (2010), Korinek & Sandri, "Capital Controls or Macroprudential Regulation?" IMF (2015)

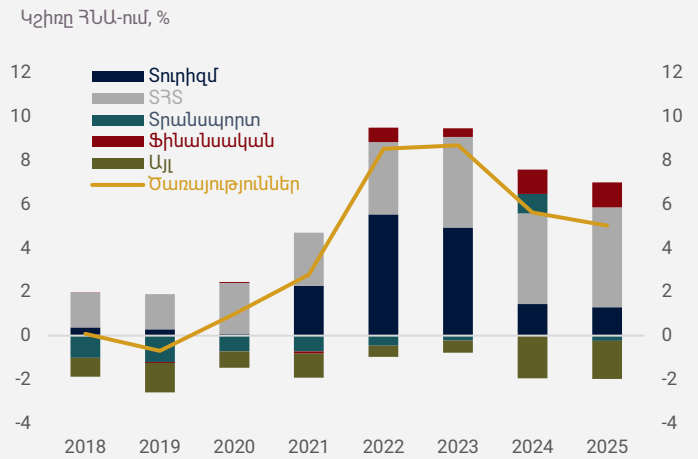
⁴ Rey, "Dilemma not Trilemma", NBER (2015)

Գծապատկեր Ն.1.3. Ներմուծումը ըստ նշանակության



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

Գծապատկեր Ն.1.4. Ծառայությունների հաշվեկշիռը ՀՆԱ-ում



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

Միաժամանակ, վերջին տարիների ընթացքում, ապագայի նկատմամբ սպասումների բարելավման, այդ թվում՝ անվտանգային ռիսկերի աստիճանական թուլացման և պետական ներդրումների ընդլայնման պայմաններում, ներդրումների կշիռը ՀՆԱ-ում, մինչև համավարակային ժամանակահատվածի համեմատությամբ, զգալիորեն աճել է՝ ձևավորվելով 21%-ի շուրջ (գծապատկեր Ն.1.2): Սա համահունչ է նաև բիզնես վարկավորման շարունակական բարձր աճի ցուցանիշների, ինչպես նաև կապիտալ ապրանքների ներմուծման աճի և բարձր մակարդակներում պահպանման հետ (գծապատկեր Ն.1.3): Արդյունքում աստիճանաբար ընդլայնվում են ՀՀ արտահանման կարողությունները՝ ձևավորելով ընթացիկ հաշվի ապագա պակասուրդի կայուն ֆինանսավորման հնարավորություններ: Ավելին՝ ապրանքային արտահանման կարողությունների ընդլայնմանը զուգահեռ, վերջին տարիներին զգալիորեն աճել է նաև ծառայությունների ոլորտի արտահանումը: Այսպես, եթե ՏՏ ոլորտի զուտ արտահանումը ՀՆԱ-ում 2019 թ. կազմում էր շուրջ 1.6%, ապա 2025 թ. այն կազմել է արդեն 4.5%, իսկ ֆինանսական ծառայությունների արտահանումը՝ 0%-ից 1.2% (գծապատկեր Ն.1.4): Այդուհանդերձ, հարկ է նաև նշել, որ դեպի ՀՀ կապիտալի ներհոսքը մեծ մասամբ պարտքային գործիքների տեսքով է և բանկային համակարգի կողմից միջնորդավորված, ինչը որոշակի ռիսկեր է ստեղծում դրանց կայունության վերաբերյալ, իսկ ներգրավվող արտաքին ռեսուրսների մի մասն ուղղվում է նաև համեմատաբար ցածր արտադրողականությամբ և ոչ արտահանելի ոլորտներ, մասնավորապես՝ շինարարության ոլորտ, որի ազդեցությունը տնտեսության ապագա արտահանման կարողությունների վրա հնարավորինս սահմանափակ է:

Ամփոփելով նշենք, որ ընթացիկ հաշվի և, հետևապես, նաև իրական փոխարժեքի դիրքի շուրջ անորոշությունը զգալիորեն բարձր է, իսկ վերը նկարագրված սցենարների թերազնահատումն էական խնդիրներ կարող է առաջադրել՝ նվազագույն ծախսերով գների կայունության ապահովման տեսանկյունից: Այս առումով՝ ընթացիկ հաշվի զարգացումների շարունակական մշտադիտարկումն ու դրանցից բխող հավանական ազդեցությունների գնահատումը մնում է քաղաքականության ընթացիկ փուլի կարևոր հրամայականը:

Հարկաբյուջետային քաղաքականություն

Պետական բյուջեի հարկային եկամուտները 2026 թ. առաջին ամիսներին շարունակել են ավելանալ բարձր տեմպերով՝ նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի համեմատությամբ գրանցելով շուրջ 14% աճ: Սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր տնտեսական ակտիվության և գնաճի արձանագրման պայմաններում հարկային եկամուտները գերակատարվում են՝ մեղմելով կենսաթոշակների և սոցիալական ծախսերի աճի արդյունքում պակասուրդի ընդլայնման ռիսկերը: Մյուս կողմից՝ հաշվի առնելով աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները և որոշակի դանդաղման ռիսկերը, հարկային վարչարարության հետագա բարելավման հնարավորությունները կարող են սահմանափակ լինել (գծապատկեր 3.Բ.9, սց. 1):

Պետական բյուջեի ծախսերը, պատմական միտումներին համահունչ, թերակատարվում են՝ հիմնականում արտահայտելով կապիտալ ծախսերի ցածր կատարողականը: Ընթացիկ ծախսերի աճի տեմպերը, այդ թվում պայմանավորված սոցիալական և առողջապահական հատկացումներով, շոշափելի են: Մասնավորապես՝ սոցիալական նպաստների և կենսաթոշակների գծով ընթացիկ ծախսերը հունվար-ապրիլին աճել են մոտ 22%-ով: Միաժամանակ, հաշվի առնելով առկա բարձր պահանջարկը՝ առողջապահության համընդհանուր ապահովագրության ուղղությամբ պլանավորված հատկացումների գերազանցման և, հետևապես, հարկաբյուջետային քաղաքականության՝ առավել ընդլայնող դիրքի ձևավորման ռիսկերը պահպանվում են, որոնք կարող են նաև հանգեցնել առողջապահական ծառայությունների լրացուցիչ գնաճի (գծապատկեր 3.Բ.9, սց. 2):

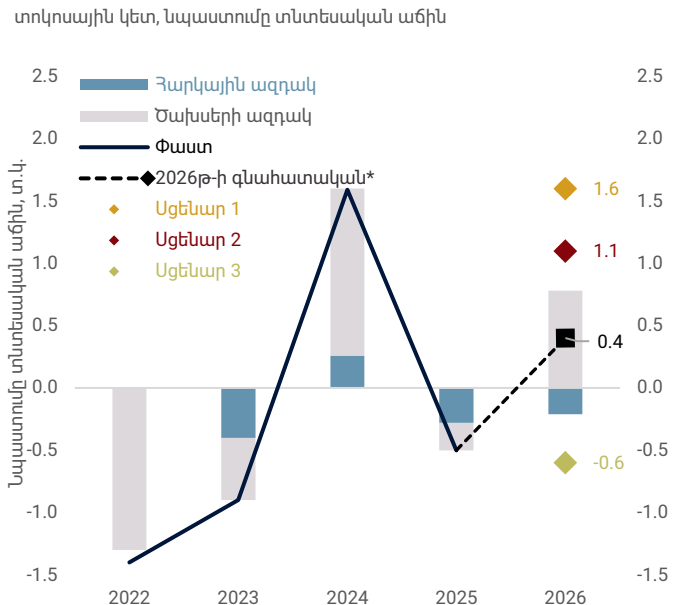
Մինևս նույն ժամանակ, արտաքին միջավայրում ձևավորվող զարգացումները, մասնավորապես՝ ՌԴ կողմից ներմուծման պայմանների զգալի խստացումը, կարող է լրացուցիչ հարկաբյուջետային արձագանքի անհրաժեշտություն առաջացնել, այդ թվում տնտեսության առանձին հատվածների ֆինանսավորման և աջակցության միջոցառումների կիրառման տեսքով: Այսպիսի զարգացումները կարող են ճնշումներ գործադրել բյուջեի պակասուրդի և պետական պարտքի ավելի բարձր մակարդակների ձևավորման համատեքստում որոշակի ճնշումներ գործադրելով երկրի ռիսկի հավելավճարի վրա՝ հաշվի առնելով հարկաբյուջետային տարածության սահմանափակությունը: Այդուհանդերձ, պետք է նշել, որ վերոնշյալ ուղղությամբ հաստատված աջակցության փաթեթի ծավալը դեռևս փոքր է:

Մյուս կողմից՝ պայմանավորված կապիտալ ծախսերի կառուցվածքի զգալի փոփոխությամբ՝ դրանց կատարման և տնտեսության վրա ազդեցության շուրջ մեծ անորոշությունը պահպանվում է: Չնայած ՀՀ տնտեսության ենթակառուցվածքների բարելավմանն ուղղված ծախսերի որոշակի աճին և կատարողականի աստիճանական բարձրացմանը՝ լայնածավալ կապիտալ ծախսեր կատարելու կարողությունների սահմանափակության պայմաններում, այդ ծախսերի թերկատարման, հետևաբար՝ նաև պահանջարկի վրա ավելի թույլ ազդեցության ռիսկերը պահպանվում են (գծապատկեր 3.Բ.9, սց. 3):

Արդյունքում՝ առաջիկայում հիմնական անորոշությունները կապված են եկամուտների աճի սահմանափակ հնարավորությունների և ընթացիկ ու կապիտալ ծախսերի կատարողականի համատեքստում բյուջեի պակասուրդի և պետական պարտքի ուղեգծի հետ: Սա, իր հերթին, անորոշություններ է պարունակում երկրի ռիսկի հավելավճարի վրա ազդեցության տեսանկյունից:

Հարկաբյուջետային քաղաքականության՝ համախառն պահանջարկի վրա ազդեցության շուրջ մեծ անորոշությունը պահպանվում է:

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



Աղբյուր՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ
*Նշում: Գնահատականը ներառում է 2026 թ. ապրիլից թոշակների և նպաստների բարձրացումը:

Գծապատկեր 3.Բ.9-ի վերաբերյալ նշումներ.

Սցենար 1. Հարկային վարչարարության սահմանափակ հնարավորություններ տնտեսական աճի հնարավոր դանդաղման համատեքստում:

Սցենար 2. Առողջապահությանն ուղղված ծախսերի գերակատարում հարկային եկամուտների ծրագրի ամբողջական կատարման պայմաններում:

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

Գ. Աշխատանքի շուկայի և գնաճի զարգացումներ

Աշխատուժի առաջարկ և պահանջարկ

2025 թվականի 4-րդ եռամսյակում գործազրկության մակարդակը Հայաստանում աճել է՝ կազմելով 13.1% և գտնվելով պատմական միջին մակարդակներից ցածր: Հարկ է նշել, որ, ըստ աշխատուժի հետազոտության արդյունքների, 2025 թվականի 4-րդ եռամսյակում, նախորդ տարվա նույն եռամսյակի համեմատությամբ, աշխատանքային ռեսուրսներն ավելացել են, որոնք, սակայն, հիմնականում հաշվառվել են տնտեսապես ոչ ակտիվ բնակչության կազմում, իսկ զբաղվածների թիվը նվազել է: Մյուս կողմից՝ ըստ ՊԵԿ-ի տվյալների, պաշտոնապես գրանցված աշխատողների թիվը շարունակում է կայուն տեմպերով աճել, ինչը, տնտեսության ակտիվությանը համահունչ, աշխատուժի նկատմամբ բարձր պահանջարկի ազդակ է փոխանցում: Այնուամենայնիվ, հարկ է փաստել, որ գրանցված աշխատողների թվի ավելացումն արտացոլում է նաև տնտեսության ոչ ֆորմալ զբաղվածությունից աշխատուժի տեղաշարժը դեպի ֆորմալ հատված:

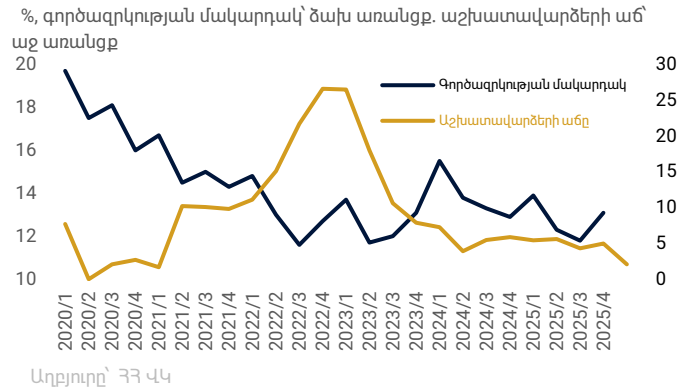
Մասնավոր անվանական աշխատավարձերի միջին աճը 2026 թ. 1-ին եռամսյակում դանդաղել է՝ կազմելով տ/տ 2.1% (գծապատկեր 3.Գ.1): Աշխատավարձերի աճի դանդաղումն առավելապես պայմանավորված է ֆինանսական ոլորտով և չի կրել համատարած բնույթ: Արդյունքում՝ աշխատավարձերի աճը, առանց ֆինանսական ոլորտի, շարունակել է կայունաճ տ/տ 5%-ի շուրջ, իսկ աճի կենտրոնացվածությունը՝ էականորեն նվազել, ինչը կարող է տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների կայունացման ազդակներ պարունակել: Ավելին՝ որոշ ազդակներ մատնանշում են նաև վերջին տարիներին գործազրկության բնական մակարդակի աստիճանաբար նվազման և 11–13% միջակայքում ձևավորման մասին: Դրան կարող էին նպաստել 2022 թ-ից արտադրողականության և արտահանման կարողությունների ընդլայնումը, բարձր որակավորում ունեցող աշխատուժի ինտեգրումը և երկարաժամկետ հաստատումը ՀՀ տնտեսությունում, էլեկտրոնային հարթակների զարգացմամբ պայմանավորված՝ աշխատատեղերի և աշխատուժի համապատասխանեցման արդյունավետության բարձրացումը և այլ գործոններ: Մյուս կողմից՝ աշխատավարձերի աճի կենտրոնացվածության թուլացումը և ծառայությունների ոլորտի (առանց ֆինանսական և ՏԿ) աշխատավարձերի աճի արագացումը 1-ին եռամսյակում մինչև տ/տ 7.7%, կարող են վկայել տնտեսությունում համեմատաբար բարձր պահանջարկի պայմանների մասին:

Մեծ են անորոշությունները՝ կապված դեպի ՌԴ սեզոնային միգրացիայի միտումների, ՀՀ աշխատաշուկային մասնակցության մակարդակի, ինչպես նաև աշխատուժի կազմում տնտեսապես ոչ ակտիվ բնակչության ինտեգրման արագության հետ: Մի կողմից՝ ՌԴ տնտեսության աճի հեռանկարի շուրջ առկա անորոշությունները, ինչպես նաև ՌԴ-ում միգրացիոն կարգավորումների խստացումը կարող են սահմանափակել արտագնա աշխատանքի հոսքերը՝ հանգեցնելով ՀՀ տնտեսությունում աշխատուժի առաջարկի աճի և գնանկումային ռիսկերի ձևավորման: Մյուս կողմից՝ հաշվի առնելով ռուբլու արժևորումն ու Ռուսաստանում աշխատուժի խորացող պակասորդը կարող ենք այլ միտումներ ձևավորել: Այս համատեքստում, ՌԴ-ից ՀՀ ոչ առևտրային դրամական փոխանցումների ծավալների աճը վերջին ամիսներին, միգրացե, փաստում է այն մասին, որ վերջիններս հիմնականում գերակշռել են միգրացիոն հոսքերը սահմանափակող գործոնների ազդեցությունը:

Ամփոփելով նշենք, որ, չնայած աշխատաշուկայից եկող ոչ միանշանակ ազդակներին, արձանագրվող զարգացումները հիմնականում վկայում են այն մասին, որ վերջին եռամսյակներում աշխատանքի շուկայի անհաշվեկշռվածությունները զգալիորեն թուլացել են:

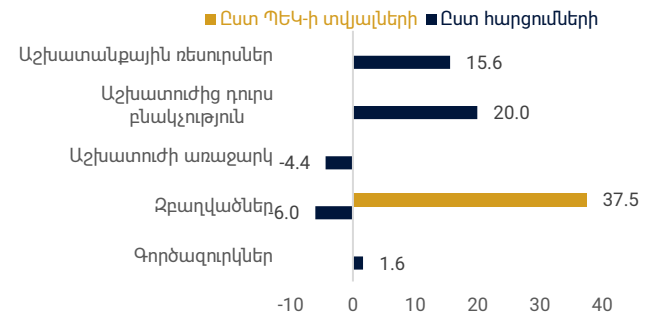
Անհաշվեկշռվածություններն աշխատանքի շուկայում վերջին եռամսյակներում զգալիորեն թուլացել են:

Գծապատկեր 3.Գ.1. Գործազրկության մակարդակ և մասնավոր միջին աշխատավարձերի աճ



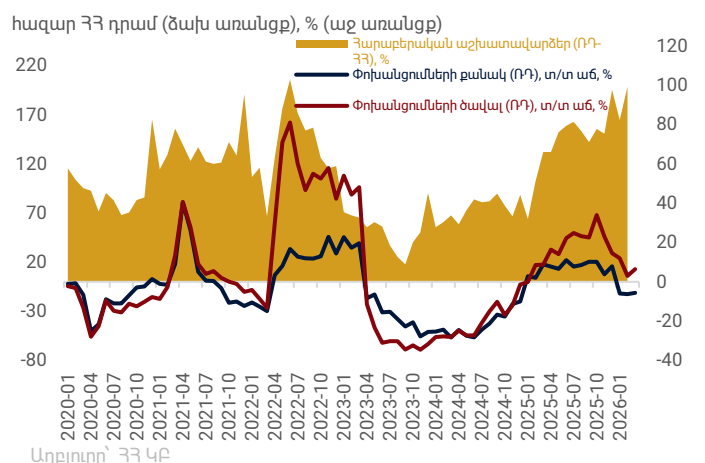
Աշխատուժի հետազոտության արդյունքները համահունչ չեն ՊԵԿ-ի պաշտոնական տվյալներին, ինչը տարբեր մեկնաբանությունների տեղիք է տալիս:

Գծապատկեր 3.Գ.2. Աշխատանքային ռեսուրսների փոփոխությունը, 2025 թ. 4-րդ եռ. / 2024 թ. 4-րդ եռ. հազար մարդ



Դեպի ՌԴ աշխատանքային միգրացիայի հեռանկարը մնում են ՀՀ-ում աշխատուժի առաջարկի ավելացման հիմնական անորոշության աղբյուրներից:

Գծապատկեր 3.Գ.3. ՌԴ-ից ոչ առևտրային դրամական փոխանցումները և շինարարության ոլորտում ՌԴ-ՀՀ աշխատավարձերի տարբերությունը



Գնաճ

2026 թվականի 2-րդ եռամսյակի ընթացքում գնաճը Հայաստանում շարունակել է ձևավորվել թիրախից բարձր մակարդակում՝ մայիսին, նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի նկատմամբ, կազմելով 4.2% (գծապատկեր 3.Գ.4): Վերջինս հիմնականում պայմանավորված է բնականոն գնաճի արագացմամբ, որը ձևավորվել է ավելի բարձր՝ տ/տ 5.1% մակարդակում: Այն, իր հերթին, հիմնականում արտացոլում է ներմուծվող և տեղական ոչ սեզոնային պարենային ապրանքներից փոխանցվող գնաճային միտումները՝ պայմանավորված վերջին եռամսյակներում համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումներով և ներքին տնտեսությունում առաջարկի որոշ գործոնների ազդեցությամբ:

Չնայած առաջարկի հստակ գործոնների առկայությանը՝ բնականոն գնաճի արագացումը վերջին ամիսներին, ըստ ապրանքախմբերի, կրում է ավելի համատարած բնույթ, ինչը, հավանաբար, վկայում է ձևավորված բարձր պահանջարկի պայմանների մասին: Բնականոն գնաճի արագացմանը նպաստել է նաև ծառայությունների գների աճի արագացումը, որը, սակայն, մեծապես պայմանավորվել է առողջապահական ծառայությունների գնաճով և առողջության համապարփակ ապահովագրության համակարգի ներդրման արդյունք է: Հարկ է նաև նշել, որ վերջին ամիսներին նշված ոլորտում նկատվում է գնաճի տեմպի զգալի թուլացում, իսկ երկրորդային ազդեցությունների դրսևորման ռիսկերը որոշակիորեն փոքրացել են (գծապատկեր 3.Գ.5):

Կոշտ գներով բնութագրվող ոչ արտահանելի ապրանքների գնաճը, որը հիմնականում նկարագրում է պահանջարկի միջավայրով և գնաճային սպասումներով պայմանավորված գների վարքագիծը, նույնպես փոքր ինչ աճել է՝ շարունակելով ձևավորվել թիրախին մոտ. մայիսին կազմել է տ/տ 3.4% (գծապատկեր 3.Գ.6): Այդուհանդերձ, պետք է նկատի ունենալ, որ, սովորաբար, կոշտ գներով աչքի ընկնող ապրանքների և ծառայությունների գներն ավելի դանդաղ են արձագանքում տնտեսությունում պահանջարկի միջավայրի ընդլայնմանը/թուլացմանը, իսկ, օրինակ, բնականոն գնաճը վերջին շրջանում արձանագրում է զգալի արագացում՝ 2026 թ. մայիսին կազմելով 3ամ/3ամ տարեկանացված 3.9%:

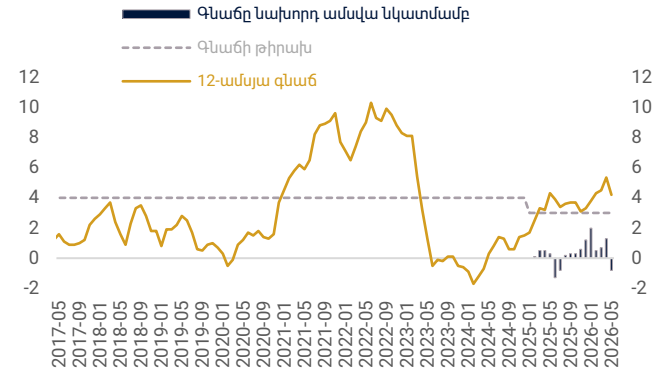
Առաջիկայում հիմնական անորոշությունները կապված են համաշխարհային պարենային շուկաներում ձևավորվող գնաճային միտումների տևականության և, այդ համատեքստում՝ ներքին գների ճշգրտման արագության և չափի հետ: Մասնավորապես՝ ՀՀ-ում գնաճի արագացմանը կարող են նպաստել Մերձավոր Արևելքում անորոշության պահպանման պայմաններում ապրանքահումքային գների աճն ու առևտրային ուղիների խաթարումներից բխող ազդեցությունները, որոնց չափը պայմանավորված կլինի հակամարտության տևողությամբ և մասշտաբներով: Հարկ է նշել, որ նավթի և պարենային ապրանքների համաշխարհային գների բարձրացումը դեռևս մասամբ է արտացոլված տեղական գներում:

Մյուս կողմից՝ առնվազն կարճաժամկետում, ընդհանուր գնաճի վրա կարող են ազդեցություն ունենալ նաև առաջարկի գործոններով պայմանավորված առանձին ապրանքախմբերի գների ճշգրտումները ներքևի ուղղությամբ: Մասնավորապես՝ հաշվի առնելով հատկապես գյուղատնտեսության և սննդի արդյունաբերության ոլորտներում արտահանման ուղղությունների ցածր դիվերսիֆիկացման ու արտահանվող շուկաների հասանելիության և այլ խնդիրները (Մերձավոր Արևելք, Ռուսաստան և այլն), նշված ապրանքախմբերի գծով տեղական շուկայում կարող է ձևավորվել ավելցուկային առաջարկ (տե՛ս ներգիր 2): Վերոնշյալ գործոնների նյութականացման ազդակներ արդեն իսկ նկատվում են գնաճի վարքագծում:

Գնաճը շարունակել է արագանալ՝ հիմնականում պայմանավորված առաջարկի գործոնների ազդեցությամբ:

Գծապատկեր 3.Գ.4. 12-ամսյա գնաճ

%, նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ

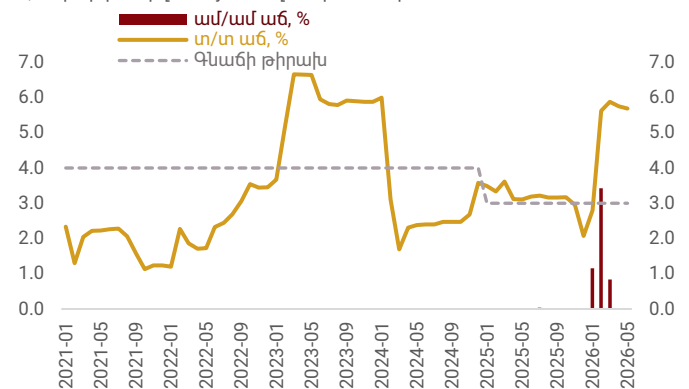


Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Տարեսկզբի բարձր աճերից հետո, գնաճը առողջապահական ծառայությունների ոլորտում զգալի թուլացել է:

Գծապատկեր 3.Գ.5. Գնաճը առողջապահության ոլորտում

%, նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ

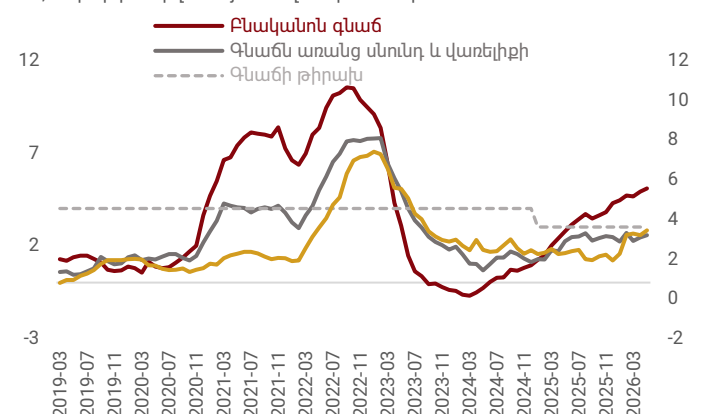


Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Հիմնարար գնաճի ցուցանիշների տարամիտումը երկակի ազդակներ է փոխանցում տնտեսությունում առաջարկի և պահանջարկի հարաբերական դիրքի վերաբերյալ:

Գծապատկեր 3.Գ.6. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները

%, նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ



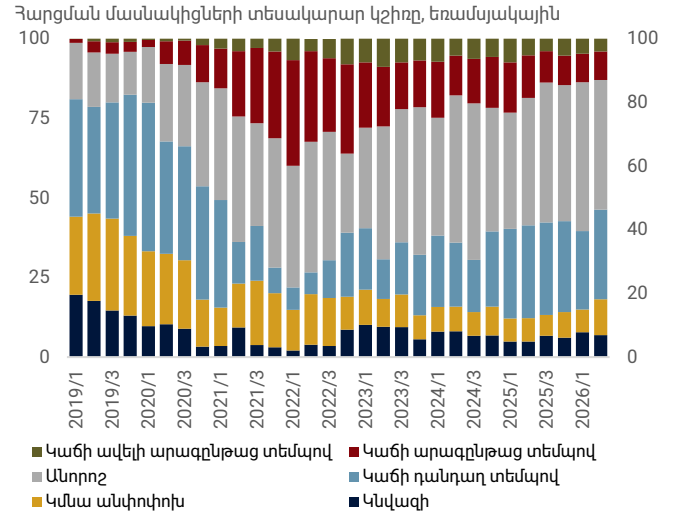
Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Գնաճային սպասումներ

Համաձայն տնային տնտեսությունների գնաճային սպասումների վերաբերյալ ՀՀ ԿԲ-ի կողմից իրականացվող հարցման արդյունքների՝ 2026 թ. 2-րդ եռամսյակում աճել են ինչպես գնաճի ներկայիս մակարդակի շուրջ կայունացման, այնպես էլ դրա չափավոր, դանդաղ աճի սպասումները: Այս փոփոխությունը հիմնականում պայմանավորված է եղել անորոշության նվազմամբ (հարցվողների 41%-ը՝ նախորդ եռամսյակի 47%-ի համեմատությամբ): Մյուս կողմից՝ որոշակիորեն նվազել է նաև գնաճի համեմատաբար բարձր տեմպեր սպասող տնային տնտեսությունների կշիռը (գծապատկեր 3.Գ.7): Վերոնշյալ գնահատականները կարող են վկայել այն մասին, որ, չնայած հիմնականում առաջարկի գործոններով պայմանավորված գնաճային միջավայրի որոշակի ընդլայնմանը, գնաճային սպասումները շարունակում են աստիճանաբար նվազել՝ կայունանալով թիրախային մակարդակի շուրջ: Սրան համահունչ՝ ոչ արտահանելի կոշտ գները և մասնավոր հատվածի աշխատավարձերը շարունակում են ձևավորվել երկարաժամկետ կայուն մակարդակներին մոտ: Այդուհանդերձ, ապագա գնաճի մակարդակի շուրջ անորոշությունը, թեև նվազել է, սակայն դեռևս զգալի է՝ պարունակելով գնաճային սպասումների հնարավոր արագացման ռիսկեր՝ հատկապես հաշվի առնելով պարենային և առավել հաճախ օգտագործվող ապրանքների (salient goods) պահպանվող բարձր գնաճը:

Տնային տնտեսությունների գնաճային սպասումներում անորոշությունն ավելացել է՝ պայմանավորված վերջին շրջանում որոշ պարենային ապրանքների գների վերաբերյալ հանրային ընկալումներով:

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

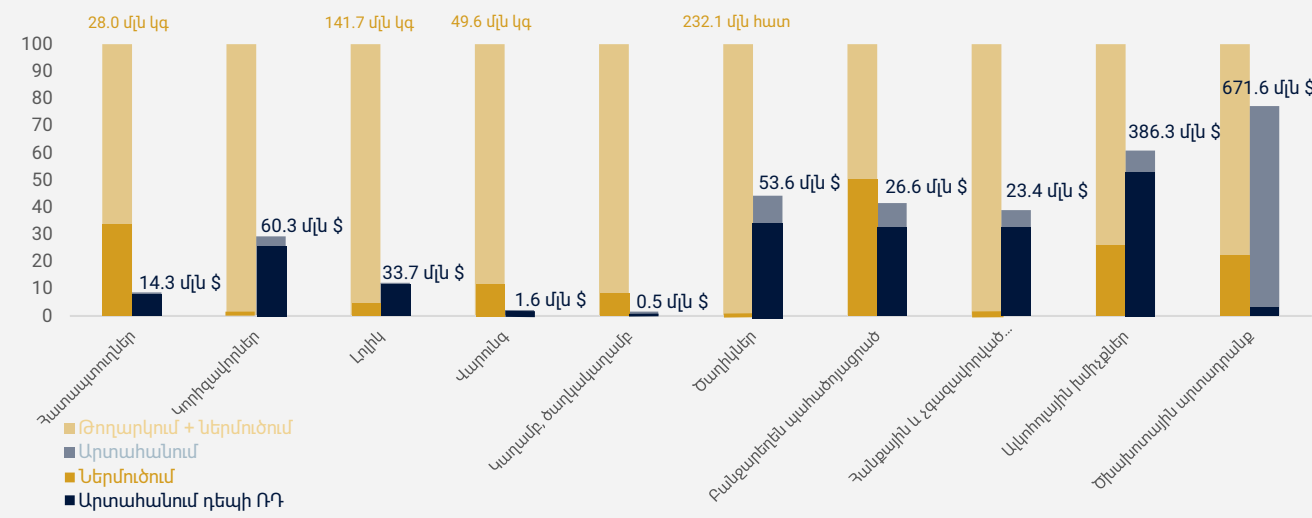


Աղբյուրը՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկ

Ներգիր 2. Արտահանման առանձին շուկաներում առաջացած խնդիրների պայմաններում հնարավոր ավելցուկային առաջարկի ձևավորումը և դրա գնանկումային ազդեցությունը ՀՀ տնտեսության վրա

Չնայած վերջին տարիներին ՀՀ տնտեսության արտահանման կառուցվածքում նկատվում է որոշակի բազմազանեցում, հատկապես՝ արտահանման ուղղությունների առումով, առանձին ապրանքախմբերի գծով կենտրոնացվածության մակարդակը դեռևս զգալի բարձր է։ Մասնավորապես՝ գյուղատնտեսական և մշակող արդյունաբերության թողարկման զգալի մասը արտահանվում է մեկ-երկու հիմնական ուղղություններով։ Օրինակ, ծխախոտը և ծխախոտային արտադրանքը, որը հանդիսանում է մշակող արդյունաբերության խոշորագույն ուղղություններից մեկը, մեծամասամբ արտահանվում է դեպի Մերձավոր Արևելքի երկրներ։ 2025 թվականի արդյունքներով Իրաքին և ԱՄԷ-ին բաժին է ընկնում ծխախոտի արտահանման մոտ 66%-ը՝ շուրջ 443 մլն դոլար։ Մյուս կողմից, գյուղատնտեսական արտադրանքի արտահանման հիմնական ուղղությունը Ռուսաստանն է՝ առանձին ապրանքների դեպքում արտահանման ավելի քան 90% կշռով (գծապատկեր Ն.2.1)։ Արդյունքում, ՀՀ տնտեսությունը շարունակում է զգալի խոցելի մնալ տարածաշրջանային ցնցումների, իրադարձությունների, առանձին տնտեսություններում ներմուծման պայմանների, կարգավորումների խստացման կամ նույնիսկ եղանակային պայմանների նկատմամբ, որոնք ժամանակ առ ժամանակ կարող են հանգեցնել կարևոր ճանապարհների կամ անցակետերի գործունեության խափանումներ։ Սա, իհարկե ազդում է նաև ընդհանուր գնաճի տատանողականության վրա։

Գծապատկեր Ն.2.1. Գյուղատնտեսական ապրանքների և մշակող արդյունաբերության առանձին արտադրանքի գծով ներքին սպառումը և արտահանումը 2025 թվականին

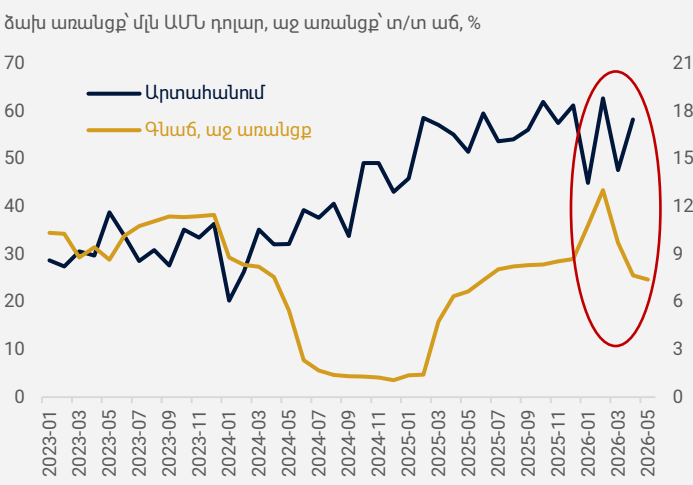


Աղբյուրը՝ ՀՀ վիճակագրության կոմիտե, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Այս պայմաններում, ի հավելումս վերջին շրջանում արտաքին հատվածից ՀՀ փոխանցվող զգալի գնաճային ճնշումների, Մերձավոր Արևելքի հակամարտության երկար պահպանման պարագայում կարող են դրսևորվել նաև որոշ գնանկումային ճնշումներ։ Մասնավորապես՝ ծխախոտային արտադրատեսակների՝ դեպի ՄԱ շուկաներ արտահանման որոշակի դժվարությունների պայմաններում, 2026 թ. մարտ-մայիս ամիսներին արձանագրվել է գնաճի զգալի դանդաղում (գծապատկեր Ն. 2.2)։

Նմանատիպ ազդեցություն կարող է ունենալ նաև Ռուսաստանի կողմից ներմուծման պայմանների ընթացիկ խստացումը, որի հետևանքով 2026 թ. հունիսի 12-ից սահմանափակվում է բուսական ծաղման և մի շարք այլ արտադրանքի արտահանումը դեպի ՌԴ։ Հետևապես, կարելի է ակնկալել, որ Նշված արտադրանքի գծով, առնվազն կարճաժամկետում, ներքին տնտեսությունում կարող է ձևավորվել առաջարկի ավելցուկ՝ համապատասխան գնանկումային ազդեցություններով։ Այդուհանդերձ, հաշվի առնելով վերջին տարիներին ՀՀ տնտեսության ընդլայնումը և արտահանման ծավալների համեմատաբար փոքր կշիռը մի շարք ապրանքների ներքին սպառման մեջ, ինչպես նաև դեպի այլ շուկաներ արտահանման նոր հնարավորությունները, ՀՀ ԿԲ ընթացիկ գնահատումների համաձայն այս գործոնի ազդեցությունը ընդհանուր գնաճի վրա կլինի չափավոր՝ մինչև 0.5-0.6 տ.վ.։ Վերոնշյալ գնահատականի շուրջ անորոշությունը զգալի մեծ է և կախված կլինի ինչպես սահմանափակումների տևողությունից և ընդգրկումից, դեպի նոր շուկաներ ինտեգրման արագությունից, այնպես էլ ներքին պահանջարկի զարգացումներից։ Հավելե՛ք նաև, որ, ԿԲ ընթացիկ դիտարկումների համաձայն, Նշված ապրանքների գծով վերջին շաբաթների ընթացքում նկատվելի գնանկում դեռևս չի արձանագրվում (սեզոնային գործոնները ճշգրտած)։

Գծապատկեր Ն.2.2. Ծխախոտի և ծխախոտային արտադրանքի արտահանումը և գնաճը ՀՀ-ում



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, ՀՀ ԿԿ

Դ. Ֆինանսական շուկայի զարգացումներ

Ֆինանսական շուկայի սպասումները տոկոսադրույքի վերաբերյալ

Համաձայն ՀՀ ԿԲ-ի կողմից 2026 թ. հունիսի 10-ին ֆինանսական շուկայի մասնակիցների շրջանում անցկացված վերջին հարցման արդյունքների՝ մասնակիցները միջինում ակնկալում են քաղաքականության տոկոսադրույքի փոքր ինչ ավելի ցածր ուղեգիծ: Սա, ընդհանուր առմամբ, համահունչ է շուկայի մասնակիցների՝ առաջին եռամսյակի մակրոհարցման արդյունքներին (տե՛ս ներգիր 4), որտեղ մասնակիցները, միջնաժամկետ հորիզոնում, ակնկալում են քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազեցում (շուրջ 6.25%): Այս պարագայում, շուկայի մասնակիցներն ակնկալում են տնտեսական աճի և գնաճի աստիճանական կայուն մակարդակի և թիրախի շուրջ:

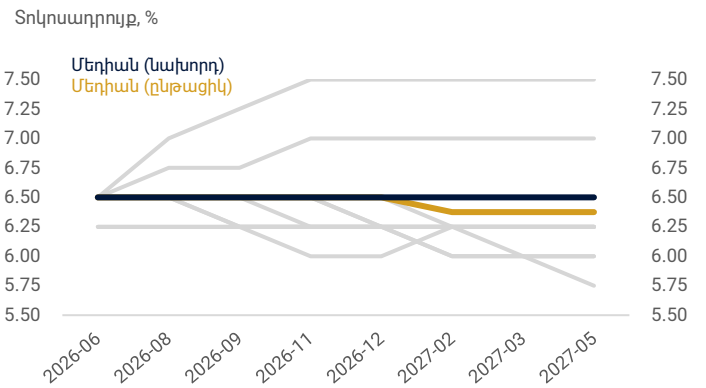
Վերջին ամիսներին եկամտաբերության կորը Հական տեղաշարժերի չի ենթարկվել: Կորի երկարաժամկետ հատվածը, Մերձավոր Արևելքի հակամարտության շուրջ անորոշության թուլացման պայմաններում, շարունակել է կայունանալ 8.5%-ի, իսկ դրա կարճաժամկետ հատվածը (1-2 տարի)՝ 7%-ի շուրջ: Սա, հաշվի առնելով որոշակի, հաստատուն ժամանակային հավելավճարի առկայությունը, համահունչ է նաև ֆինանսական շուկայի մասնակիցների հարցումների արդյունքների հետ՝ արտացոլելով քաղաքականության տոկոսադրույքի թույլ նվազման գնանշումը ֆինանսական շուկայի կողմից:

Չեզոք տոկոսադրույք

Տեստությունում պահանջարկի, աշխատաշուկայի պայմանները և հիմնարար գնաճի զարգացումները վկայում են չեզոքին մոտ քաղաքականության դիրքի առկայության մասին: Այդուհանդերձ, չեզոք տոկոսադրույքի բոլոր բաղադրիչների շուրջ անորոշությունը մեծ է: Այս համատեքստում, ԱՄՆ բյուջեի պակասուրդի բարձր մակարդակներն ու պետական պարտքի հնարավոր, ավելի բարձր ուղեգիծը կարող են հանգեցնել ԱՄՆ չեզոք տոկոսադրույքի աճին: Վերջին շրջանում ՀՀ արտաթուփային պարտատոմսերի սփրեդները շարունակաբար նվազել են (գծապատկեր 3.Դ.6)՝ արտացոլելով թե՛ համաշխարհային, թե՛ ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնները: Այս առումով հիմնական անորոշությունները կապված են այն հարցի հետ, թե որքանով են այս միտումները կրում հիմնարար բնույթ: Վերջին տարիներին ՀՀ-ում արտահանման ծավալների և արտադրական կարողությունների՝ գործընկերների համեմատությամբ ավելի բարձր աճը հանգեցրել է իրական արդյունավետ փոխարժեքի ավելի բարձր հիմնարար արժևորման և դրա սպասումների ձևավորման: Ավելին՝ գնաճի թիրախի նվազեցումը, ինչպես նաև ոչ արտահանելի կոշտ գների համեմատական կայունությունը հավանաբար վկայում են երկարաժամկետ գնաճային սպասումների աստիճանական նվազման և թիրախի շուրջ խարսխման մասին, ինչը ևս հիմնավորում է առավել ցածր մակարդակում չեզոք տոկոսադրույքի ձևավորումը:

Շուկայի մասնակիցներն ակնկալում են քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ փոքր ինչ ավելի ցածր ուղեգիծ:

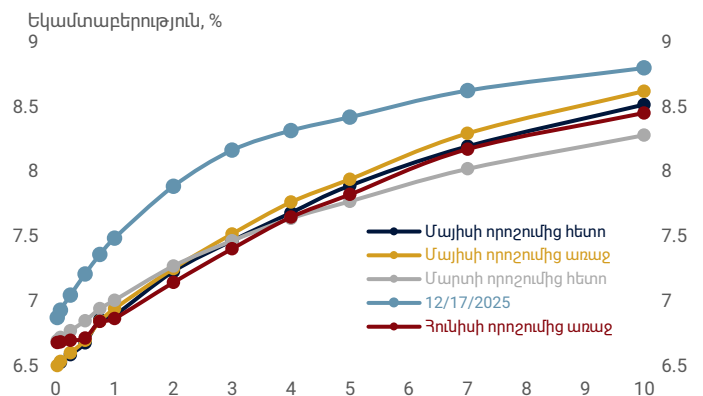
Գծապատկեր 3.Դ.1. Տոկոսադրույքի վերաբերյալ շուկայի սպասումները (10 հունիս, 2026 թ. հարցում), առևտրային բանկեր



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Եկամտաբերության կորի Հական տեղաշարժ չի արձանագրվել:

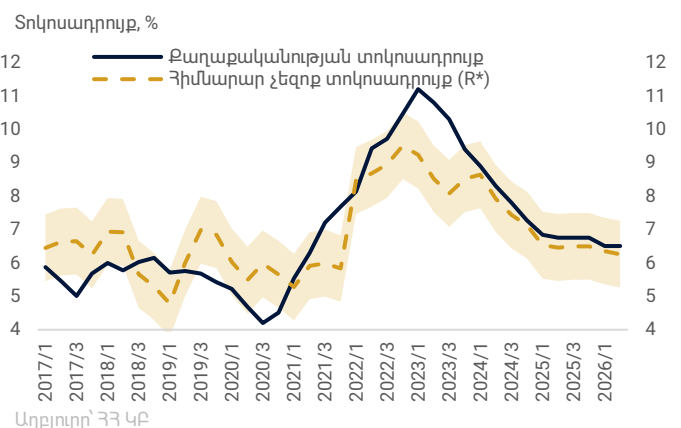
Գծապատկեր 3.Դ.2. Եկամտաբերության կոր



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Որքան խիստ են դրամավարկային պայմանները:

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



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Վարկավորման պայմաններ

2026 թ. երկրորդ եռամսյակում վարկավորման ծավալների աճը ձևավորվել է բարձր մակարդակում՝ ապրիլին կազմելով տ/տ 23.2%, ինչը, հավանաբար, արտացոլում է տնտեսությունում վարկավորման նկատմամբ պահպանվող բարձր պահանջարկը: Միաժամանակ, ՀՀ ԿԲ 1-ին եռամսյակի հարցումները ցույց են տալիս, որ սպառողական և բիզնես վարկերի պահանջարկի աճի վերաբերյալ բանկերի սպասումներն ավելացել են: Մյուս կողմից՝ բիզնես վարկավորման պայմանները, ընդհանուր առմամբ, պահպանվել են կայուն, իսկ սպառողական վարկավորման պայմանները որոշակիորեն դյուրացվել են: Այս առումով, հաշվի առնելով շահույթի և իրացվելիության արձանագրվող բարձր մակարդակները բանկային համակարգում, վարկավորման պայմանների հնարավոր, հետագա թուլացումը կարող է լրացուցիչ նպաստել վարկավորման և տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների ընդլայնմանը:

Անվանական փոխարժեք

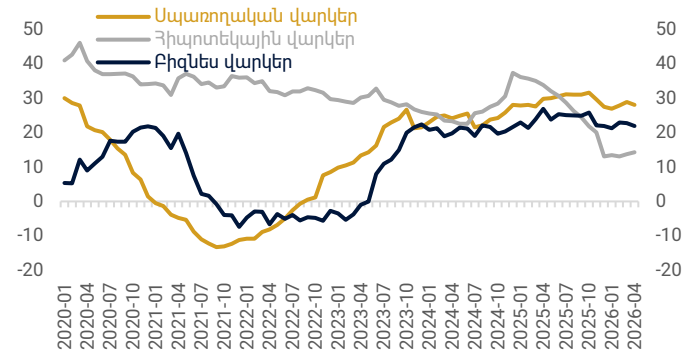
2026 թ. ապրիլ-հունիս ամիսներին ՀՀ դրամի անվանական փոխարժեքն ԱՄՆ դոլարի և եվրոյի նկատմամբ որոշակիորեն արժևորվել է, իսկ ռուբլու նկատմամբ՝ արժեզրկվել (գծապատկեր 3.Բ.5): Սա արտացոլում է ինչպես ՀՀ տնտեսության առանձին ճյուղերում արտահանման ծավալների, զբոսաշրջային և կապիտալ ներհոսքի զգալի աճը, ՀՀ նկատմամբ ներդրողների ավելի դրական սենտիմենտի ձևավորումը, այնպես էլ զարգացումները գործընկեր տնտեսություններում: Առաջիկայում հիմնական ռիսկերն ու անորոշությունները կապված են մի կողմից՝ վերոնշյալ գործոնների կայունության և շարունակականության, մյուս կողմից՝ առաջատար տնտեսություններում դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքների սպասվող ուղեգծի, համաշխարհային պահանջարկի հեռանկարի և զարգացող երկրների նկատմամբ տրամադրվածության հետ: Ավելին՝ տարածաշրջանում պահպանվող անորոշությունները, ինչպես նաև տնտեսությունում ավելի բարձր ներքին պահանջարկի պայմանների առկայության հնարավորությունը կարող են հանգեցնել որոշակի արժեզրկման ճնշումների ձևավորման:

ՀՀ երկրի կարճաժամկետ ռիսկի հավելավճարը վերջին եռամսյակներում նվազել է՝ արտացոլելով թե՛ համաշխարհային, թե՛ ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների ազդեցությունը՝ շարունակաբար ձևավորվելով պատմական ցածր մակարդակներում: Մի կողմից՝ զարգացած երկրներում հարկաբյուջետային ու առևտրային քաղաքականություններից բխող անորոշության, մյուս կողմից՝ զարգացող երկրներում կառուցվածքային բարեփոխումների պայմաններում նկատվել է զարգացող երկրների նկատմամբ տրամադրվածության բարելավում: Միաժամանակ, թեև ՀՀ ռիսկի հավելավճարի զարգացումները հետևել են զարգացող երկրների ընդհանուր միտումներին, այնուամենայնիվ, աստիճանաբար ուժգնանում են ազդակներն այն մասին, որ ՀՀ ռիսկի հավելավճարի ընթացիկ, ցածր մակարդակները կարող են հիմնականում արտացոլել հիմնարարների բարելավումը և ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների ազդեցությունը՝ այդ թվում կապված ՀՀ-ի շուրջ անվտանգային ռիսկերի նվազման ընկալումների հետ: Այս համատեքստում, հիմնական անորոշությունները կապված են այն հարցի հետ, թե որքանով են զարգացող երկրներում, ինչպես նաև ՀՀ-ում նկատվող ընթացիկ միտումները կրում երկարաժամկետ, հիմնարար բնույթ: Սա, իր հերթին, էական անորոշություն է ստեղծում ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի երկարաժամկետ, կայուն մակարդակի և չեզոք տոկոսադրույքի մեկնաբանման տեսանկյունից:

Վարկավորման աճը կարող է արտացոլել բարձր պահանջարկի պայմանները տնտեսությունում:

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

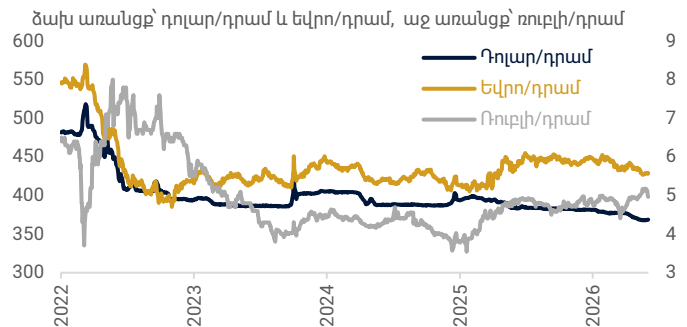
%, Նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

Անվանական փոխարժեքի զարգացումներն արտահայտում են ինչպես արտաքին, այնպես էլ ներքին մի շարք գործոնների ազդեցություններ:

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

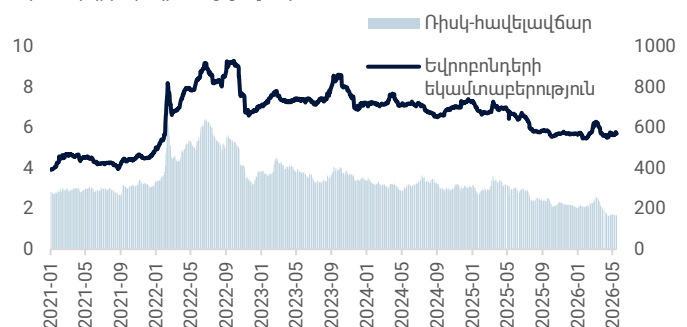


Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

Որքանով են զարգացող երկրներում, ինչպես նաև ՀՀ-ում նկատվող ռիսկի հավելավճարների նվազման ընթացիկ միտումները կրում երկարաժամկետ, հիմնարար բնույթ:

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

Ճախ առանցք՝ %, եկամտաբերություն, աջ առանցք՝ բազիսային կետ, երկրի ռիսկի հավելավճար



Աղբյուր՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, ՀՀ ԿԲ գնահատական

Ներգիր 3. Սցենարների վրա հիմնված՝ ապագային միտված ուղղորդում. շուկայի սպասումների դերը

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

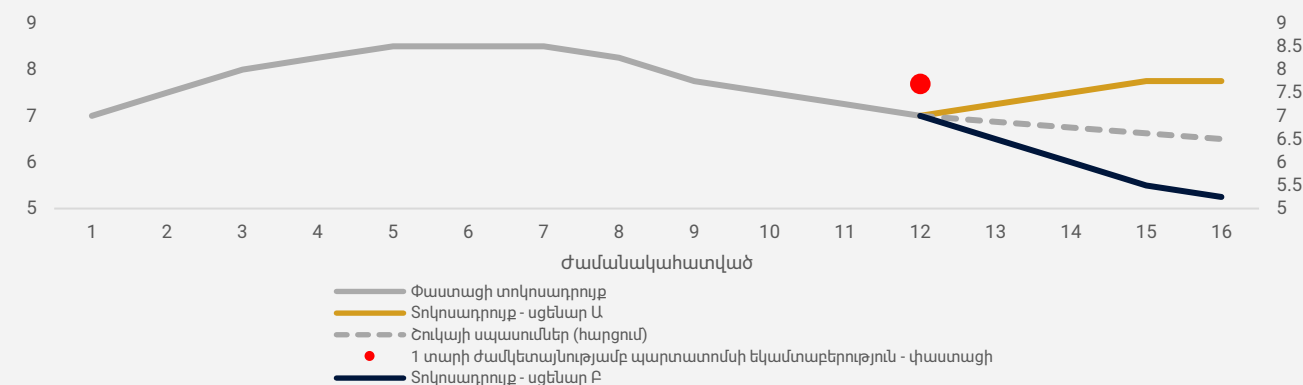
Մինչ ճկուն գնաճի նպատակադրման հայեցակարգային մոտեցումների զարգացումը, դրամավարկային քաղաքականության հաղորդակցումը հիմնականում կենտրոնացված էր ուղղակի գործողությունների, օրինակ՝ կարճաժամկետ տոկոսադրույքների սահմանման վրա: Հասարակության մեծամասնության շրջանակում, սակայն, երկարաժամկետ տոկոսադրույքների համեմատությամբ կարճաժամկետ տոկոսադրույքներն այդքան էլ մեծ շեշտադրում չունեն: Երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա համեմատաբար ավելի մեծ շեշտադրումը բացատրվում է այն հանգամանքով, որ դա այն ժամկետայնությունն է, որով տնային տնտեսություններն ու ձեռնարկությունները սովորաբար վարկեր և փոխառություններ են վերցնում կամ տրամադրում: Երկարաժամկետ տոկոսադրույքների երկու հիմնական բաղադրիչներն են ժամկետայնության ու ռիսկի հավելավճարը և քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծը: Այս բաղադրիչներից քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծը համեմատաբար ավելի կարևոր նշանություն ունի: Գնաճի նպատակադրման ռեժիմի որոշումից հետո ԿԲ տեսակետի և դրա հիմնավորման հաղորդակցման թափանցիկությունը դարձավ վերջինիս արդյունավետության անհրաժեշտ պայմանը: Առավել հստակ հաղորդակցման շնորհիվ ֆինանսական շուկաները, քաղաքականության որոշումների միջև ընկած ժամանակահատվածում, կարողացան ձեռք բերել վերագնահատումներ կատարելու ճկունություն: Ավելին, որոշումների կայացման օրերին քաղաքականություն մշակող մարմինները ոչ միայն սահմանում էին քաղաքականության տոկոսադրույքի ներկայիս մակարդակը, այլ նաև հաղորդակցում էին կարևոր մանրամասներ քաղաքականության որոշումներին առնչվող հարցերի վերաբերյալ, այդ թվում՝ ինչպես կարող է փոփոխվել քաղաքականության տոկոսադրույքը տարբեր զարգացումների, սցենարների և ենթադրությունների պարագայում:

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

Քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ շուկայի սպասումների գնահատման նպատակով օգտագործվում է երեք մոտեցում: Առաջին՝ եկամտաբերության կորի ժամանակային կառուցվածքի վերաբերյալ որոշակի պատկերացում կազմելու նպատակով որպես մեկնարկային կետ դիտարկվում է սփոթ շուկաներում կարճաժամկետ պարտատոմսերի (մինչև մեկ տարի) վերաբերյալ տեղեկատվությունը և ապագայի վերաբերյալ լիարժեք ու ստույգ կանխատեսումներ անելու ենթադրությունը (perfect foresight): Մենք գիտակցում ենք, որ սփոթ շուկայից ստացվող տեղեկատվությանը բնորոշ են որոշակի անկատարություններ, ինչպես նաև քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի վերաբերյալ շուկայի սպասումների ոչ ամբողջական (կամ ճշգրիտ) պատկեր ներկայացնելու հավանականություն: Օրինակ՝ պարտատոմսերի շուկայում նկատվում է ժամանակային հավելավճարի բարձր տատանողականություն, պարտատոմսերի շուկան բախվում է իրացվելիության և բազմաթիվ այլ ցնցումների, ինչը դժվարացնում է գնային փոփոխությունների բնույթի (որ մասն է պայմանավորված շուկայի սպասումների փոփոխությամբ, որը՝ այլ գործոններով) վերաբերյալ ամբողջական ենթադրություններ անելու գործընթացը: Հաշվի առնելով վերոնշյալ՝ առաջին մոտեցմանը զուգահեռ, ՀՀ ԿԲ-ի կողմից եռամսյակային պարբերականությամբ իրականացվում է ֆինանսական շուկայի մասնակիցների (այդ թվում՝ առևտրային բանկեր, ինստիտուցիոնալ ներդրողներ, հիմնադրամների կառավարիչներ և այլն) մակրոտնտեսական հարցում: Հարցման շրջանակներում մասնակիցները ներկայացնում են միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճի, տնտեսական աճի, փոխարժեքի և քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ մակրոհամաձայնեցված կանխատեսումներ և դրանց հիմքում առկա գործոնների հիմնավորումներ: Այդուհանդերձ, ֆինանսական շուկաների կողմից տրամադրվող կանխատեսումները նույնպես զուրկ չեն սահմանափակումներից և ոչ միշտ են համընկնում շուկայի փաստացի գնանշումների հետ: Այս համատեքստում, քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի վերաբերյալ շուկայի սպասումների ամբողջական և խելամիտ պատկերի կառուցման նպատակով, օգտագործվում են նաև ԿԲ-ի կողմից համեմատաբար բարձր հաճախականությամբ իրականացվող՝ քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի վերաբերյալ ֆինանսական շուկայի մասնակիցների (առևտրային բանկերի և վարկային կազմակերպությունների դիրեկտորներ) հարցման արդյունքները:

Սցենարների վրա հիմնված՝ ապագային միտված ուղղորդում: Շուկայի ուղղորդիչի նկատմամբ տիպային սցենարների պատկերավոր ներկայացման նպատակով դիտարկվում է գծապատկեր Ն.3.1-ում առկա մոտեցումը: Մոխրագույնով նշված գիծը ներկայացնում է ԿԲ քաղաքականության տոկոսադրույքի պատմական զարգացումները: Մոխրագույն կետագծով ներկայացված է միջնաժամկետ հորիզոնում (3 տարի) քաղաքականության տոկոսադրույքի միջին մակարդակի վերաբերյալ շուկայի մասնակիցների ամենահավանական գնահատականը, ինչի շուրջ կառուցվում են տիպային Ա և Բ սցենարները, որոնք ներկայացված են, համապատասխանաբար՝ ոսկեգույն և կապույտ գույներով:

Գծապատկեր Ն.3.1. ԴՎԶ ռիսկերի խելամիտ կառավարման հիմնակարգի շրջանակում տիպային սցենարների և շուկայի ուղղորդիչ սցենարի պայմանական օրինակ, տոկոսադրույք, %



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

Ե. Սցենարների բազմություն

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

Աղյուսակ Ե.1. Սցենարների բազմության կառուցվածքը

Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ
Պահանջարկի ընդլայնում Այնպիսի ցնցումներ (շոկեր), որոնք կարող են հանգեցնել համախառն առաջարկի համեմատությամբ համախառն պահանջարկի առաջանցիկ աճի, որն իր հերթին կարող է հանգեցնել ներծին գնաճի աճի: Վերոնշյալ իրավիճակի պայմաններում տնտեսությունում գների կայունության ապահովման և գնաճային սպասումների խարսխման նպատակով դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից կարող է պահանջվել տոկոսադրույքների բարձրացման համեմատաբար խիստ արձագանք: Բարդություններ՝ Կենտրոնական բանկի նկատմամբ վստահելիությունը կարող է թույլ լինել: Թողարկում + Գնաճ +	Պահանջարկի զսպում Այնպիսի ցնցումներ (շոկեր), որոնք կարող են հանգեցնել համախառն առաջարկի համեմատությամբ առավել թույլ համախառն պահանջարկի, որն իր հերթին կարող է հանգեցնել ներծին գնաճի նվազման: Վերոնշյալ իրավիճակի պայմաններում տնտեսությունում գների կայունության ապահովման և գնաճային սպասումների խարսխման նպատակով դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից կարող է պահանջվել տոկոսադրույքների նվազեցման համեմատաբար խիստ արձագանք: Բարդություններ՝ տոկոսադրույքի արդյունավետ ներքևի սահման, ցածր գնաճային կամ գնանկումային միջավայր: Թողարկում - Գնաճ -
Առաջարկի զսպում Ստագֆլյացիոն ցնցումներ (շոկեր), 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 (շոկեր), որոնք կարող են գնաճը հետ բերել իր թիրախային մակարդակին, հանգեցնել առավել բարձր տնտեսական աճի և ցածր տոկոսադրույքների: Բարդություններ՝ տնտեսության ընթացիկ միտումներն ապագայի վրա տարածելը կարող է ռիսկային լինել: Թողարկում + Գնաճ -

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

Սցենարների բազմություն. 2026 թվականի երկրորդ եռամսյակ

Աղյուսակ Ե.2. Սցենարների բազմություն. 2026 թվականի երկրորդ եռամսյակ

Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ
Պահանջարկի ընդլայնում. ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ առկա անորոշություն, ավելի բարձր մակարդակում ձևավորման ռիսկեր. - ԱՄՆ-ում, հաշվի առնելով մաքսատուրքերի գծով եկամուտների հետագա հավաքագրման հնարավորությունների սահմանափակումն ու նախկինում հավաքագրված եկամուտների մի մասի հնարավոր վերադարձի շուրջ անորոշությունը, և մյուս կողմից՝ պետական ծախսերի ընդլայնման անհրաժեշտությունը, մեծացել է երկարաժամկետ հատվածում պարտքի բեռի ավելի բարձր ուղեգծի ձևավորման շուրջ ռիսկերը: Սա կարող է նպաստել ԱՄՆ-ում չեզոք տոկոսադրույքի աճին՝ ուղղակիորեն ազդելով նաև զարգացող երկրների, այդ թվում՝ ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի վրա: - ՌԴ կողմից ներմուծման ստանդարտների խստացման արձագանքող հարկաբյուջետային աջակցության ծրագրերի իրականացումը, սահմանափակ հարկաբյուջետային տարածքի պայմաններում, կարող է հանգեցնել ՀՀ ռիսկի հավելավճարի աճին: - ՀՀ-ում բնականոն գնաճի՝ բարձր մակարդակում երկար պահպանումը, հատկապես հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ դա մեծապես պայմանավորված է առաջին անհրաժեշտության, զգալի ապրանքներով, կարող է նպաստել գնաճային սպասումների ավելացմանը: Ներքին տնտեսությունում համախառն պահանջարկի պայմանների շուրջ անորոշություններ, ձևավորված ավելցուկային պահանջարկի միջավայր, դրա պահպանում կամ հետագա ընդլայնում. - Գնահատվող երկարաժամկետ, կայուն մակարդակից բարձր տնտեսական աճի և բարձր տնտեսական ակտիվության շարունակական արձանագրումը, ինչը հիմնականում պայմանավորված է ծառայությունների և շինարարության ճյուղերով և ուղեկցվում է սպառողական վարկավորման բարձր աճով, կարող են վկայել ՀՀ տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների առկայության մասին: - Առողջության համընդհանուր ապահովագրության ուղղությամբ նախանշված ծախսերի հնարավոր գերակատարման համատեքստում, հարկաբյուջետային քաղաքականության կողմից պահանջարկի լրացուցիչ խթանում ուղղորդում կարողությունների աճի սահմանափակ հնարավորությունների պայմաններում: - Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական լարվածության երկարատև պահպանման պայմաններում դեպի ՀՀ զբոսաշրջային հոսքերի արագացում, որը կարող է տնտեսությունում ձևավորել լրացուցիչ պահանջարկ և գնաճային ճնշումներ: - ՀՀ ֆինանսական համակարգում իրացվելիության առաջարկի աճը կարող է նպաստել վարկավորման պայմանների հետագա դյուրացման, ինչը, իր հերթին, կարող է խթանել տնտեսությունում պահանջարկը: - Ռուս-ուկրաինական հակամարտության երկարաձգման, Ռուսաստանի նկատմամբ կիրառված պատժամիջոցների աստիճանական խստացման, տնտեսության հեռանկարի շուրջ անորոշության մեծացման և քիզնես միջավայրի վատթարացման պայմաններում դեպի ՀՀ կապիտալի և աշխատուժի լրացուցիչ ներհոսք՝ կարճաժամկետում առավելապես պահանջարկի և գնաճային ճնշումների ընդլայնման ռիսկերով: - Գլոբալ անհաշվեկշռվածությունների պայմաններում կապիտալի հոսքեր դեպի զարգացող տնտեսություններ, այդ	Պահանջարկի զսպում. Համաշխարհային կամ առանձին գործընկեր տնտեսություններում թույլ պահանջարկի պայմանների առկայության և/կամ դրանց հետագա թուլացման ռիսկեր. - Աշխարհաքաղաքական անորոշությունների և էներգետիկայի գների բարձր մակարդակում երկարատև պահպանման պայմաններում համաշխարհային տնտեսությունում պահանջարկի զգալի թուլացում: - ԱՄՆ-ում ֆինանսական ակտիվների, հատկապես արժեթղթերի գների հնարավոր ճգնաժամը դեպի ներքև՝ հաշվի առնելով դրանց գերաժնորված լինելու ռիսկերը, կարող է հանգեցնել տնային տնտեսությունների հարստության նվազման նպաստելով տնտեսական աճի դանդաղմանը և ազդելով համաշխարհային պահանջարկի պայմանների վրա: - Հաշվի առնելով ՌԴ տնտեսության առանձին հատվածներում կառուցվածքային խնդիրների կուտակումը՝ տնտեսական ակտիվության և ներքին պահանջարկի հետագա թուլացում՝ ՀՀ ապրանքների և ծառայությունների արտահանման, ինչպես նաև դրամական փոխանցումների ծավալների վրա համապատասխան ազդեցություններով: Ներքին տնտեսությունում համախառն պահանջարկի պայմանների շուրջ անորոշություններ, ձևավորված թույլ պահանջարկի միջավայր, դրա պահպանում կամ հետագա ընդլայնում. - ՀՀ տնտեսությունում աշխատավարձերի աճի համեմատաբար թույլ մակարդակը և ծառայությունների գնաճի կայուն մակարդակը կարող են վկայել տնտեսությունում համեմատաբար թույլ ներքին պահանջարկի պայմանների առկայության մասին: - ՌԴ կողմից ներմուծման ստանդարտների խստացման և դեպի այլ շուկաներ վերադասավորումների սահմանափակության պայմաններում եկամուտների նվազում և տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների թուլացում: ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ առկա անորոշություն, ավելի ցածր մակարդակում ձևավորման ռիսկեր. - ՀՀ շուրջ անվտանգային ռիսկերի թուլացման և հիմնարարների աստիճանական բարելավման պայմաններում երկրի ռիսկի հավելավճարի և չեզոք տոկոսադրույքի երկարաժամկետում ավելի ցածր մակարդակի ձևավորում:

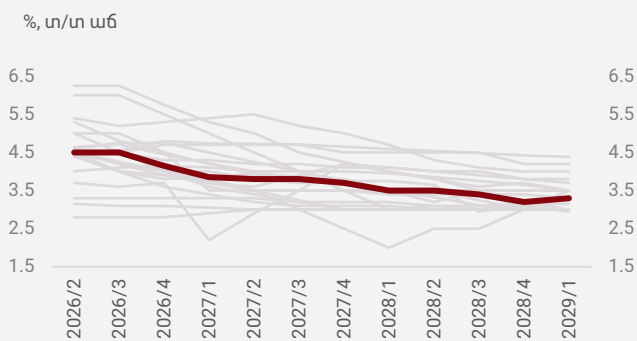
թվում՝ ՀՀ, որը սկզբնական շրջանում Ա տեսակի ռիսկեր կառաջադրի տնտեսության համար՝ խթանելով սպառումը, վարկավորման աճը և ներդրումները: – ՀՀ շուրջ աշխարհաքաղաքական դրական զարգացումների շարունակականության միջավայրում ներդրումների և տնտեսական ակտիվության հավելյալ խթաններ են առաջացել, ինչը կարող է ընդլայնել ներքին գնաճային միջավայրը:	
Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ
Առաջարկի զսպում – Աշխարհաքաղաքական ռիսկերի, հատկապես՝ Մերձավոր Արևելքում լարվածության երկարատև պահպանման պայմաններում, հնարավոր է էներգակիրների և պարենային ապրանքների, ինչպես նաև բեռնափոխադրումների գների բարձր մակարդակներում տևական պահպանում կամ դրանց հետագա աճ՝ ՀՀ տնտեսության վրա համապատասխան գնաճային ազդեցություններով:	Առաջարկի ընդլայնում – ՀՀ տնտեսությունում աշխատուժի առաջարկի շարունակական աճ՝ պայմանավորված ՌԴ տնտեսության միջնաժամկետ զարգացումների հետ կապված անորոշություններով և, հատկապես, ՌԴ-ում միգրացիոն քաղաքականության խստացման պայմաններում ՀՀ-ից դեպի ՌԴ սեզոնային միգրացիայի շարունակական նվազմամբ: – ՌԴ-ի կողմից ներմուծման պայմանների խստացումը կարող է առանձին ապրանքների մասով ավելցուկային առաջարկի ձևավորման հանգեցնել՝ ունենալով գնանկումային ճնշումներ տնտեսության վրա: – Առաջիկայում Մերձավոր Արևելքի հակամարտության ամբողջական կարգավորում, որի արդյունքում էներգակիրների գները կտրուկ կնվազեն՝ ձևավորվելով մինչև հակամարտության սկիզբ արձանագրվող մակարդակներում:

Ներդիր 4. Շուկայի ուղղորդիչ սցենար

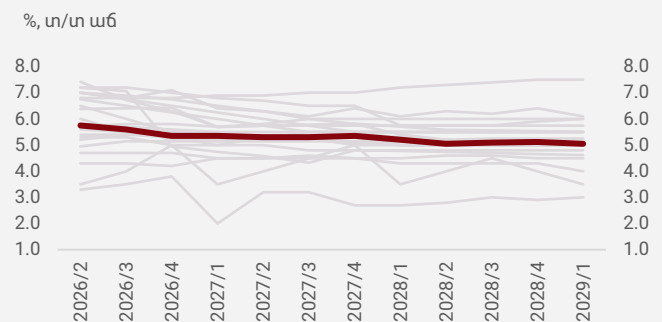
ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգի ներքո Կենտրոնական բանկն իր մակրոտնտեսական կանխատեսումները չի ներկայացնում մեկ հիմնական կամ բազային սցենարի տեսքով: Փոխարենը, հիմք ընդունելով ֆինանսական շուկայի մասնակիցների (այդ թվում՝ առևտրային բանկեր, ներդրումային ֆոնդի կառավարիչներ, ինստիտուցիոնալ ներդրողներ և այլն) եռամսյակային հարցումներից ստացվող տեղեկատվությունը, ԿԲ-ն կառուցում է մակրոտնտեսական հիմքերով (macro consistent) շուկայի ուղղորդիչ սցենար: Այդ առումով, շուկայի ուղղորդիչ սցենարը կարող է ծառայել Նույն Նպատակին, ինչին հիմնական կամ բազային սցենարը, քանի որ վերջինս ներկայացնում է շուկայի՝ «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 պարզականաբար դիտարկվել շուկայի դրամավարկային քաղաքականության ու գների կայունության տեսանկյունից՝ միաժամանակ հնարավորություն տալով արդյունավետորեն հաղորդակցելու փաստացի ԴՎԲ որոշումների կայացման տրամաբանությունը՝ ռիսկերի կառավարման մոտեցման ներքո: ԿԲ-ի կողմից շուկայի ուղղորդիչ սցենարը ներկայացվում է զարգացման մի քանի տիպային սցենարների հետ միասին:

Ծանոթագրություն: ՀՀ ԿԲ մակրոտնտեսական հարցումներն իրականացվում են ՀՀ ԿԲ-ի կողմից՝ եռամսյակային պարբերականությամբ: Շուկայի ուղղորդիչ սցենարի կառուցման Նպատակով յուրաքանչյուր մասնակցի հարցման արդյունքի հիման վրա պետք է ներկայացվի մակրոհետևողական սցենար, որն ընդգրկի սցենարի հիմքում առկա որակական գործոնների և համապատասխան Ա և Բ տիպի ռիսկերի նկարագրությունը, ինչպես նաև առաջիկա 12 եռամսյակների կտրվածքով գնաճի, տնտեսական աճի, ՀՀ ԿԲ քաղաքականության տոկոսադրույքի և դրամ/դոլար անվանական փոխարժեքի քանակական կանխատեսումները: 2026 թվականի 2-րդ եռամսյակի հարցումներն իրականացվել են ապրիլ-մայիս ամիսներին: Հարցմանը մասնակցել են 18 առևտրային բանկ, 22 ներդրումային ընկերություն, 8 ապահովագրական ընկերություն, 27 վարկային կազմակերպություն:

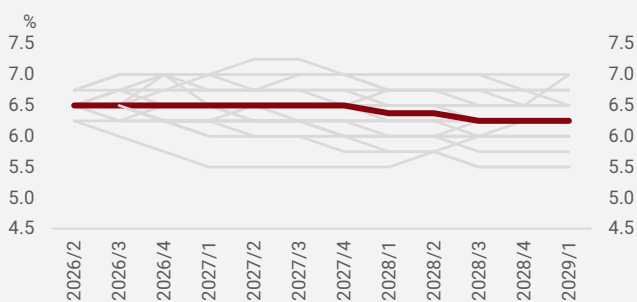
Գծապատկեր Ն.4.1. Գնաճ



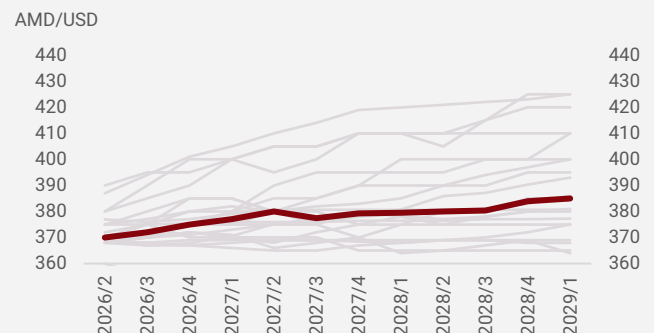
Գծապատկեր Ն.4.3. Իրական ՀՆԱ աճ



Գծապատկեր Ն.4.2. ԿԲ քաղաքականության տոկոսադրույք



Գծապատկեր Ն.4.4. Անվանական փոխարժեք



* ՀՀ ԿԲ մակրոտնտեսական հարցումները ներկայացվում են որպես եռամսյակային պատասխանների միջին (գին), նվազագույն և առավելագույն պատասխանների միջև ընկած միջակայք (ստվերագծված պատկեր):

Աղյուսակ Ն.4.1. Հայաստանի տնտեսական աճի և գնաճի կանխատեսումներ

Աղբյուր Ամսաթիվ	ԱՄՅ Ապր-26	ԿԲ մակրոհարցում 2026 թ. 2-րդ եռ.	Կոնսենսուս Հուն-26
ՀՆԱ աճ (տարեկան, %)			
2025 (փաստացի)		7.2	
2026	5.3	5.6	5.1
2027	5.5	5.3	4.5
2028	5.0	5.1	
Գնաճ (տարեկան, %)			
2025 (փաստացի)		3.3	
2026	3.6	4.4	3.9
2027	3.4	3.8	2.8
2028	3.3	3.4	

Աղբյուրը՝ ԱՄՅ, ՀՀ, ԱԶԲ, ԿԲ մակրոտնտեսական հարցում

2. Դրամավարկային քաղաքականության հեռանկար

Սցենար Ա. Գնաճային սպասումների ավելի բարձր մակարդակ, ինչը ենթադրում է շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ

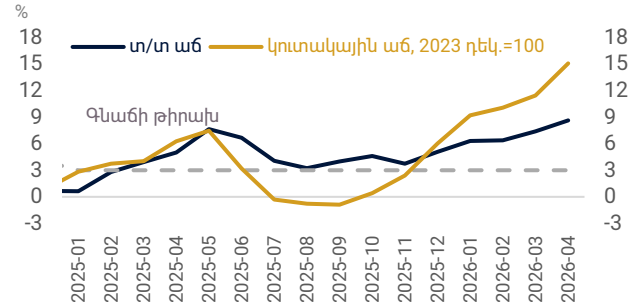
ՀՀ-ում բնականոն գնաճի՝ թիրախից բարձր մակարդակում երկար պահպանումը, հատկապես հաշվի առնելով առաջին անհրաժեշտության ամենօրյա սպառման ապրանքների գների առաջանցիկ աճի տեմպերը, կարող են հանգեցնել գնաճային սպասումների ավելացմանը:

Արդյունավետ դրամավարկային քաղաքականության իրականացման և ռիսկերի խելամիտ կառավարման տեսանկյունից գնաճային միջավայրի գնահատումը պահանջում է ուշադրություն դարձնել ոչ միայն ընդհանուր և հիմնարար գնաճի զարգացումներին, այլև դրա բաշխման և կառուցվածքային առանձնահատկություններին: Այս տեսանկյունից՝ սպառողական զամբյուղի առանձին բաղադրիչներում արձանագրվող զարգացումները կարող են կարևոր տեղեկատվություն պարունակել գնաճային ճնշումների կայունության և, հատկապես, գնաճային սպասումների ձևավորման վերաբերյալ: Մի շարք հետազոտություններ⁵ ևս փաստում են, որ տնային տնտեսությունները գնաճային սպասումների ձևավորման գործընթացում անհամաչափ մեծ կշիռ են տալիս հաճախ սպառվող և առավել տեսանելի ապրանքների գներին: Այս հանգամանքը հատկապես արդիական է ներկա պայմաններում, երբ ընդհանուր գնաճը ՀՀ-ում չափավոր է գերազանցում նպատակային մակարդակը, ընդ որում՝ հիմնականում պայմանավորված արտաքին աշխարհից փոխանցվող ճնշումներով, միևնույն ժամանակ սպառվող և առավել տեսանելի (salient goods) որոշ ապրանքախմբերում գների աճը զգալիորեն ավելի բարձր է:

Այսպես, վերջին ամիսների ընթացքում, չնայած ընդհանուր գնաճային միջավայրի ընդլայնմանը, առավել արագ աճում են տնային տնտեսությունների կողմից հաճախ սպառվող առաջին անհրաժեշտության պարենային ապրանքների գները: Մասնավորապես՝ առաջնային անհրաժեշտության պարենային ապրանքների գների տարեկան աճն ապրիլին կազմել է տ/տ 8.6% (գծապատկեր 3.2.1.): Ավելին՝ այս միտումներն առավել արտահայտված են առանձին, մասնավորապես՝ հավի ձու, տավարի միս, բուսական յուղ, կաթնամթերք, հացամթերք ապրանքախմբերի գներում՝ արձանագրելով ընդհանուր միտումներից զգալի ավելի բարձր ցուցանիշներ: Հարկ է նաև հաշվի առնել, որ էներգետիկայի և պարենամթերքի գների աճը միջազգային շուկաներում շարունակվում է և դեռևս միայն մասամբ է փոխանցվել տեղական շուկա: Հետևապես՝ դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից կարևոր նշանակություն ունեն նաև ընդհանուր գնաճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները և դրանցից բխող ռիսկերի արդյունավետ կառավարումը:

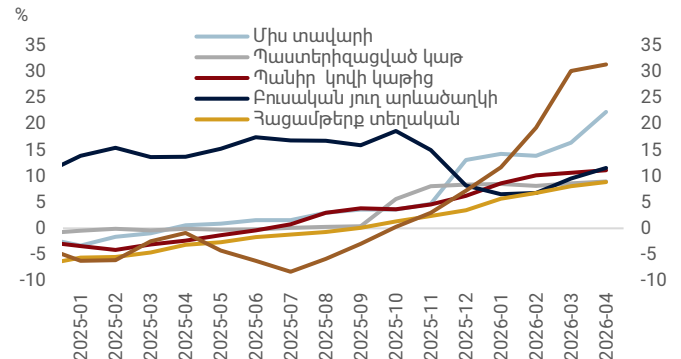
Միաժամանակ, ՀՀ ԿԲ կողմից իրականացվող տնային տնտեսությունների և ֆինանսական կազմակերպությունների շրջանում անցկացվող հարցումները ևս պարունակում են գնաճային սպասումների և դրա շուրջ անորոշության աճի թույլ ազդակներ: Այս սցենարի ներքո ենթադրվող զարգացումների թերազնահատումը կարող է հանգեցնել ԿԲ հեղինակության կորստին՝ հետագայում բարձրացնելով գների կայունության ապահովման ծախսերը: Այս պայմաններում գնաճային սպասումների արդյունավետ կառավարումն ու գնաճի թիրախի շուրջ դրանց խարսխումը պահանջում է ֆինանսական շուկայի ընթացիկ սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ:

Գծապատկեր 3.2.1. Առաջին անհրաժեշտության ապրանքների գնաճը վերջին շրջանում զգալիորեն գերազանցում է ընդհանուր գնաճի ցուցանիշներին



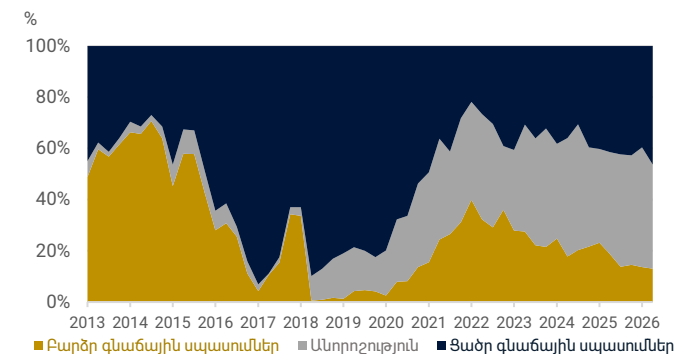
Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Գծապատկեր 3.2.2. Հաճախ օգտագործվող պարենային ապրանքների գների բարձր աճը կարող է ավելի մեծ ազդեցություն ունենալ գնաճային ընկալումների և սպասումների ձևավորման վրա



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Գծապատկեր 3.2.3. ԿԲ հարցումները վկայում են մեծ անորոշության պահպանման մասին:



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

⁵ D'Acunto, F., Malmendier, U., Ospina, J., & Weber, M. (2021). "Exposure to Grocery Prices and Inflation Expectations."

Boncianni, D., Masolo, R. M., & Sarpietro, S. (2024). "How Food Prices Shape Inflation Expectations and the Monetary Policy Response."

Սցենար Բ. Համաշխարհային տնտեսությունում պահանջարկի զգալի թուլացում, ինչը ենթադրում է շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի ցածր ուղեգիծ

Համաշխարհային տնտեսության հեռանկարը շարունակում է վատթարանալ՝ պայմանավորված աշխարհաքաղաքական լարվածությամբ և դրանից ածանցվող նավթի գների բարձր մակարդակով երկարատև պահպանմամբ:

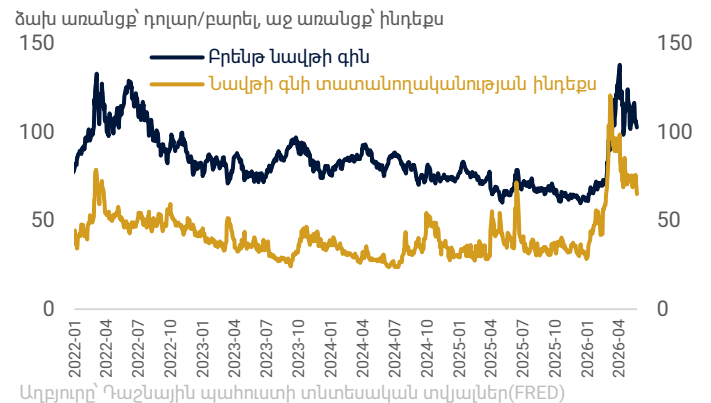
Մերձավոր Արևելքի հակամարտության հետևանքով էապես մեծացել է աշխարհաքաղաքական և տնտեսական անորոշությունը՝ առևտրային ուղիների սահմանափակման պարագայում նպաստելով նաև էներգակիրների, պարենամթերքի գների և դրանց տատանողականության զգալի աճին: Այս իրավիճակի երկար պահպանումը կշարունակի արտահայտվել տնային տնտեսությունների իրական տնօրինվող եկամուտների և գնողունակության կրճատմամբ՝ նպաստելով կանխարգելիչ (precautionary) խնայողությունների ավելացմանը և հանգեցնելով ներդրումային ծրագրերի հետաձգմանը:

Տնտեսագիտական գրականությունը լայնորեն հաստատում է վերոնշյալ փոխանցման մեխանիզմները: Մի շարք հետազոտություններ⁶ ցույց են տալիս, որ անորոշության ցնցումները կարող են հանգեցնել թողարկման, զբաղվածության և ներդրումների էական կրճատման, քանի որ տնտեսավարող սուբյեկտները բարձր անորոշության պայմաններում նախընտրում են հետաձգել ծախսային և ներդրումային որոշումները, իսկ նավթի գների կայուն բարձր մակարդակը նվազեցնում է տնային տնտեսությունների իրական եկամուտները՝ սահմանափակելով տնտեսական ակտիվությունը: ԱՄՆ գնահատմամբ⁷, նավթի գների յուրաքանչյուր 10% տևական բարձրացումը նպաստում է համաշխարհային գների շուրջ 0.4 տ.կ. ավելացմանն ու տնտեսական աճի՝ շուրջ 0.1-0.2 տ.կ. նվազմանը: Հարկ է նշել, որ տարեսկզբի համեմատությամբ էներգակիրների գներն աճել են շուրջ 80%-ով, իսկ նավթի գների տատանողականության ինդեքսը գերազանցել է նոյնիսկ 2022 թ. ընթացքում արձանագրված մակարդակը (գծապատկեր 3.2.4):

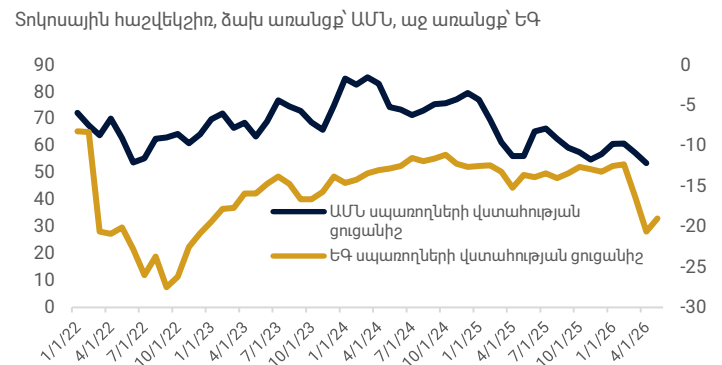
Նշենք, որ վերոնշյալ զարգացումները դեռևս թույլ են արտահայտվում առաջատար երկրների տնտեսական աճի ցուցանիշներում՝ հավանաբար պայմանավորված նաև այն հանգամանքով, որ հակամարտության տևողության վերաբերյալ լավատեսական սպասումների պայմաններում էներգակիրների և պարենի գների աճը հիմնականում «կլանվում է» անձնական խնայողությունների օգտագործմամբ: Այդուհանդերձ, որոշ առաջանցիկ ցուցանիշներ պարունակում են գլոբալ պահանջարկի առաջիկա թուլացման ազդակներ (գծապատկերներ 3.2.5 և 3.2.6):

Թեև նման զարգացումները սկզբնական փուլում ՀՀ համար կարող են ստեղծել լրացուցիչ գնաճային ճնշումներ, այդուհանդերձ, համաշխարհային պահանջարկի զգալի թուլացման պարագայում, դրանց մակրոտնտեսական ազդեցությունը միջնաժամկետ հատվածում կլինի առավելապես գնանկումային: Հետևապես, այս սցենարից բխող մակրոտնտեսական ռիսկերի կառավարումը պահանջում է դրամավարկային քաղաքականության ֆինանսական շուկաների ընթացիկ սպասումների համեմատությամբ ավելի ցածր ուղեգիծ:

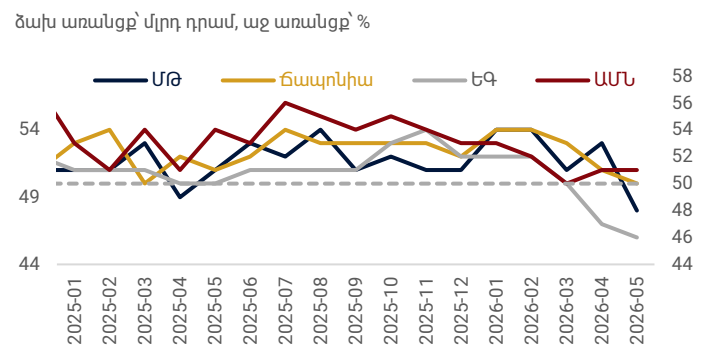
Գծապատկեր 3.2.4. Նավթի գները և տատանողականությունը պահպանվում են բարձր մակարդակներում:



Աղյուսակ 3.2.5. ԱՄՆ-ում և ԵԳ-ում նկատելի են սպառողական սենտիմենտի դանդաղման ազդակներ:



Գծապատկեր 3.2.6. Ծառայությունների PMI անկումը արտացոլում է գլոբալ սպառողական սենտիմենտի թուլացումը:

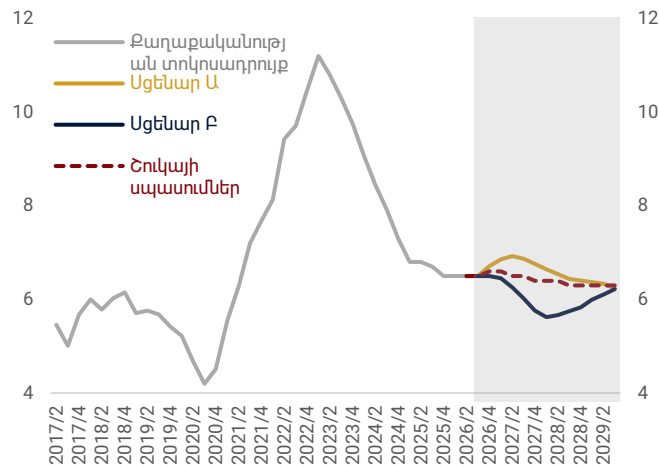


⁶ Bloom, N. (2009). "The Impact of Uncertainty Shocks." *Econometrica*. Caldara, Dario, and Matteo Iacoviello. 2022. "Measuring Geopolitical Risk." *American Economic Review*

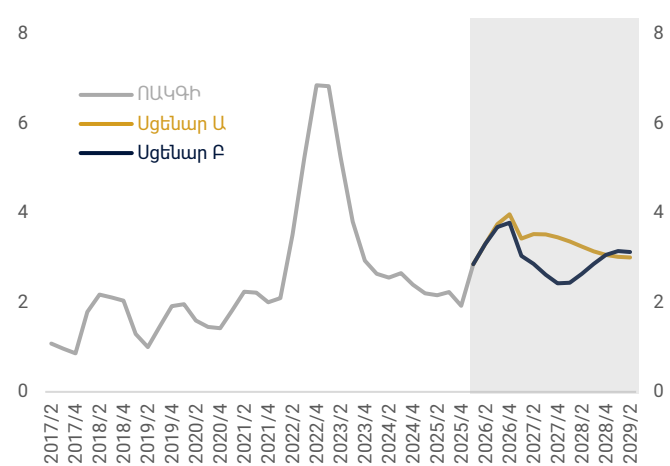
⁷ ԱՄՆ ղեկավար Կ.Գիորգիեվայի ելույթը «Future of the Global Economy amid a Fluid International Economic and Monetary Order» թեմայով:

Տիպային Ա և Բ սցենարների մակրոտնտեսական կանխատեսումների ամփոփում

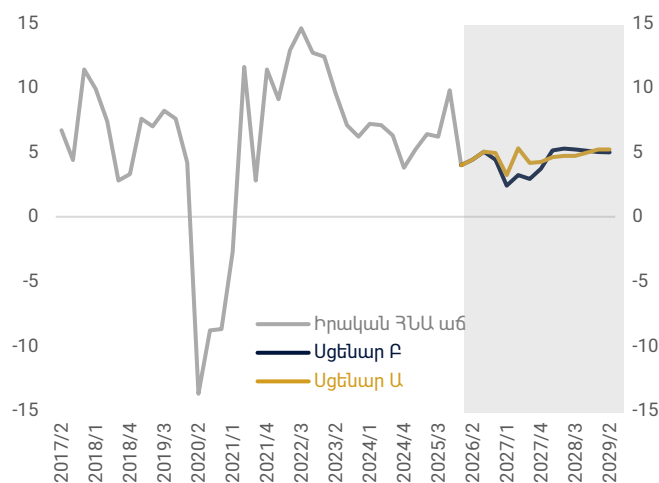
Գծապատկեր 3.2.7. Ներծին քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգիծ, %



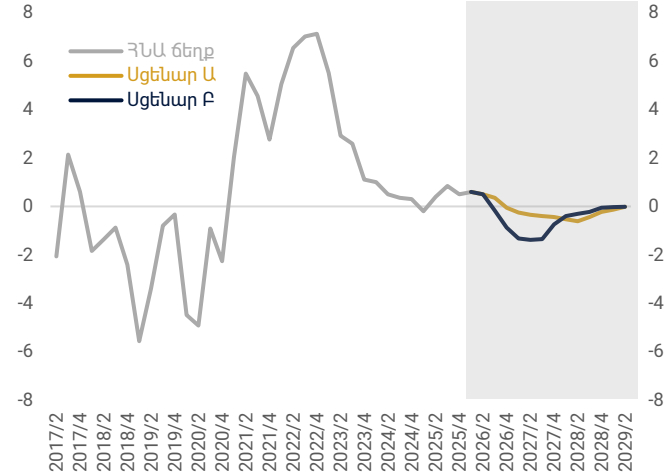
Գծապատկեր 3.2.10. Ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքս, տ/տ, %



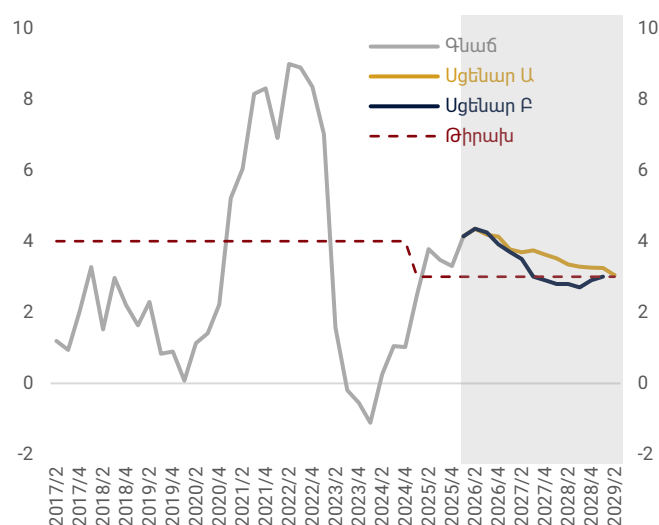
Գծապատկեր 3.2.8. Իրական ՀՆԱ աճ, տ/տ, %



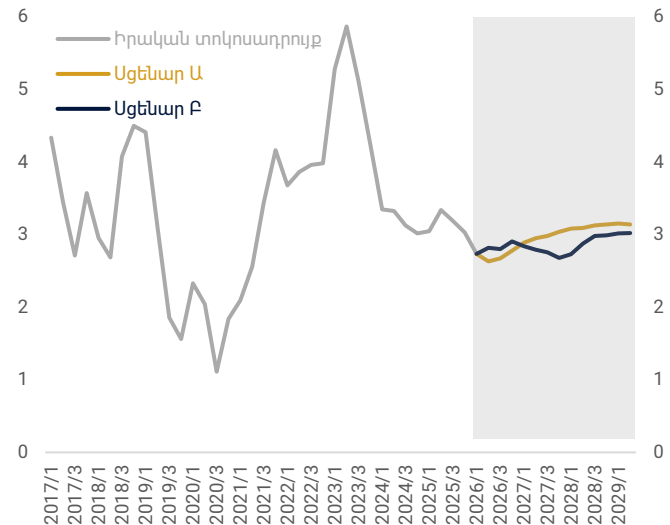
Գծապատկեր 3.2.11. ՀՆԱ ճեղք, %



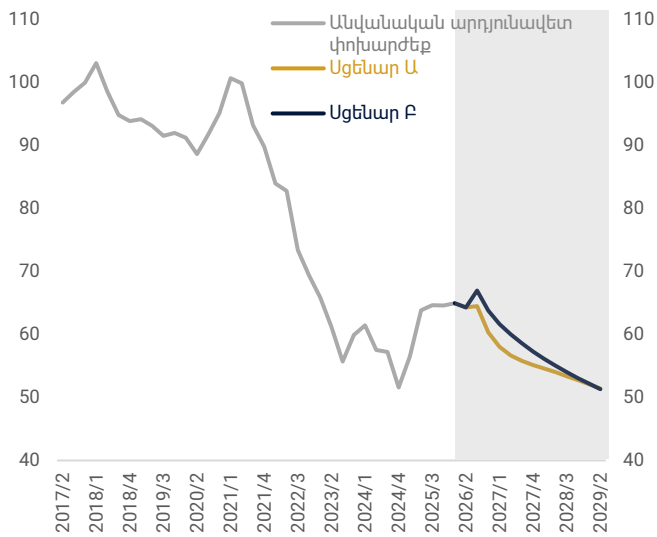
Գծապատկեր 3.2.9. Գնաճ, տ/տ, %



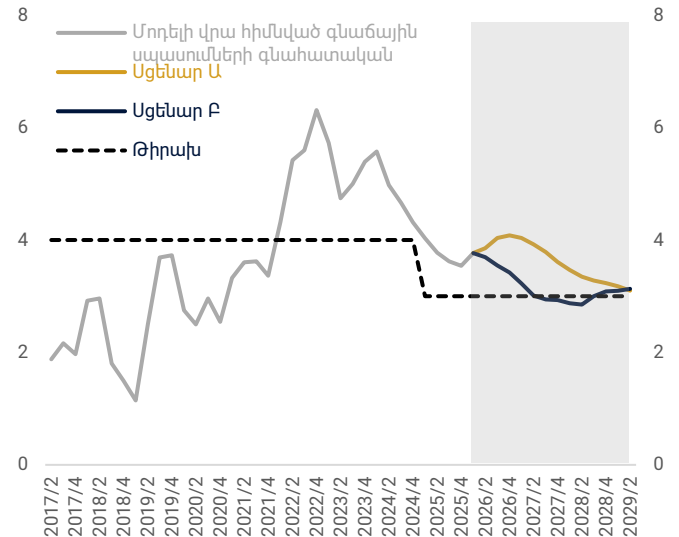
Գծապատկեր 3.2.12. Իրական տոկոսադրույք, %



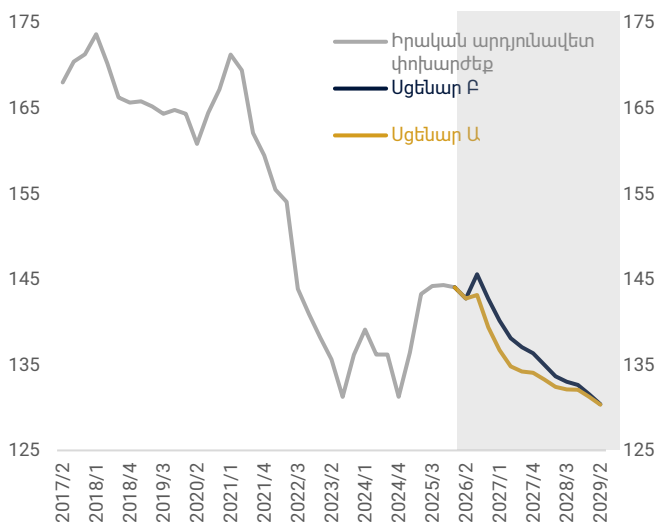
Գծապատկեր 3.2.13. Անվանական արդյունավետ փոխարժեք, ինդեքս



Գծապատկեր 3.2.15. Մոդելի վրա հիմնված գնաճային սպասումների գնահատական (12 ամիս հետո), տ/տ, %



Գծապատկեր 3.2.14. Իրական արդյունավետ փոխարժեք, ինդեքս



Աղյուսակ 3.2.2. Տիպային Ա և Բ սցենարների մակրոտնտեսական կանխատեսումների ամփոփում
Փաստացի տվյալներ և տիպային Ա և Բ սցենարների կանխատեսումներ

		2024	2025	2026		2027		2028		2029	
		Փաստ	Փաստ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ
Արտաքին հատված											
ԱՄՆ տնտեսական աճ	%, իր. աճ	2.8	2.2	2.4	1.9	2.4	1.5	2.5	2.0	2.0	2.0
Եվրոգոտու տնտեսական աճ	%, իր. աճ	0.9	1.4	1.0	0.4	1.2	0.3	1.4	1.0	1.3	1.1
Ռուսաստանի տնտեսական աճ	%, իր. աճ	4.1	1.0	0.4	0.2	1.3	1.0	1.3	1.1	1.5	1.3
ԱՄՆ գնաճ	միջին, %	3.0	2.7	2.7	2.6	2.3	1.9	2.1	1.3	1.9	2.0
Եվրոգոտու գնաճ	միջին, %	2.6	2.4	2.3	2.4	2.8	2.6	2.6	1.9	1.9	1.9
Ռուսաստանի գնաճ	միջին, %	8.4	9.0	5.2	5.3	4.8	5.0	4.1	4.2	3.8	3.8
Նավթի գին	դոլար/բարել	80.5	69.1	97.6	100.2	84.3	90.6	79.2	85.0	80.0	84.6
Պղնձի գին	դոլար/տոննա	9142.0	9947.0	13560.3	13112.2	14736.8	14191.5	15449.0	15121.9	15717.0	15699.7
ՖԱՕ ինդեքս	ինդեքս	122.0	127.2	126.8	133.2	127.0	133.8	125.1	135.7	122.3	137.5
Ներքին տնտեսություն											
Գներ											
Գնաճ	տ/տ, ժամ. վերջ, %	1.5	3.3	4.1	3.9	3.6	2.9	3.3	2.9	3.0	3.0
Սպառողական գների ինդեքս	տ/տ, միջին, %	0.3	3.3	4.2	4.2	3.7	3.3	3.4	2.8	3.0	3.0
Ոչ արտահանելի կոշտ գներ	տ/տ, միջին, %	2.6	2.2	3.5	3.4	3.5	2.7	3.2	2.7	3.0	3.0
Համախառն եկամուտ											
ՀՆԱ	մլրդ. դրամ	10193.0	11318.0	10928.4	10890.9	11836.7	11729.2	12902.2	12929.3	14001.8	14067.1
ՀՆԱ	%, իր. աճ	5.9	7.2	4.5	4.1	4.7	3.7	5.0	6.2	5.1	5.0

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

		2024	2025	2026		2027		2028		2029	
		Փաստ	Փաստ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ
Պահանջարկ											
Սպառում	%, իրական աճ	6.7	5.1	6.2	6.0	4.7	4.2	5.2	6.0	5.0	5.2
Պետական սպառում	%, իրական աճ	-8.2	3.7	8.2	8.2	-0.3	-0.3	2.5	2.5	1.1	1.1
Մասնավոր սպառում	%, իրական աճ	9.3	5.4	5.9	5.7	5.5	4.9	5.6	6.5	6.1	6.0
Հիմն. միջոցների հմխոն կուտ.*	%, իրական աճ	11.9	2.1	16.0	16.0	4.4	4.0	5.2	5.2	5.2	5.2
Պետական ներդրումներ**	%, իրական աճ	11.8	-4.0	34.4	34.4	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9
Մասն. հիմն. միջ. հմխոն կուտ.	%, իրական աճ	12.0	4.7	16.0	16.0	4.4	4.1	8.1	8.1	7.3	7.3
Ապր. և ծառ. արտահանում	%, իրական աճ	-11.0	-29.5	-5.9	-5.1	2.6	4.3	3.8	3.8	2.5	2.7
Ապր. և ծառ. ներմուծում	%, իրական աճ	-3.2	-32.7	-4.2	-5.8	1.1	0.8	2.3	2.3	0.9	1.0
Ընթացիկ հաշիվ											
Առևտրային հաշվեկշիռ	մլն ԱՄՆ դոլար	-2195.0	-3059.3	-3086.5	-2798.0	-3006.1	-2555.7	-2905.2	-2312.2	-3175.4	-2912.3
Ծառայությունների հաշվեկշիռ	մլն ԱՄՆ դոլար	1463.3	1471.2	1544.8	1559.5	1622.0	1653.0	1703.1	1752.2	1788.3	1857.4
Դրամական փոխանցումներ	մլն ԱՄՆ դոլար	803.6	158.6	918.8	918.8	962.9	962.9	1009.1	1009.1	1009.1	1009.1
Ընթացիկ հաշիվ	մլն ԱՄՆ դոլար	-1194.5	-2110.9	-1881.5	-1622.3	-1634.3	-1242.5	-1359.2	-853.5	-1496.0	-1468.4
Առևտրային հաշվեկշիռ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-8.4	-10.4	-9.5	-8.8	-9.1	-8.0	-8.4	-7.4	-9.3	-8.6
Ծառայությունների հաշվեկշիռ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	5.6	5.0	5.3	5.5	5.4	5.7	5.4	5.6	5.2	5.4
Դրամական փոխանցումներ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	3.1	0.5	2.8	2.9	2.9	3.0	3.0	2.9	2.9	2.8
Ընթացիկ հաշիվ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-4.6	-7.2	-6.5	-5.7	-5.5	-4.3	-4.3	-2.7	-4.4	-4.3
Պետական հատված***											
Եկամուտներ և դրամաշնորհներ	մլրդ դրամ	2579.2	2886.0	3090.9	3090.9	3308.4	3308.4	3603.2	3603.2	3939.5	3939.5
Հարկային եկամուտներ	մլրդ դրամ	2390.9	2725.2	2972.9	2972.9	3206.1	3206.1	3503.3	3503.3	3835.5	3835.5
Ծախսեր	մլրդ դրամ	2413.6	2612.6	3516.4	3516.4	3755.4	3755.4	3994.5	3994.5	4213.1	4213.1
Պակասուրդ	մլրդ դրամ	-376.1	-419.3	-540.4	-540.4	-447.0	-447.0	-391.3	-391.3	-273.6	-273.6
Եկամուտներ և դրամաշնորհներ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	25.3	25.5	28.3	28.4	28.0	28.2	27.9	27.9	28.1	28.0
Հարկային եկամուտներ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	23.5	24.1	27.2	27.3	27.1	27.3	27.2	27.1	27.4	27.3
Ծախսեր	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	23.7	23.1	32.2	32.3	31.7	32.0	31.0	30.9	30.1	30.0
Պակասուրդ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-3.7	-3.7	-4.9	-5.0	-3.8	-3.8	-3.0	-3.0	-2.0	-1.9

* Այսուհետ համախառն կուտակման փոխարեն ԿԲ-ի կողմից ներկայացվելու է միայն հիմնական միջոցների համախառն կուտակման ցուցանիշը, քանի որ ԿԲ-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 2026-2028 թթ. վերանայված մակրոշրջանակի վրա:

*** 2026-2028 թթ. ցուցանիշները ներկայացված են պետական ՄԺԾԾ-ից և 2026 թվականի պետական բյուջեի օրենքից:

