



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

2026 թ. 3-րդ եռամսյակ

**Դրամավարկային
քաղաքականության
զեկույց**

Դրամավարկային
քաղաքականության ծրագիր

Հրապարակման ամսաթիվ՝ 15 սեպտեմբերի 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 խելամիտ կառավարման համակարգ	
03.	Դրամավարկային քաղաքականության հեռանկար	12
	ա. Համաշխարհային տնտեսության զարգացումներ բ. Ներքին պահանջարկի միջավայր գ. Աշխատանքի շուկայի և գնաճի զարգացումներ դ. Ֆինանսական շուկայի զարգացումներ ե. Սցենարների բազմություն զ. Դրամավարկային քաղաքականության հեռանկար	

Ի լրումն Դրամավարկային քաղաքականության զեկույցի՝ ՀՀ կենտրոնական բանկն իր պաշտոնական կայքէջում 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 սեպտեմբերի 11-ը հասանելի փաստացի տեղեկատվության վրա:



01 |

Գլխավոր
ամփոփագիր

Ա. Դրամավարկային քաղաքականության հաղորդագրություն

ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշեց բարձրացնել քաղաքականության տոկոսադրույքը 0.25 տոկոսային կետով՝ սահմանելով 6.75%:

2026 թվականի սեպտեմբերի 15-ի նիստում ԿԲ խորհուրդը որոշեց բարձրացնել քաղաքականության տոկոսադրույքը 0.25 տոկոսային կետով՝ սահմանելով 6.75%:

2026 թվականի երրորդ եռամսյակում 12-ամսյա գնաճը շարունակել է ձևավորվել թիրախից բարձր մակարդակում՝ օգոստոսին կազմելով 4.4%, իսկ 12-ամսյա բնականոն գնաճը կազմել է 4.8%:

Տարածաշրջանային հակամարտությունների տևականության և դրանց շրջանակի որոշակի ընդլայնման պայմաններում համաշխարհային տնտեսությունում պահանջարկի հետագա թուլացման և, միաժամանակ, գնաճային ճնշումների ավելացման ռիսկերն աստիճանաբար դառնում են ավելի առարկայական: ԱՄՆ-ում բարձր ներդրումային ակտիվությունը և հարկաբյուջետային կայունության շուրջ աճող մտահոգությունները ձևավորել են երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքների հնարավոր աճի ուղղությամբ ռիսկեր՝ զարգացող երկրներում չեզոք տոկոսադրույքների և կապիտալի հոսքերի վրա համապատասխան ազդեցություններով: Եվրոգոտում և Ռուսաստանում, չնայած երկրորդ եռամսյակում տնտեսական աճի թույլ վերականգնմանը, կառուցվածքային խնդիրները խորանում են՝ հանգեցնելով նաև միջնաժամկետ աճի հեռանկարի վատթարացմանը: Մերձավոր Արևելքում լարվածության աճի պայմաններում էներգետիկայի գները շարունակել են ձևավորվել բարձր մակարդակներում, իսկ կուտակված պաշարների աստիճանական նվազումը մեծացնում է շուկայի խոցելիությունն առաջարկի հնարավոր նոր ցնցումների նկատմամբ: Այս համատեքստում առավել առարկայական են դարձել առաջատար երկրների կենտրոնական բանկերի կողմից քաղաքականության տոկոսադրույքների հետագա բարձրացման և բարձր մակարդակներում երկար պահպանման ռիսկերը:

2026 թվականի երկրորդ եռամսյակում տնտեսական աճը Հայաստանում արագացել է՝ ձևավորվելով երկարաժամկետ կայուն մակարդակից բարձր: Տնտեսական աճին շարունակել են մեծապես նպաստել շինարարության և ծառայությունների ճյուղերի զարգացումները՝ մատնանշելով ավելցուկային պահանջարկի առկայության մասին: Վերջինս արտահայտվում է նաև վերջնական սպառման ապրանքների ներմուծման և մանրածախ առևտրի աճի բարձր ցուցանիշներում: Ավելին՝ նկատվում են նաև արտաքին պահանջարկի ընդլայնման ազդակներ՝ առավելապես արտահայտվելով դեպի ՀՀ այցելությունների զգալի աճով, ինչը ձևավորում է նաև էական ռիսկեր համապատասխան ոլորտներում աշխատավարձերի աճի և ծառայությունների գների արագացման ուղղությամբ: Մյուս կողմից՝ դեպի ՌԴ արտահանման սահմանափակումներով պայմանավորված՝ ներքին շուկայում ավելցուկային առաջարկի ձևավորման, ինչպես նաև սպառողական և ներդրումային վստահության թուլացման ռիսկերը պահպանվում են:

Մակրոտնտեսական ընթացիկ զարգացումների պայմաններում ՀՀ ֆինանսական շուկայի մասնակիցները միջինում ակնկալում են առաջիկա մեկ տարվա հորիզոնում ԿԲ կողմից քաղաքականության տոկոսադրույքի ընթացիկ մակարդակի պահպանում՝ միջնաժամկետում նվազեցնելով մինչև 6.25%:

Քննարկված ռիսկերի և առկա անորոշությունների պայմաններում, մի կողմից՝ խորհուրդը դիտարկել է Ա տիպի սցենարներ՝ կապված ներքին տնտեսությունում ավելի բարձր պահանջարկի պայմանների առկայության, արտաքին պահանջարկի հետագա ընդլայնման և գնաճային սպասումների ավելացման 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, դեպի ՌԴ արտահանման սահմանափակումների հետևանքով գնանկումային ռիսկերի ձևավորման և ՀՀ երկրի ռիսկի հավելվածարի հիմնարար նվազման հետ, որոնք ենթադրում են շուկայական սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության ավելի ցածր տոկոսադրույքի ուղի:

Արդյունքում կարևորելով Ա տիպի սցենարներից բխող մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը՝ ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշեց բարձրացնել քաղաքականության տոկոսադրույքը 0.25 տոկոսային կետով՝ սահմանելով 6.75%: 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:

15 սեպտեմբերի, 2026 թ.

Նախագահ
Մարտին Գալստյան

Նախագահի տեղակալներ
Արմեն Նուրբեկյան
Հովհաննես Խաչատրյան

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

Բ. Տնտեսական իրավիճակի ամփոփագիր

Համաշխարհային տնտեսություն

2026 թ. երրորդ եռամսյակում համաշխարհային տնտեսության աճի հեռանկարի շուրջ բարձր անորոշությունը պահպանվում է: Մի կողմից՝ Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական լարվածության պահպանումը, դրա շրջանակի որոշակի ընդլայնումը և առևտրային ուղիների շարունակվող խաթարումները պահպանում են էներգակիրների բարձր գների ու տատանողականության, ինչպես նաև տնտեսական աճի հետագա թուլացման ռիսկերը: Մյուս կողմից՝ ԱԲ զարգացումների շուրջ լավատեսական սպասումներով պայմանավորված ներդրումային ակտիվության ավելացումը, հատկապես ԱՄՆ-ում, որոշակիորեն չեզոքացնում է նշված բացասական ազդեցությունները:

Աշխարհաքաղաքական մեծ անորոշության և տնտեսական, հատկապես՝ առևտրային քաղաքականության շարունակվող վերափոխումների պայմաններում ԱՄՆ տնտեսական աճը վերջին եռամսյակներում դրսևորել է զգալի տատանողականություն. վերջին շրջանում որոշակիորեն դանդաղել է և 2026 թ. երրորդ եռամսյակում կազմել եռ/եռ տարեկանացված 1.5%: Այդուհանդերձ, ներքին պահանջարկը պահպանվել է հարաբերականորեն բարձր, իսկ մասնավոր սպառումը և հիմնական կապիտալում, հատկապես ԱԲ-ի հետ կապված, տեխնոլոգիական և ենթակառուցվածքային ներդրումները, շարունակում են տնտեսական աճի հիմնական շարժիչ ուժերը հանդիսանալ: Միաժամանակ, ԱԲ ներդրումային շրջափոփ տևականության և դրանց արդյունավետ կիրառման շուրջ անորոշությունը, ինչպես նաև ֆինանսական ակտիվների գների հնարավոր ճշգրտումները տնտեսական աճի և պահանջարկի հեռանկարի համար ներքին ուղղությամբ ռիսկեր են պարունակում:

ԱՄՆ-ում հարկաբյուջետային կայունությանն առնչվող ռիսկերն աստիճանաբար գնանշվում են ֆինանսական շուկաների կողմից: Մաքսատուրքերի որոշ մասի չեղարկման արդյունքում հետվճարների տրամադրումը, հատկապես ուղեկցվելով պաշտպանությանն ուղղվող լրացուցիչ ծախսերի իրականացման անհրաժեշտությամբ, միջնաժամկետում կարող է բյուջեի պակասուրդի խորացման լրացուցիչ ռիսկեր պարունակել: Հարկ է նշել, որ 2026 թ., համաձայն ԱՄՆ Կոնգրեսի բյուջետային գրասենյակի գնահատումների, պետական բյուջեի պակասուրդը, նախորդ տարիներին համահունչ, կկազմի ՀՆԱ-ի շուրջ 6%-ը, ինչն էպես բարձր է պատմական և հատկապես հարաբերականորեն կայուն ժամանակներում արձանագրված ցուցանիշներից: Նշված ռիսկերը, թեև հիմնականում գնանշվել են ֆինանսական շուկաների կողմից, դեռևս պարունակում են ԱՄՆ երկարաժամկետ, չեզոք տոկոսադրույքի աճի ռիսկեր՝ զարգացող երկրների չեզոք տոկոսադրույքների և կապիտալի հոսքերի վրա համապատասխան ազդեցությամբ:

ԱՄՆ-ում ինչպես ընդհանուր, այնպես էլ հիմնարար գնաճը շարունակում է ձևավորվել թիրախից բարձր մակարդակով: Միաժամանակ, էներգակիրների համաշխարհային գների զգալի տատանողականության և դեռևս բարձր մակարդակում պահպանման, ինչպես նաև դրանց հեռանկարի շուրջ մեծ անորոշության պայմաններում գնաճային միջավայրի վատթարացման էական ռիսկերը պահպանվում են: Այս պայմաններում, ֆինանսական շուկաներն ակնկալում են առաջիկա մեկ տարվա հորիզոնում քաղաքականության տոկոսադրույքի աստիճանական բարձրացում շուրջ 75 բազիսային կետով:

Եվրոգոտում, ընդհանուր առմամբ, վերջին եռամսյակներում տնտեսական աճը շարունակում է պահպանվել կայուն ցածր

մակարդակներում, իսկ միջնաժամկետ հեռանկարի շուրջ անորոշությունները, մի կողմից՝ պայմանավորված կառուցվածքային խնդիրների կուտակմամբ և Մերձավոր Արևելքի հակամարտության բացասական ազդեցություններով, մյուս կողմից՝ ԱԲ, ռազմարդյունաբերական ոլորտներում և ենթակառուցվածքներում ներդրումային ակտիվության աշխուժացմամբ, բարձր են: Էներգակիրների բարձր գների պահպանման և դրանց մատակարարումների նկատմամբ զգալի խոցելիության պայմաններում, հատկապես պայմանավորված գազի պահեստարանների ցածր համալրվածությամբ, ուժգնանում են նաև գնաճային միջավայրի ընդլայնման ռիսկերը: Արդյունքում՝ ֆինանսական շուկաները գնանշում են տարվա ընթացքում ԵԿԲ կողմից քաղաքականության տոկոսադրույքի աստիճանական բարձրացում շուրջ 50 բազիսային կետով:

Մերձավոր Արևելքում լարվածության ակտիվացմանը զուգընթաց՝ Նավթի համաշխարհային գները կրկին աճել են՝ ձևավորվելով տարեսկզբի համեմատությամբ զգալիորեն ավելի բարձր մակարդակներում: Ավելին՝ հատկապես առաջատար տնտեսություններում Նավթի ռազմավարական պաշարների զգալի օգտագործման հետևանքով ավելացել է համաշխարհային տնտեսության խոցելիությունը Նավթի առաջարկի նոր ցնցումների նկատմամբ: Մյուս կողմից՝ ոչ OPEC+ անդամ երկրների կողմից առաջարկի շարունակական ընդլայնումը կարող է մեղմել նման զարգացումների ազդեցությունները: Էներգակիրների բարձր գները, տարածաշրջանային հակամարտությունների սրման պայմաններում առևտրային ուղիների և մատակարարման շղթաների խաթարումները կարող են նպաստել նաև պարենի, մասնավորապես՝ հացահատիկի, յուղերի, շաքարավազի գների հետագա աճին:

2026 թ. երրորդ եռամսյակում ՌԴ տնտեսական աճը որոշակիորեն վերականգնվել է՝ կազմելով տ/տ 1.3%: Աճին հիմնականում նպաստել են առևտրի և ծառայությունների ճյուղերի զարգացումները՝ արտացոլելով նաև խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցությունը: Միաժամանակ, Նավթի գների բարձր մակարդակներում երկար պահպանումը նպաստում է Նավթագազային եկամուտների ավելացմանը և հարկաբյուջետային տարածքի որոշակի ընդլայնմանը՝ կարճաժամկետում ստեղծելով տնտեսական ակտիվության լրացուցիչ խթանման հնարավորություններ : Մյուս կողմից՝ տնտեսության առանձին հատվածներում կառուցվածքային խնդիրները, ինչպես նաև անվտանգային իրավիճակի վատթարացման ռիսկերը պահպանվում են: Աշխատաշուկայի պայմանները մնում են խիստ, իսկ միգրացիոն քաղաքականությունը աշխատուժի առաջարկի լրացուցիչ սահմանափակման ռիսկեր է պարունակում: Գնաճային ճնշումները կրկին ավելացել են՝ այդ թվում վառելիքի արտադրության խաթարումների, ինչպես նաև պահեստային տնտեսությունների վնասման հետևանքով, իսկ գնաճային սպասումները շարունակում են ձևավորվել բարձր մակարդակներում: Այս պայմաններում, մի կողմից՝ բարձր գնաճային միջավայրը, մյուս կողմից՝ տնտեսական աճի թուլացումն ու առանձին հատվածներում կառուցվածքային խնդիրների խորացման ռիսկերը բարդացնում են ՌԴ ԿԲ-ի կողմից գնաճ-տնտեսական աճ երկընտրանքի արդյունավետ կառավարումը:

Ներքին պահանջարկի պայմաններ

2026 թ. երրորդ եռամսյակում տնտեսական աճը Հայաստանում որոշակիորեն արագացել է՝ ձևավորվելով գնահատվող երկարաժամկետ կայուն մակարդակից բարձր՝ տ/տ 6.7% մակարդակում: Աճի կառուցվածքը, սակայն, որոշակիորեն

տարամիտված է: Ինչպես եղանակային անբարենպաստ պայմանների հետևանքով սեզոնի հետաձգման, այնպես էլ դեպի ՌԴ արտահանման սահմանափակումների պայմաններում գյուղատնտեսության ճյուղում արձանագրվել է տ/տ 15.3% անկում՝ շուրջ 1.0 տ.կ. զսպող ազդեցություն ունենալով տնտեսական աճի վրա: Նշված սահմանափակումները դիսկեր են պարունակում նաև մշակող արդյունաբերության միջնաժամկետ աճի և արտահանման հեռանկարի համար, որոնք վերջին շրջանում որոշակիորեն թուլացել են՝ Մերձավոր Արևելքում առևտրային ուղիների խաթարման հետևանքով:

Մյուս կողմից՝ ԱԲ ուղղությամբ կատարվող ներդրումներին և համաշխարհային SS ենթակառուցվածքներին աստիճանական, ավելի սերտ ինտեգրմանը զուգընթաց, երկրորդ եռամսյակում արագացել է ՏԿ ճյուղի աճը՝ կազմելով 15%: Հարկ է նաև նշել, որ վերջին ամիսներին շահագործման է հանձնվել ԱԲ մի քանի գործարան՝ առաջիկա տարիներին թողարկման և արտահանման զգալի ընդլայնման նպատակադրմամբ: Չնայած այն հանգամանքին, որ կառուցման փուլում այս զարգացումները ներքին ավելացված արժեքի վրա կունենան փոքր ազդեցություն՝ պայմանավորված դրանց զգալի կապիտալատար բնույթով, գործառնական փուլում, կախված ՀՀ տնտեսության կողմից այս հնարավորությունների օգտագործման արդյունավետությունից, կարող են նշանակալի դրական նպաստում ունենալ ՀՀ տնտեսության ներուժի ավելացմանը:

Այդուհանդերձ, տնտեսական աճին շարունակել են առավելապես նպաստել ծառայությունների և շինարարության ճյուղերի զարգացումները: Մասնավորապես՝ շինարարության ճյուղի առաջանցիկ աճը վերջին ամիսներին զուգորդվել է անշարժ գույքի գների կտրուկ բարձրացմամբ, իսկ ծառայությունների ճյուղում աճն առավել համատարած է: Այս զարգացումները, հավանաբար, մեծամասամբ արտացոլում են ՌԴ-ից դեպի ՀՀ այցելությունների թվաքանակի աճը: Չնայած վերջին շրջանում զբոսաշրջային հոսքերի թուլացմանը, ՌԴ-ում անվտանգային և տնտեսական հեռանկարի շուրջ անորոշության մեծացման պայմաններում, դիտվում է դեպի ՀՀ ՌԴ քաղաքացիների այցելությունների թվաքանակի աճ: Մյուս կողմից՝ ՌԴ տնտեսության միջնաժամկետ հեռանկարի շուրջ մեծ անորոշությունն ու միգրացիոն քաղաքականության խստացումը կարող են զսպել ՀՀ-ից դեպի ՌԴ սեզոնային աշխատանքային միգրացիան և նվազեցնել դրամական փոխանցումները՝ պարունակելով ներքին պահանջարկի թուլացման ռիսկեր:

2026 թ. ընթացքում բարձր տնտեսական աճը, գնաճային միջավայրի ընդլայնումը, ինչպես նաև վարչարարության որոշակի բարելավումը նպաստել են հարկային եկամուտների բարձր կատարողականին: Մյուս կողմից՝ կապիտալ ծախսերի գծով արձանագրվում է պատմական միտումների համեմատությամբ զգալիորեն ցածր կատարողական: Մասնավորապես՝ 2026 թ. հունվար-հուլիս ամիսներին կապիտալ ծախսերը նվազել են տ/տ շուրջ 26.6%-ով՝ հիմնականում պայմանավորված պաշտպանական բնույթի ծախսերի կրճատմամբ, իսկ ծախսերի կառուցվածքում նշված ուղղությամբ ծախսերի ծրագրային նվազեցումն անորոշություններ է ստեղծում կապիտալ ծախսերի հետագա կատարողականի և տնտեսության վրա ազդեցության տեսանկյունից: Միաժամանակ, սոցիալական բնույթի ծախսերի և հատկապես առողջապահության համընդհանուր ապահովագրության համակարգի շրջանակում նախատեսված ծախսերի գերակատարման ռիսկերն ավելացել են: Այսպես, 2026 թվականի հունվար-հունիսի դրությամբ այս ուղղությամբ ծախսերը կազմել են ընդհանուր տարվա համար նախատեսվածի շուրջ 80%-ը, իսկ ապահովագրված անձանց շրջանակն ընդլայնվել է:

Աշխատանքի շուկա և գնաճ

Չնայած պահպանվող մեծ անորոշությանը՝ մի շարք ցուցիչներ կարող են վկայել աշխատանքի շուկայում ձևավորված

համեմատաբար ավելի հավասարակշռված պայմանների մասին: Գործազրկության մակարդակը շարունակում է տատանվել 12-14% միջակայքում, իսկ պաշտոնապես գրանցված աշխատողների թիվը՝ կայուն տեմպերով աճել՝ հավանաբար վկայելով նաև ոչ ֆորմալ զբաղվածությունից աշխատուժի տեղաշարժը դեպի ֆորմալ զբաղվածության ոլորտ:

Մասնավոր անվանական աշխատավարձերի աճը, առանց ֆինանսական ոլորտի, շարունակում է կայունացման միտումներ դրսևորել՝ պահպանվելով տ/տ 6-7% միջակայքում: Այդուհանդերձ, վերջին ամիսներին ծառայությունների առանձին ենթաճյուղերի աճի արագացմանը համահունչ, ոլորտում աշխատավարձերի աճի կենտրոնացվածության նվազումը կարող է վկայել պահանջարկի պայմանների ընդլայնման մասին: Ոչ ռեզիդենտ աշխատողների թվի աճը վերջին շրջանում ևս կարող է վկայել հնարավոր ավելցուկային պահանջարկի առկայության մասին՝ որոշակիորեն քողարկելով դրանից բխող գնաճային ճնշումները: Մյուս կողմից՝ ՌԴ միգրացիոն քաղաքականության խստացումներն ու տնտեսական հեռանկարի շուրջ անորոշությունն առաջիկայում ոչ միայն կարող է սահմանափակել դեպի ՌԴ արտագնա աշխատանքի հոսքերը, այլև նախադրյալներ ստեղծել ՌԴ-ից աշխատուժի ներհոսքի համար:

2026 թվականի երրորդ եռամսյակում Հայաստանում 12-ամսյա գնաճը որոշակիորեն դանդաղել է՝ օգոստոսին կազմելով տ/տ 4.4%՝ հիմնականում պայմանավորված ՌԴ արտահանման սահմանափակումների հետևանքով առանձին ապրանքների գծով առավել խորը գնանկումային դրսևորումներով: Այդուհանդերձ, պետական աջակցության որոշ ծրագրերն ու առանձին գյուղատնտեսական ապրանքների մասով բերքի ցածր մակարդակը կարող են սահմանափակել նման միտումների մեղմեցման դրսևորումը: Բնականոն գնաճը որոշակի արագացել է՝ օգոստոսին կազմելով տ/տ 4.8%, ինչը հիմնականում արտացոլում է տեղական ոչ սեզոնային պարենային ապրանքների գնաճը: Մյուս կողմից՝ համաշխարհային ապրանքահոմբային և էներգակիրների գների տատանողականության, ինչպես նաև առևտրային ուղիների խաթարումների ազդեցությունները կարող են դեռևս փոխանցվել ներքին գներին: Միաժամանակ, վերջին ամիսներին բնականոն գնաճի արագացումն ավելի համատարած բնույթ է կրում, ինչը, բացի առաջարկի գործոններից, հավանաբար, վկայում է ձևավորված բարձր պահանջարկի պայմանների մասին: Ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսի աճը ևս օգոստոսին որոշակի արագացել է՝ հիմնականում պայմանավորված բնակարանների վարձակալական վճարների աճով, ինչը համահունչ է արտաքին պահանջարկի աշխուժացմանը: Նշենք, որ արձանագրվում է նաև այս զարգացումների աստիճանական փոխանցում դեպի առավել կոշտ գներով աչքի ընկնող ծառայություններ: Այդուհանդերձ, ընդհանուր գնաճի և ՈԱԿԳԻ զամբյուղներում գին փոփոխողների կշիռը պահպանվում է պատմական միջին մակարդակների շուրջ՝ հավանաբար վկայելով գնաճային սպասումների կայունացման մասին:

Ֆինանսական շուկա և դրամավարկային քաղաքականություն

Համաձայն ՀՀ ԿԲ կողմից 2026 թ. սեպտեմբերի 9-ին ֆինանսական շուկայի մասնակիցների շրջանում անցկացված հարցման արդյունքների՝ ՀՀ ԿԲ քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգծի վերաբերյալ սպասումները՝ քաղաքականության նախորդ որոշումից հետո չեն փոփոխվել և արտահայտում են առաջիկա 8 որոշումների ընթացքում 6.5% մակարդակում տոկոսադրույքի պահպանման ուղեգիծ: Հարկ է նշել, որ շուկայի մասնակիցների ռիսկերի քարտեզը ևս էապես չի փոխվել և արտացոլում է, մի կողմից՝ աշխարհաքաղաքական զարգացումներից բխող ռիսկերը և հատկապես ՀՀ տնտեսությունում համախառն պահանջարկի ու գնաճային

միջավայրի շուրջ մտահոգությունները, մյուս կողմից՝ արտահանման սահմանափակումներից բխող ավելցուկային առաջարկի ձևավորման և պահանջարկի հետագա թուլացման ռիսկերը:

ՀՀ ԿԲ խորհրդի 2026 թվականի հունիսի որոշումից հետո եկամտաբերության կորը փոքր-ինչ տեղաշարժվել է ներքև՝ հավանաբար պայմանավորված ինչպես պետական պարտատոմսերի առաջարկի նվազմամբ, այնպես էլ հատկապես ոչ ռեզիդենտների շրջանում ՀՀ պետական պարտատոմսերի նկատմամբ հետաքրքրության աճով՝ այդ թվում, հավանաբար, պայմանավորված ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի հիմնարար նվազման գործոնով:

ՀՀ երկրի կարճաժամկետ ռիսկի հավելավճարը շարունակել է նվազել՝ ձևավորվելով պատմականորեն ցածր մակարդակում: Սա արտացոլում է ինչպես զարգացող երկրներում ռիսկի հավելավճարների ընդհանուր նվազման միտումները, այդ թվում՝ համաշխարհային բարձր իրացվելիության և ռիսկային ակտիվների նկատմամբ ներդրումային հակվածության աճի պայմաններում, այնպես էլ ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների ազդեցությունը, այդ թվում՝ հիմնարարների բարելավումը և ՀՀ-ի շուրջ անվտանգային ռիսկերի նվազման ընկալումները:

ՀՀ ԿԲ-ն, առկա անորոշություններից բխող հնարավոր ռիսկերը խելամիտ կառավարելու նպատակով, դիտարկում է տնտեսական իրավիճակի զարգացման մի շարք սցենարներ: ԴՎԶ զեկույցում ներկայացված տիպային Ա սցենարը, որը պահանջում է շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր տոկոսադրույթների ուղեգիծ, ներկայացնում է արտաքին պահանջարկի ընդլայնման ռիսկերը: Սա պայմանավորված է վերջին ամիսներին ՌԴ-ում տնտեսական և հատկապես անվտանգային հեռանկարների վատթարացման պայմաններում դեպի տարածաշրջանային երկրներ, այդ թվում՝ Հայաստան ՌԴ քաղաքացիների այցելությունների զգալի աճը և դրանց

տևողության երկարումը: Այս սցենարից բխող ռիսկերի արդյունավետ կառավարումը պահանջում է, անվանական արդյունավետ փոխարժեքի որոշակի արժևորմանը զուգընթաց, քաղաքականության տոկոսադրույթի՝ ֆինանսական շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր ուղեգիծ:

ԴՎԶ զեկույցում ներկայացված տիպային Բ սցենարը վերաբերում է դեպի ՌԴ հայկական ծագման մի շարք ապրանքների գծով կիրառվող սահմանափակումներից բխող ռիսկերին: Նշված սահմանափակումների երկար պահպանումը և դրանց հեռանկարի ու շրջանակի շուրջ անորոշությունը կարող է հանգեցնել արտահանումից ստացվող եկամուտների որոշակի նվազման, ինչպես նաև, հաշվի առնելով նաև գյուղատնտեսության ոլորտում լայնամասշտաբ զբաղվածությունը, բացասաբար անդրադառնալ տնտեսությունում ընդհանուր սպառողական և ներդրումային ակտիվության վրա: Այս սցենարից բխող ռիսկերի արդյունավետ կառավարումը պահանջում է քաղաքականության տոկոսադրույթի՝ ֆինանսական շուկայի ընթացիկ սպասումների համեմատությամբ ավելի ցածր ուղեգիծ:

Դրամավարկային քաղաքականության ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգի շրջանակում 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 «մուգ անկյուններ» մղող), ուստի խորհրդի անդամները նպատակ ունեն դրանք նվազագույնի հասցնելու «նվազագույն ափսոսանքի» սկզբունքի հիման վրա որոշումների կայացման մոդելի միջոցով: Հաղորդակցման նպատակով ԴՎԶ զեկույցը ներառում է սցենարների բազմությունից գրեթե պատահականորեն ընտրված երկու տիպային սցենարների առավել խորը վերլուծություն: Այս սցենարներն արտացոլում են տնտեսության հնարավոր ապագա զարգացումների տիպային ուղիներ, որոնք կպահանջեն շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույթի 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 համագգային 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 համարյալ է երկրում գների կայունության ապահովման նպատակի հետ: Գնաճի նպատակային ցուցանիշն արտահայտվում է սպառողական գների ինդեքսի (ՍԳԻ) միջոցով, քանի որ այն լավագույնս է արտացոլում կենսաապահովման ծախսերի, վերջնական սպառման ապրանքների և ծառայությունների գների ընդհանուր մակարդակի փոփոխության չափը, ինչպես նաև տնտեսավարողների կողմից որոշումների կայացման և պայմանագրերի կնքման հիմնական ուղենիշն է: Այնուհանդերձ, ՍԳԻ զամբյուրում ներառված առանձին ապրանքների և ծառայությունների շուկաներում սեզոնային և արտաձին գործոնների պատճառով առաջացած գների ժամանակավոր տատանումների վրա դրամավարկային քաղաքականությունն ուղղակի ազդեցություն չի կարող ունենալ: Դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացման գործընթացում խորհուրդը դիտարկում է նաև գնաճի այլընտրանքային ցուցանիշներ, ինչպիսիք են բնականոն գնաճի կամ ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսները, որոնք տնտեսությունում հիմնարար գնաճային միջավայրը բնութագրող օգտակար ցուցանիշներ են:

Դրամավարկային քաղաքականության դիրքը և ուղղությունը սահմանվում են կարճաժամկետ տոկոսադրույքների ակնկալվող ուղեգծի փոփոխության միջոցով: Քաղաքականության տոկոսադրույքի արդյունավետ 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:

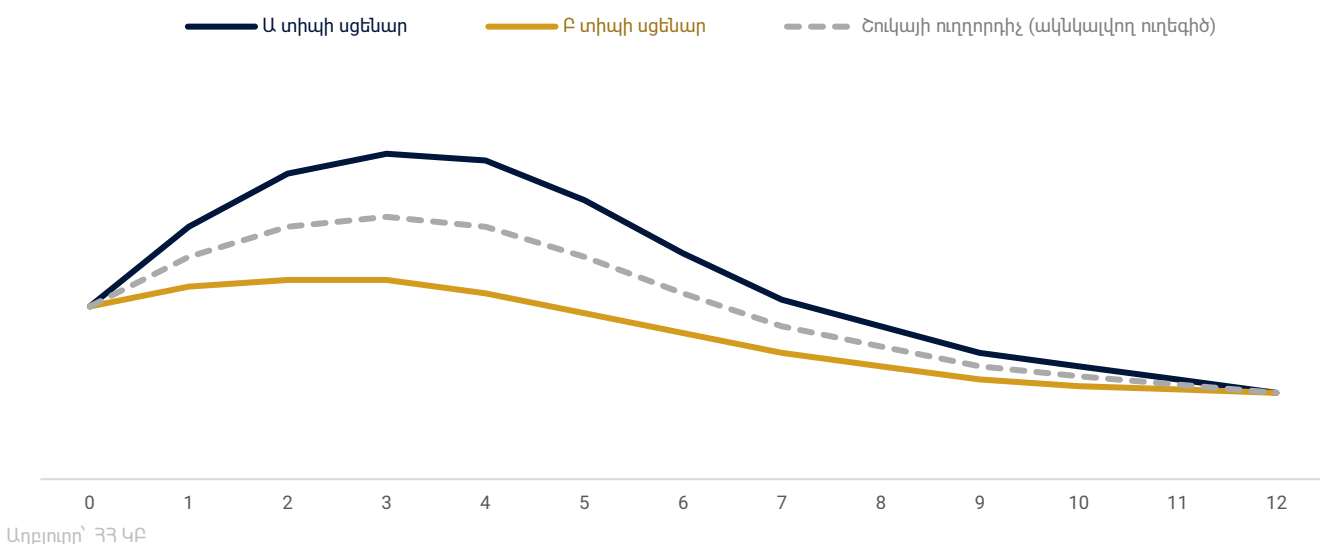
Աճող անորոշություններն ու ռիսկերը կենտրոնական բանկերի համար նոր իրականություն և մարտահրավեր են, որոնք պահանջում են դրամավարկային քաղաքականության մշակման և հաղորդակցման գործող մոտեցման վերաիմաստավորում: Դրամավարկային քաղաքականության ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգը արդյունավետորեն ներառում, հաղորդակցում 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 շրջափուլում 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 սեպտեմբերի 11-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 առկայությամբ 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:



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

Դրամավարկային քաղաքականության գեկոյց | 2026 թ. 3-րդ եռամսյակ

03



Դրամավարկային
քաղաքականության
հեռանկար

Ա. Համաշխարհային տնտեսության զարգացումներ

ԱՄՆ տնտեսության զարգացումներ

Աշխարհաքաղաքական բարձր անորոշության պայմաններում տնտեսական աճն ԱՄՆ-ում շարունակում է դրսևորել զգալի տատանողականություն՝ վերջին շրջանում որոշակիորեն թուլանալով և 2026 թ. 2-րդ եռամսյակում կազմելով եռ/եռ տարեկանացված շուրջ 1.5% (գծապատկեր 3.Ա.1): Չնայած տնտեսական աճի դանդաղմանը՝ մասնավոր սպառման և ներդրումների, հատկապես ԱԲ ոլորտում աճն արագացել է: Ֆինանսական ակտիվների բարձր գները շարունակում են նպաստել սպառման կայուն աճին՝ հատկապես բարձր եկամուտ ունեցող տնային տնտեսությունների շրջանում: Միևնույն ժամանակ, աշխատավարձերի աճի կայունացումն ավելի ցածր մակարդակներում, սպառողական վարկավորման աճի տեմպերի թուլացումը և ժամկետանց վարկերի տեսակարար կշռի աճն ու պատմականորեն բարձր մակարդակներում ձևավորվող կարող են վկայել պահանջարկի թուլացման և կառուցվածքային խնդիրների ձևավորվող ազդակների մասին:

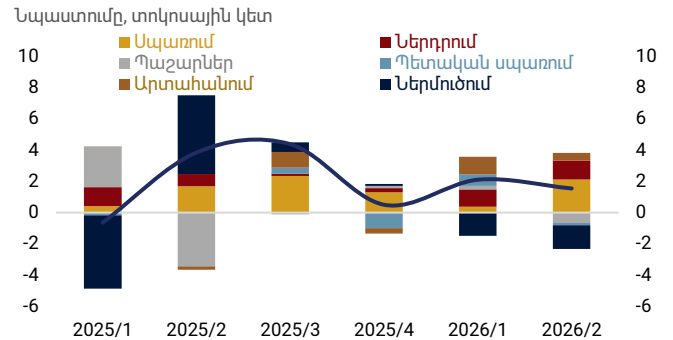
Ֆինանսական, հատկապես տեխնոլոգիական, մասնավորապես ԱԲ հետ կապված ոլորտների ակտիվների գերաժեռքոված լինելու ռիսկերը պահպանվում են: Մի կողմից՝ ԱԲ ենթակառուցվածքներում իրականացվող լայնամասշտաբ ներդրումները կարող են նպաստել աճի երկարաժամկետ ներուժի ընդլայնմանը, մյուս կողմից՝ ձևավորված լավատեսական սպասումների չարդարացման պարագայում ֆինանսական ակտիվների գների հնարավոր էական ճշգրտումները կարող են հանգեցնել ԱՄՆ-ում սպառման և տնտեսական աճի հեռանկարի վատթարացմանը՝ իր հերթին բացասական ազդեցություն ունենալով համաշխարհային պահանջարկի պայմանների վրա: Այդուհանդերձ, այս հատվածում արձանագրվող շահույթի և շահութաբերության բարձր ու աճող ցուցանիշները կարող են վկայել նաև նշված ակտիվների գների աճի հիմնարար բնույթի մասին:

ԱՄՆ հարկաբյուջետային քաղաքականության կայունացման ռիսկերը դարձել են ավելի առարկայական: ԱՄՆ կոնգրեսի բյուջետային գրասենյակի գնահատումների համաձայն՝ 2026 թ. պետական բյուջեի պակասուրդը, վերջին տարիների միտումներին համահունչ, ձևավորվելի 6%-ի շուրջ, ինչն էապես բարձր է պատմական միջին ցուցանիշներից: Միջնաժամկետ հատվածում պակասուրդը կարող է ավելի խորանալ՝ պայմանավորված ինչպես մաքսատուրքերից ստացվող եկամուտների նվազմամբ, այնպես էլ պաշտպանությանն ուղղվող լրացուցիչ ծախսերի իրականացման անհրաժեշտությամբ՝ հատկապես Մերձավոր Արևելքում հակամարտության երկար պահպանման պարագայում: Այս պայմաններում, վերջին շրջանում ԱՄՆ-ում զգալիորեն աճել են երկարաժամկետ տոկոսադրույքները՝ իրենց հերթին խորացնելով պարտքի կայունության շուրջ անհանգստությունները: Չնայած ընթացիկ զարգացումները վկայում են այն մասին, որ ֆինանսական շուկաները հիմնականում գնանշել են այս ռիսկերը, այնուամենայնիվ, այդ զարգացումները դեռևս կարող են նպաստել ԱՄՆ, հետևապես նաև զարգացող երկրների, երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքի մակարդակի աճին:

Մերձավոր Արևելքի հակամարտությունը շարունակում է գնաճի արագացման կամ բարձր մակարդակներում երկար պահպանման ռիսկեր պարունակել՝ կոշտ գներով բնութագրվող ապրանքների և ծառայությունների կայուն, բարձր գնաճի պահպանման պայմաններում: Միաժամանակ, գործազրկության մակարդակը շարունակել է նվազել՝ 2026 թ. հուլիսին կազմելով 4.1%: Աշխատաշուկայի դեռևս խիստ պայմանների և թիրախից կայուն բարձր գնաճի համադրման արդյունքում ֆինանսական շուկաները ներկայումս ակնկալում են քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ՝ ընթացիկ տարում գնանշելով տոկոսադրույքի աստիճանական բարձրացում շուրջ 50 բ.կ.-ով:

Տնտեսական աճը շարունակում է մեծապես պայմանավորվել ԱԲ ոլորտում աճող ներդրումային ակտիվությամբ և մասնավոր սպառման բարձր աճով:

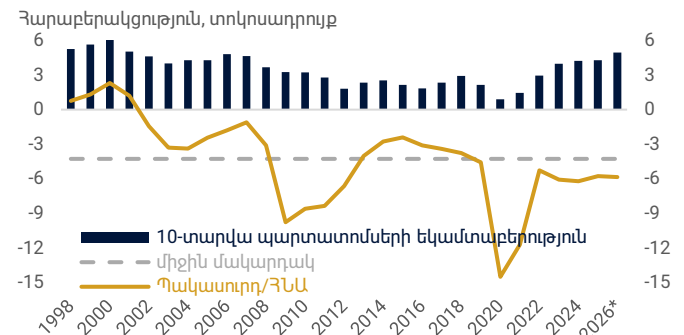
Գծապատկեր 3.Ա.1. Համախառն ներքին արդյունքի իրական աճն ըստ ծախսային բաղադրիչների



Աղբյուր՝ Տնտեսական վերլուծությունների բյուրո (BEA)

ԱՄՆ երկարաժամկետ տոկոսադրույքները շարունակում են աճել, այդ թվում՝ պայմանավորված պարտքի կայունության շուրջ ռիսկերի սրմամբ:

Գծապատկեր 3.Ա.2. ԱՄՆ բյուջեի պակասուրդ և գնանշված պետական պարտատոմսերի եկամտաբերություն

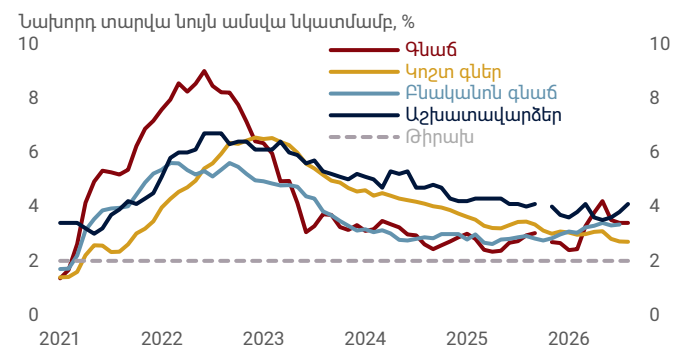


Աղբյուր՝ ԱՄՆ ԴԴՀ

Նշում. 2026 թ-ի համար ներկայացված ցուցանիշները գնահատականներ են և արտահայտում են ընթացիկ զարգացումները:

Մերձավոր Արևելքի հակամարտության երկար պահպանումը կարող է նպաստել գնաճային միջավայրի հետագա ընդլայնմանը:

Գծապատկեր 3.Ա.3. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները



Աղբյուր՝ Աշխատուժի վիճակագրության բյուրո (BLS), Ատլանտայի ԴԴ

Եվրոգոտու տնտեսության զարգացումներ

Չնայած 2026 թվականի 2-րդ եռամսյակում արձանագրված որոշակի արագացմանը, ընդհանուր առմամբ, տնտեսական աճը Եվրոգոտում շարունակում է ձևավորվել ցածր մակարդակներում, իսկ աճի միջնաժամկետ հեռանկարի շուրջ զգալի անորոշությունը պահպանվում է: Մի կողմից՝ Մերձավոր Արևելքի հակամարտության շուրջ պահպանվող մեծ անորոշությունը, էներգակիրների գների բարձր տատանողականության ու մատակարարումների խաթարման ռիսկերը, ինչպես նաև արդյունաբերությունում կուտակված կառուցվածքային խնդիրները շարունակում են սահմանափակել աճի հեռանկարը: Մյուս կողմից՝ ԱԲ ոլորտում ներդրումային ակտիվության որոշակի ավելացումը, ինչպես նաև ռազմարդյունաբերությունում և ենթակառուցվածքներում պետական ներդրումների աստիճանական ընդլայնումը կարող են նպաստել ներուժային աճի բարելավմանը:

Շարունակվող կառուցվածքային խնդիրներին զուգահեռ՝ Եվրոգոտում տնտեսական ակտիվության աստիճանական աշխուժացման որոշակի դրական սպասումներ են ձևավորվում: Դրան կարող են նպաստել, մասնավորապես, Գերմանիայում ենթակառուցվածքային և ռազմարդյունաբերական կարողությունների ընդլայնման ուղղված պետական ներդրումները, որոնց ազդեցությունն աստիճանաբար սկսում է արտահայտվել նաև տնտեսական ակտիվության ցուցանիշներում: Վերջին ամիսներին մշակող արդյունաբերության PMI ցուցանիշների զգալի բարելավումը վկայում է ոլորտում ակտիվության որոշակի վերականգնման մասին, ինչին նպաստում է նաև արտաքին պահանջարկի ընդլայնումը: Միաժամանակ, ծառայությունների ոլորտում պահանջարկի և գործարար ակտիվության վերականգնման միտումները պահպանվում են: Այդուհանդերձ, տնտեսական աճի վերականգնման կայունության շուրջ անորոշությունը պահպանվում է:

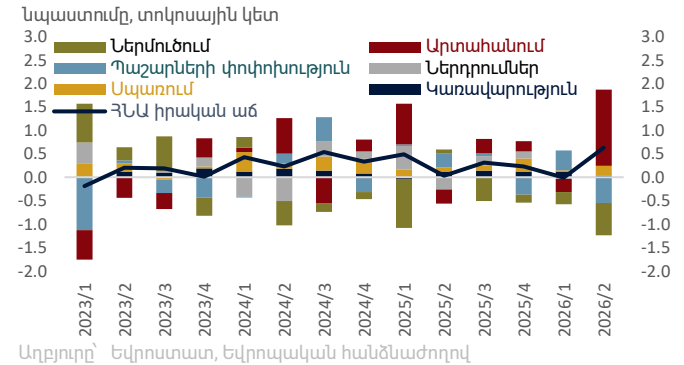
Բնական գազի պաշարների նվազման և պատմականորեն ցածր մակարդակներում ձևավորման, ինչպես նաև հեղուկացված բնական գազից կախվածության աճի պայմաններում Եվրոգոտու տնտեսությունն ավելի խոցելի է դառնում Մերձավոր Արևելքից մատակարարումների խաթարումների նկատմամբ: Եվրոպայում բնական գազի պահուստների համալրվածության մակարդակն օգոստոսին կազմել է շուրջ 65% զգալիորեն զիջելով ձմեռային սեզոնի համար անհրաժեշտ համարվող մակարդակներին: Այս պայմաններում Մերձավոր Արևելքի հակամարտության երկար պահպանումն էական ռիսկեր է պարունակում թե՛ Եվրոգոտու տնտեսական աճի թուլացման, հատկապես էներգահետևանքավոր արդյունաբերության ճյուղերում, թե՛ գնաճային միջավայրի ընդլայնման տեսանկյունից:

2026 թ. օգոստոսին Եվրոգոտում 12-ամսյա գնաճն արագացել է՝ կազմելով 3.3%, ինչը հիմնականում պայմանավորվել է էներգակիրների գնաճի զգալի արագացմամբ և տ/տ 14.3% մակարդակում ձևավորմամբ: Միաժամանակ, ծառայությունների գնաճը, չնայած որոշակի նվազմանը, պահպանվում է թիրախից բարձր՝ 3.0% մակարդակում: Աշխատաշուկայի պայմանները մնում են հարաբերականորեն խիստ. գործազրկությունը պահպանվում է պատմականորեն ցածր մակարդակում, զբաղվածությունը շարունակում է աճել: Մյուս կողմից՝ թափուր աշխատատեղերի և աշխատավարձերի աճի հարաբերական կայունացումը կարող է վկայել անհավասարակշռությունների որոշակի մեղմման մասին:

Այս պայմաններում ԵԿԲ-ն 2026 թ. սեպտեմբերի 10-ին բարձրացրել է քաղաքականության տոկոսադրույքը ևս 25 բազիսային կետով՝ սահմանելով 2.65%՝ արտացոլելով էներգետիկ շոկի տևողության, չափի և հատկապես երկրորդային ազդեցությունների շուրջ մեծ անորոշությունը:

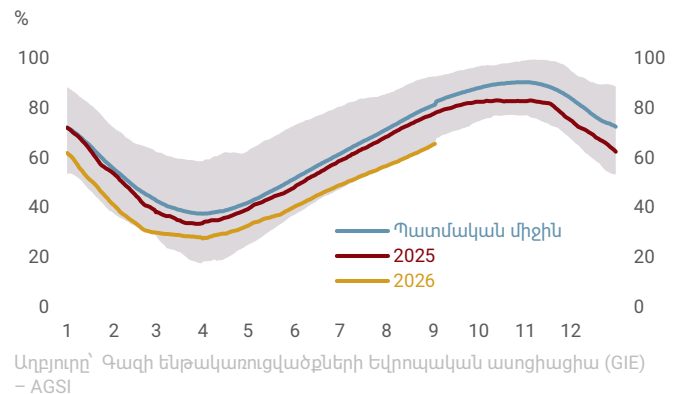
Աշխարհաքաղաքական անորոշությունների և կառուցվածքային խնդիրների խորացման պայմաններում Եվրոգոտու տնտեսական աճի հեռանկարի վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է:

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



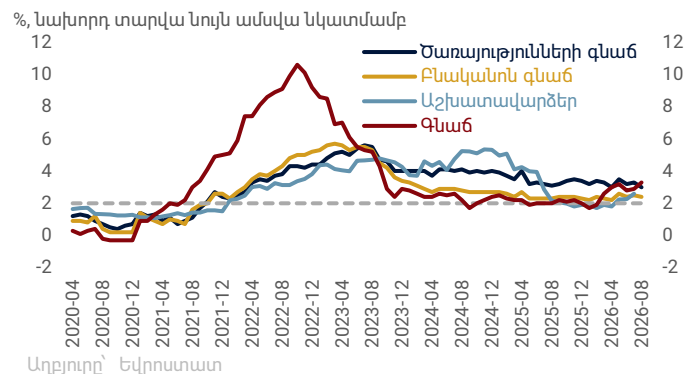
Եվրոպայում գազի պահեստարանների համալրվածությունը 2011 թվականից ի վեր նվազագույն մակարդակներում է՝ մեծացնելով մատակարարման խաթարումների նկատմամբ խոցելիությունը:

Գծապատկեր 3.Ա.5. ԵՄ գազի պահեստարանների համալրվածության մակարդակ



Մերձավոր Արևելքի հակամարտության երկար պահպանումը ԵԳ-ում գնաճային միջավայրի ընդլայնման էական ռիսկեր է պարունակում:

Գծապատկեր 3.Ա.6. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները



ՌԴ տնտեսության զարգացումներ

2026 թ. երկրորդ եռամսյակում ՌԴ տնտեսական աճը որոշակիորեն վերականգնվել է՝ նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի նկատմամբ կազմելով 1.3% (գծապատկեր 3.Ա.7)։ Հարկաբյուջետային քաղաքականության զգալի խթանող դիրքի պայմաններում ակտիվության արագացում հատկապես նկատվում է պահանջարկի ընդլայնմամբ շարժվող ճյուղերում՝ արտահայտվելով մանրածախ առևտրի ու ծառայությունների աճի համեմատաբար բարձր միտումների պահպանմամբ։ Բարձր պահանջարկի առկայության մասին կարող է վկայել նաև ներմուծման ծավալների և սպառողական վարկերի աճի արագացումը, իսկ նավթի համաշխարհային բարձր գների երկար պահպանումը կարող է նպաստել դրա հետագա ընդլայնմանը։ Մյուս կողմից՝ տնտեսությունում կառուցվածքային խնդիրները խորանում են՝ արտահայտվելով առանձին հատվածներում արձանագրվող թույլ աճերով կամ անկմամբ, ինչպես նաև անշարժ գույքի գների աճի դանդաղմամբ և, ընդհանուր առմամբ, տնտեսությունում խնդրահարույց վարկերի կշռի զգալի աճով։

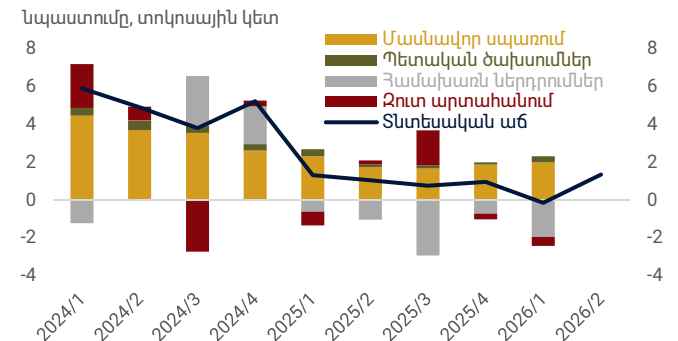
Վերջին շրջանում ռուս-ուկրաինական հակամարտության մասշտաբները որոշակիորեն ընդլայնվել են։ Այս համատեքստում ՌԴ-ում անվտանգային խնդիրների խորացումը դեպի տարածաշրջանի երկրներ, այդ թվում՝ ՀՀ, այցելությունների ավելացման և կապիտալի արտահոսքի լրացուցիչ շարժառիթներ է ձևավորել։ Այս պայմաններում, վերջին շրջանում նկատվում է նաև կանխիկ ռուբլու նկատմամբ պահանջարկի էական աճ։ Վերջինս կարող է մի կողմից՝ արտացոլել որոշ ժամանակավոր, ոչ կառուցվածքային գործոնների ազդեցությունը, կապիտալի արտահոսքի ծավալների հնարավոր ավելացումը, մյուս կողմից՝ մատնանշել նաև բանկային համակարգի նկատմամբ վստահության հնարավոր թուլացումը։ Այս համատեքստում ֆինանսական կայունության վերաբերյալ մտահոգությունների ավելացումը կարող է լրացուցիչ խորացնել պահանջարկի թուլացման ռիսկերը տնտեսությունում։

Զուգահեռաբար, Մերձավոր Արևելքում հակամարտության պահպանման պայմաններում էներգակիրների գները շարունակում են ձևավորվել բարձր մակարդակներում, ինչն արտահայտվում է նաև ՌԴ պետական բյուջեի նավթագազային եկամուտների աճով (գծապատկեր 3.Ա.8) և, առնվազն կարճաժամկետում, կարող է նպաստել հարկաբյուջետային տարածքի որոշակի ընդլայնմանը՝ մեծացնելով նաև տնտեսական աճի խթանման հնարավորությունները։

2026 թ. հուլիսին ՌԴ-ում 12-ամսյա գնաճը, շեղվելով վերջին ամիսների դանդաղման միտումներից, որոշակիորեն արագացել է՝ կազմելով 6.0% (գծապատկեր 3.Ա.9) և հիմնականում արտացոլում է ներքին տնտեսությունում վառելիքի գների աճը՝ պայմանավորված վառելիքի արտադրության խաթարումներով։ Այս առումով՝ գնաճային միջավայրի հետագա ընդլայնման ռիսկերն առարկայական են։ Բնականոն գնաճը և ծառայությունների գների աճը ևս շարունակում են ձևավորվել թիրախից բարձր մակարդակներում՝ համապատասխանաբար կազմելով 5.2% և 7.8%։ Զուգահեռաբար՝ աշխատաշուկայի խիստ պայմանները պահպանվում են. գործազրկությունը շարունակում է ձևավորվել պատմականորեն ցածր մակարդակում՝ կազմելով 2.1%, իսկ աշխատուժի պակասորդը շարունակում է մնալ բիզնեսի համար հիմնական խնդիրներից մեկը։ Ավելին՝ շարունակական միգրացիոն խստացումները կարող են լրացուցիչ սահմանափակել աշխատուժի առաջարկը՝ ուժեղացնելով նաև գնաճային ճնշումները։ Տնտեսության առանձին հատվածներում վերը նշված կառուցվածքային անհաշվելիքային փոփոխությունների աստիճանական կուտակումը և, մյուս կողմից՝ աշխատաշուկայի պահպանվող խիստ պայմաններն ու բարձր գնաճային սպասումները ՌԴ ԿԲ-ի համար զգալիորեն բարդացնում են կարճաժամկետում գնաճ-տնտեսական աճ երկընտրանքի արդյունավետ կառավարումը։

Հարկաբյուջետային քաղաքականության զգալի խթանող դիրքի պայմաններում տնտեսական աճը ՌԴ-ում որոշակիորեն վերականգնվել է։

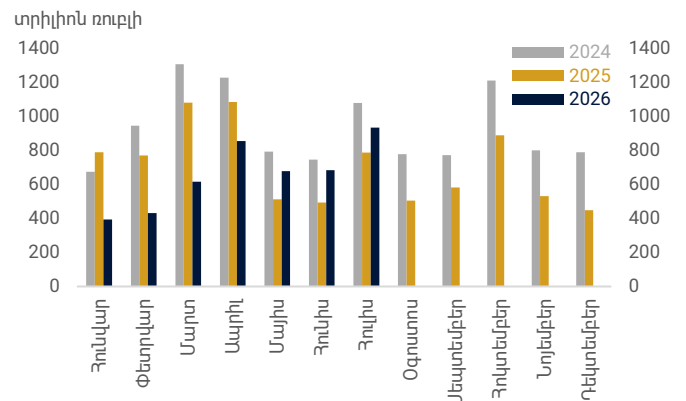
Գծապատկեր 3.Ա.7. ՌԴ համախառն ներքին արդյունքի իրական աճը



Աղբյուր՝ Ռուսաստանի վիճակագրության կոմիտե

Մերձավոր Արևելքում հակամարտության երկար պահպանումը նպաստում է ՌԴ-ում հարկաբյուջետային տարածքի ընդլայնմանը։

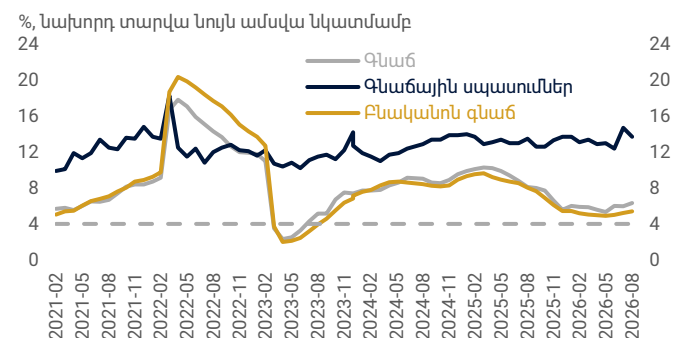
Գծապատկեր 3.Ա.8. ՌԴ պետական բյուջեի նավթագազային եկամուտներ



Աղբյուր՝ Ռուսաստանի ֆինանսների նախարարություն

Պահպանվող բարձր գնաճային սպասումները բարդացնում են ՌԴ ԿԲ-ի կողմից գների կայունության նպատակի ապահովումը։

Գծապատկեր 3.Ա.9. ՌԴ գնաճի ցուցանիշներ



Աղբյուր՝ Ռուսաստանի վիճակագրության կոմիտե

Ապրանքահումքային շուկայի զարգացումներ

Պղինձ. 2026 թ. երրորդ եռամսյակի ընթացքում, պղնձի միջազգային գինը, չնայած համաշխարհային պահանջարկի հեռանկարի շուրջ անորոշության աճի պայմաններում որոշակի տատանողականության դրսևորմանը, շարունակել է աճել՝ սեպտեմբերի առաջին տասնօրյակում, միջինում ձևավորվելով մեկ տոննայի դիմաց 14.4 հազար ԱՄՆ դոլարի շուրջ: Պղնձի գների հեռանկարի վերաբերյալ անորոշությունը պայմանավորված է մի կողմից՝ կանաչ էներգիային անցման արագությամբ, ԱԲ և տվյալների կենտրոնների ընդլայնման արդյունքում աճող պահանջարկով, ինչպես նաև համաշխարհային պաշտպանական և այլ ենթակառուցվածքների բարելավման ուղղված ծրագրերի ծավալների ընդլայնմամբ: Մյուս կողմից՝ աշխարհաքաղաքական անորոշությունների կտրուկ ավելացումը համաշխարհային պահանջարկի թուլացման ռիսկեր է պարունակում՝ գնանկումային ճնշումներ գործադրելով համաշխարհային գների վրա:

Նավթ. Նավթի համաշխարհային գները, Մերձավոր Արևելքում հակամարտության մասշտաբների որոշակի ընդլայնման պայմաններում, աճել են՝ վերջին օրերին գերազանցելով 100 ԱՄՆ դոլար/բարել մակարդակը: Հակամարտության սկզբից ի վեր Նավթի շուկայում հավասարակշռությունը զգալիորեն խաթարվել է, իսկ պաշարների և չօգտագործված արտադրական հզորությունների նվազումը շուկան առավել խոցելի է դարձրել առաջարկի հնարավոր նոր ցնցումների կամ ներկայիս խաթարումների երկար պահպանման նկատմամբ: Ստեղծված իրավիճակում OPEC+ անդամ մի շարք երկրներ, շուկայի կայունությանն աջակցելու նպատակով, ապրիլից շարունակել են աստիճանաբար թուլացնել 2023 թվականին հայտարարված արտադրության կամավոր կրճատման ծավալները: Գործընթացի վերջին փուլով 2026 թվականի սեպտեմբերից նախատեսվում է արտադրության քվոտաներն ավելացնել ևս շուրջ 188 հազ. բ/օ-ով: Այդուհանդերձ, լրացուցիչ առաջարկի մեծ մասը պետք է ապահովվի Պարսից ծոցի արտադրողների կողմից, որտեղ առևտրային ուղիները ներկայումս էապես սահմանափակված են: Այսպիսով, առաջիկայում Նավթի գների աճի ռիսկերը հիմնականում կապված են հակամարտության տևողության և առաջատար տնտեսություններում Նավթի ռազմավարական պաշարների նվազման արագության հետ: Միևնույն ժամանակ, ԱՄՆ-ում Նավթի արդյունահանման ծավալների աստիճանական ավելացումը և համաշխարհային տնտեսությունում, մասնավորապես Չինաստանում և ԵԳ-ում, պահանջարկի պայմանների թուլացումը կարող են Նավթի համաշխարհային գների նվազման ուղղությամբ ճնշումներ գործադրել:

Պարեն. Մերձավոր Արևելքի հակամարտության մեկնարկից ի վեր, հիմնականում պայմանավորված մատակարարման ուղիների խաթարումներով և էներգակիրների բարձր գներով, միջազգային գներն աճել են շուրջ 6%-ով: Այդուհանդերձ, առանձին ապրանքախմբերում գնային զարգացումները շարունակում են կրել տարասեռ բնույթ: Մասնավորապես՝ զգալի աճ է արձանագրվել բուսական յուղերի, հացահատիկի և շաքարավազի գծով՝ պայմանավորված նաև ռուս-ուկրաինական հակամարտության որոշակի սրմամբ, միևնույն ժամանակ կաթնամթերքի գները որոշակիորեն նվազել են, իսկ մսամթերքի գների աճը եղել է համեմատաբար չափավոր: Այս պայմաններում հակամարտությունների երկար պահպանումը կարող է պարենային ապրանքների համաշխարհային գների հետագա աճի ռիսկեր պարունակել: 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:

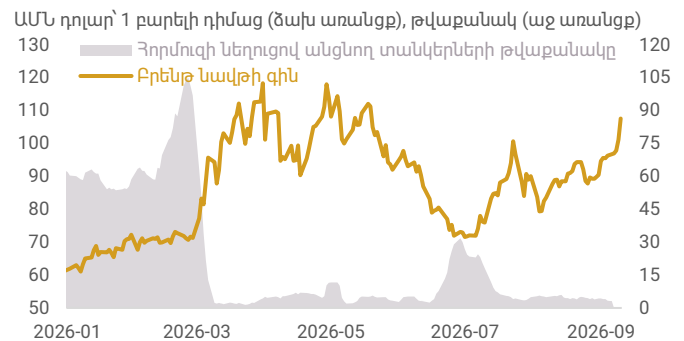
Գծապատկեր 3.Ա.10. Պղնձի համաշխարհային գին



Աղբյուրը՝ Բլումբերգ

Մերձավոր Արևելքի հակամարտության պահպանման պայմաններում Նավթի համաշխարհային գների հեռանկարի շուրջ անորոշությունը մնում է զգալի բարձր:

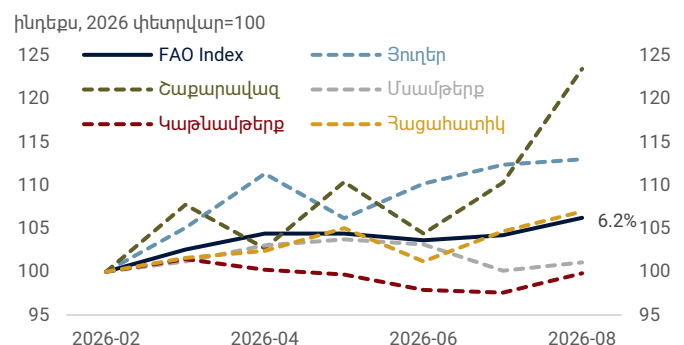
Գծապատկեր 3.Ա.11. Հորմուզի նեղուցով անցանելիություն ու Նավթի համաշխարհային գներ



Աղբյուրը՝ ԱՄՅ, Սենթ-Լյուիսի ԴԴԲ

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

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



Աղբյուրը՝ 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 Սեպ- 26	ՀԲ Ապր- 26	Կոնսենսուս Օգոս- 26	ՀԲ Ապր- 26	ՌԷԵ Հուն- 26	Կոնսենսուս Օգոս- 26	Յուղեր և սնունդ Ապր- 26	Հացահատիկ Ապր- 26	Այլ պարեն Ապր- 26
2026	91	86	88	12000	12699	13654	4.3	2.4	0.3
2027	74	70	77	11000	12277	14050	0.3	2.2	1.7

Աղբյուրը՝ ԷՏԳ, ՀԲ, Բլումբերգ, ՌԷԵ, ԱՄՆ

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

Աղբյուր	ԱՄՆ					ԵԳ					ՌԴ					
	ԱՄՆ Հուլ- 26	ՀԲ Հուն- 26	ՏՀԶԿ Հուն- 26	ԴՊՀ Հուն- 26	Կոնսենսուս Սեպ- 26	ԱՄՆ Հուլ- 26	ՀԲ Հուն- 26	ՏՀԶԿ Հուն- 26	ԵՀ Մայ- 26	ԵԿԲ Հուն- 26	Կոնսենսուս Սեպ- 26	ԱՄՆ Հուլ - 26	ՀԲ Հուն- 26	ՏՀԶԿ Հուն- 26	ՌԿԲ Հուլ- 26	Կոնսենսուս Սեպ- 26
Ամսաթիվ																
Տնտեսական աճ (տարեկան, %)																
2025 (Փ*)				2.1					1.4					1.0		
2026	2.3	2.2	2.0	2.2	2.1	0.9	0.8	0.8	0.9	0.8	0.8	1.1	0.8	0.6	0.5	0.7
2027	2.2	2.1	1.8	2.3	2.1	1.2	1.3	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1	0.7	0.8	1.2	1.2
2028	2.1	2.0	-	2.2	2.1	-	1.3	-	-	1.5	1.4	-	0.7	-	1.7	1.3
Գնաճ (տարեկան, %)																
2025 (Փ*)				2.7					2.1					8.7		
2026	3.2	-	3.7	3.6	3.3	2.6	-	2.8	3.0	3.0	2.8	5.6	-	6.4	6.1	6.0
2027	2.1	-	2.1	2.3	2.4	2.2	-	2.4	2.3	2.3	2.2	4.3	-	4.5	5.2	5.0
2028	2.2	-	-	2.0	2.3	2.1	-	-	-	2.0	2.0	4.0	-	-	4.2	4.4

* Փաստացի

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

Բ. Ներքին պահանջարկի միջավայր

Համախառն առաջարկ և պահանջարկ

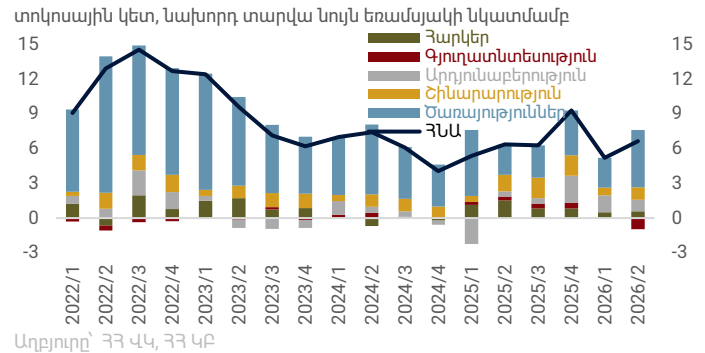
2026 թ. 2-րդ եռամսյակում Հայաստանի տնտեսական աճը որոշակիորեն արագացել է և ձևավորվել երկարաժամկետ կայուն մակարդակից բարձր՝ տ/տ 6.7% մակարդակում (գծապատկեր 3.Բ.1): Ընդ որում, ինչպես եղանակային անբարենպաստ պայմանների հետևանքով սեզոնի հետաձգման, այնպես էլ դեպի ՌԴ արտահանման սահմանափակումների պայմաններում գյուղատնտեսության ճյուղում արձանագրվել է տ/տ 15.3% անկում շուրջ 1.0 տ.կ. զսպող ազդեցություն ունենալով տնտեսական աճի վրա: Այս սահմանափակումները ռիսկեր են պարունակում նաև մշակող արդյունաբերության միջնաժամկետ աճի և արտահանման հեռանկարի համար, որոնք վերջին շրջանում որոշակիորեն թուլացել են Մերձավոր Արևելքում առևտրային ուղիների խաթարման հետևանքով: Մյուս կողմից՝ ԱԲ ուղղությամբ կատարվող ներդրումներին և համաշխարհային SS ենթակառուցվածքներին աստիճանական, ավելի սերտ ինտեգրմանը զուգընթաց, երկրորդ եռամսյակում արագացել է ՏՀ ճյուղի աճը՝ կազմելով 15%: Հարկ է նաև նշել, որ վերջին ամիսներին շահագործման է հանձնվել ԱԲ մի քանի գործարան՝ առաջիկա տարիներին թողարկման և արտահանման հետագա, զգալի ընդլայնման նպատակադրմամբ, որոնք, կախված ՀՀ տնտեսության կողմից այս հնարավորությունների օգտագործման արդյունավետությունից, կարող են նշանակալի դրական նպաստում ունենալ ՀՀ տնտեսության ներուժի ավելացմանը (տե՛ս Ներգիր 1):

Չնայած ՏՀ և արդյունաբերության, հատկապես հանքագործական, ճյուղերում նկատվող դրական զարգացումներին, տնտեսական աճի ընթացիկ արագացումն առավելապես պայմանավորվել է պահանջարկի ընդլայնմամբ շարժվող, այդ թվում՝ ծառայությունների և շինարարության ճյուղերով: Ընդ որում, շինարարության ճյուղի թողարկման բարձր աճը վերջին ամիսներին զուգորդվում է անշարժ գույքի գների կտրուկ աճով՝ հավանաբար վկայելով պահանջարկի առաջանցիկ աճի մասին, իսկ ծառայությունների ճյուղում, հատկապես վերջին եռամսյակներում, աճն աստիճանաբար կրում է առավել համատարած բնույթ:

Չնայած 2026 թ. ընթացքում դեպի ՀՀ զբոսաշրջային հոսքերի՝ պատմական ցուցանիշներից բարձր մակարդակների ձևավորմանը՝ վերջին ամիսներին նկատվում է դրանց աճի տեմպերիդանդադում, իսկ հուլիսին դիտվել է տ/տ շուրջ 25% նվազում: Մյուս կողմից՝ առաջին կիսամյակի արդյունքներով դեպի ՀՀ օտարերկրյա, առավելապես ՌԴ քաղաքացիների, զուտ ներհոսքը էապես աճել է, ինչը, համադրելով ծառայությունների առանձին ճյուղերում արձանագրվող բարձր տնտեսական ակտիվության և համապատասխան ճյուղերում աշխատավարձերի ու գների աճի արագացման, ոչ ռեզիդենտների կողմից փոխարկումների ծավալի ավելացման հետ, հավանաբար վկայում է ոչ թե զբոսաշրջային հոսքերի նվազման, այլ այցելությունների տևողության և/կամ դրանց բնույթի փոփոխության մասին: Նշված հոսքերն առավելապես պայմանավորված են ՌԴ-ում անվտանգային և բիզնես միջավայրի վատթարացմամբ և կարող են զգալիորեն նպաստել պահանջարկի պայմանների ընդլայնմանը ՀՀ-ում:

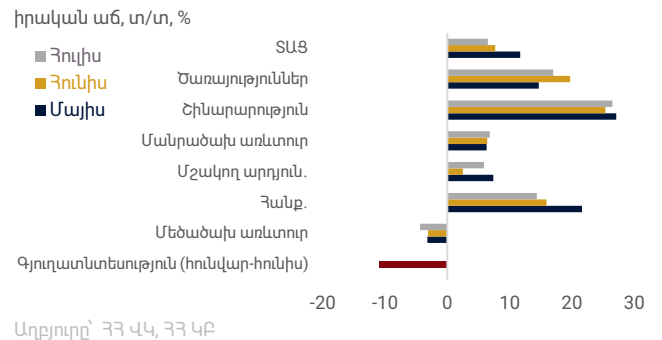
Այսպիսով՝ վարկավորման և մանրածախ առևտրի, ՀՀ կարիքների համար ներուժման բարձր աճերը, ինչպես նաև ծառայությունների ոլորտում պահպանվող բարձր ակտիվությունը կարող են վկայել տնտեսությունում ձևավորված բարձր պահանջարկի պայմանների և վերջին շրջանում դրանց ընդլայնման մասին (գծապատկեր 3.Բ.3): Այդուհանդերձ, աճի կառուցվածքային առանձնահատկություններով և տարբեր ճյուղերում ոչ համաչափ զարգացումներով պայմանավորված տնտեսության դիրքի շուրջ մեծ անորոշությունը պահպանվում է, իսկ դրա հեռանկարի շուրջ ռիսկերը սրվել են երկու ուղղությամբ էլ:

2026 թ. 2-րդ եռամսյակում տնտեսական աճի արագացմանն առավելապես նպաստել են պահանջարկի ընդլայնմամբ շարժվող ճյուղերի զարգացումները:
Գծապատկեր 3.Բ.1. Արտադրական եղանակով ՀՆԱ իրական աճի նպաստումներն ըստ բաղադրիչների



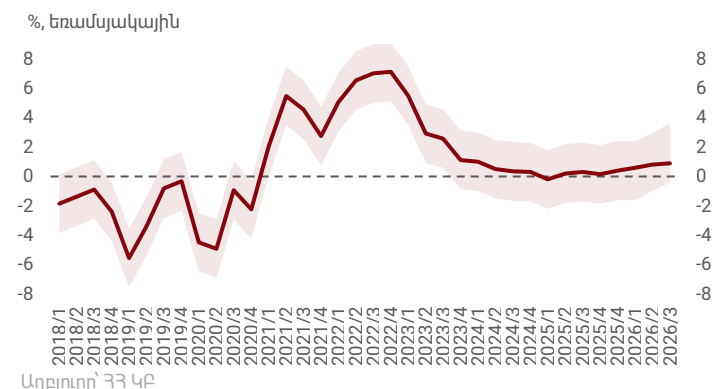
Տնտեսական ակտիվության աճը շարունակում է դրսևորել ճյուղային տարամիտումներ՝ արտահայտվելով գյուղատնտեսության անկմամբ և պահանջարկահեն ճյուղերի բարձր աճերով:

Գծապատկեր 3.Բ.2. Տնտեսական ակտիվության ճյուղային բացվածք



Պահանջարկի ընդլայնմամբ շարժվող ճյուղերում պահպանվող բարձր ակտիվությունը կարող է մատնանշել ավելցուկային պահանջարկի առկայության և վերջին շրջանում դրա ընդլայնման մասին:

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



Ներդիր 1. ԱԲ տվյալների գործարանների հնարավոր մակրոտնտեսական ազդեցությունները ՀՀ-ում

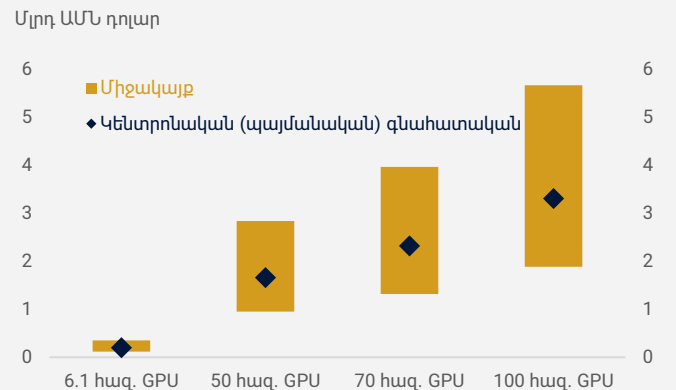
Հայաստանում խոշոր ԱԲ հաշվողական ենթակառուցվածքների ձևավորումը կարող է առաջիկա տարիներին էական ազդեցություն ունենալ ներդրումների, արտաքին առևտրի, էլեկտրաէներգիայի նկատմամբ պահանջարկի և տնտեսության արտադրական կարողությունների վրա: Վերջին ամիսներին Հայաստանում արդեն իսկ գործարկվեցին առաջին ԱԲ գործարանները, որոնց գծով ընդհանուր ներդրումների ծավալը հասնում է շուրջ 500 մլն ԱՄՆ դոլարի, իսկ գործառնական փուլում արտահանումը ՀՆԱ-ում կարող է կազմել մինչև 0.6-1.0%: Այդուհանդերձ, այս նախագծերի¹ հայտարարված ընդլայնման դեպքում տեղակայված հաշվողական հզորությունները կարող են աճել ներկայիս շուրջ 6 հազ. GPU-ից մինչև 50–70 հազ. և ավելի, իսկ էլեկտրաէներգիայի պահանջարկը՝ շուրջ 15-18 ՄՎտ-ից մինչև 300–400 ՄՎտ, որոնց մակրոտնտեսական ազդեցությունները կարող են զգալիորեն ավելի մեծ լինել:

Նախագծի մակրոտնտեսական ազդեցությունը տարբեր է **կառուցման և գործառնական փուլերում**: *Կառուցման* փուլում նմանատիպ բարձր կապիտալատար նախագծերը տարբերվում են առավել ավանդական ներդրումային ծրագրերից նրանով, որ կապիտալ ծախսերի զգալի մասը բաժին է ընկնում ներմուծվող բարձրարժեք տեխնոլոգիական սարքավորումներին: Այս համատեքստում, ներդրումների աճը մեծ մասամբ ուղեկցվում է ներմուծման աճով և միայն սահմանափակ չափով է վերածվում Հայաստանում ստեղծվող ավելացված արժեքի: Վերջինս ձևավորվում է հիմնականում շինարարության, մասնագիտական ծառայությունների, աշխատավարձերի և տեղական մատակարարումների միջոցով: Ներմուծման առաջանցիկ աճը նաև ժամանակավորապես կխորացի ընթացիկ հաշվի պակաստուրդը, հատկապես սկզբնական փուլում, երբ ծառայությունների համապատասխան արտահանման հոսքերը դեռևս ամբողջությամբ չեն նյութականացվել: Ներմուծման աճի արտաքին ազդեցությունը կախված է նաև դրա ֆինանսավորման աղբյուրից: Արտաքին սեփական կապիտալի (օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների տեսքով) կամ պարտքային ֆինանսավորման դեպքում սարքավորումների ներմուծմանը զուգահեռ ֆինանսական հաշվում ձևավորվում է համապատասխան կապիտալի ներհոսք, իսկ հետագա փուլերում կարող է ձևավորվել ներդրումային եկամուտների արտահոսք²:

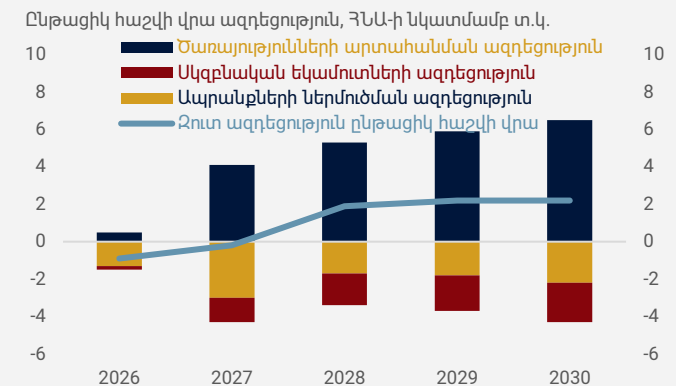
Գործառնական փուլում նախագծի հիմնական ազդեցություններն աստիճանաբար ձևավորվում են ծառայությունների արտահանման, արտադրության հոսքերի և էլեկտրաէներգիայի պահանջարկի մեծացման միջոցով: Հաշվողական ծառայությունների արտահանման ծավալի շուրջ անորոշությունը զգալի մեծ է և կախված է տեղադրված GPU-ների քանակից, դրանց օգտագործման մակարդակից և իրացման գնից: 70 հազ. GPU-ի, 70% հզորության օգտագործման, 6 ԱՄՆ դոլար/GPU-ժամ գնի և 90% արտահանման կշռի պայմանական սցենարում ծառայությունների արտահանումը կարող է կազմել շուրջ **2.3 մլրդ ԱՄՆ դոլար**, ինչը համարժեք է 2025 թ. ՀՀ ծառայությունների արտահանման շուրջ **40%-ին**: Սակայն, այս գնահատականը պետք է մեկնաբանել որպես հնարավոր մասշտաբի ցուցիչ, այլ ոչ կանխատեսում: Նույն՝ 70 հազ. GPU-ի և 4–8 ԱՄՆ դոլար/GPU-ժամ գնի միջակայքում արտահանման պայմանական գնահատականը կարող է տատանվել մոտ **1.3–3.5 մլրդ ԱՄՆ դոլարի** սահմաններում³ (գծապատկեր Ն.1.1.):

Այսպիսով, նախագծի արտաքին ազդեցությունը զգալիորեն կախված է ոչ միայն տեղադրված ֆիզիկական հզորությունից, այլ նաև դրա օգտագործման ինտենսիվությունից և վաճառքի փաստացի գնից: Ընթացիկ հաշվի վրա լրացուցիչ ազդեցության տեսանկյունից այս գործոնների համակցված պայմանական ուղին ներկայացված է գծապատկեր Ն.1.2-ում: Այդուհանդերձ, չնայած ներկայացված մասշտաբներին, անհրաժեշտ է հաշվի առնել այս գործոնետության հետ կապված առանձնահատկությունները: Այսպես, ծառայությունների արտահանման բարձր ծավալները չեն ենթադրում տնտեսությունում **համարժեք չափով ազգային եկամտի աճ**: Եթե արտադրությունն իրականացվում է Հայաստանում, ստեղծված ավելացված արժեքն ընդգրկվում է ՀՀ ՀՆԱ-ում անկախ ընկերության սեփականության կառուցվածքից: Միաժամանակ, ոչ ռեզիդենտ սեփականատերերին պատկանող շահույթը և այլ ներդրումային եկամուտները վճարային հաշվեկշռում արտացոլվում են որպես առաջնային եկամտի արտահոսք, ինչի հետևանքով Համախառն ազգային եկամտի (ՀԱԵ) աճը կարող է էապես զիջել ՀՆԱ-ի աճին⁴: Հայաստանում պահպանվող եկամուտը հիմնականում ձևավորվում է ռեզիդենտների աշխատավարձերի, տեղական մատակարարների և էլեկտրաէներգետիկ հատվածի ավելացված արժեքի, հարկային մուտքերի և

Գծապատկեր Ն.1.1. Firebird-ի ծառայությունների արտահանման պայմանական ծավալը՝ ըստ հաշվողական հզորության



Գծապատկեր Ն.1.2. Firebird-ի պայմանական լրացուցիչ ազդեցությունը ընթացիկ հաշվի բաղադրիչների վրա



¹ "Firebird" ընկերության և ՀՀ Կառավարության միջև կնքված հուշագիր:

² Փուլ 1-ի ֆինանսավորման զգալի մասը ներգրավվել է ՀՀ ֆինանսական համակարգից՝ շուրջ 300 մլն ԱՄՆ դոլար համասնդիկացված և 60 մլն ԱՄՆ դոլար (Ամերիաբանկ) առանձին բանկային վարկերի միջոցով, մինչդեռ հետագա փուլերի ֆինանսավորման կառուցվածքը դեռևս անորոշ է:

³ Հաշվարկները կատարված են 90% արտահանման կշռի պայմաններում: Ստորին և վերին սահմանները ենթադրում են GPU-ների 60% և 80% հզորությունների օգտագործում և 4–8 ԱՄՆ դոլար/GPU-ժամ գնի միջակայք: «Միջակայք»-ը ներկայացնում է վերին և ստորին սահմանների տարբերությունը: Կենտրոնական գնահատականը հաշվարկված է 70% օգտագործման և 6 ԱՄՆ դոլար/GPU-ժամ գնի պայմաններում:

⁴ ՀԱԵ-ն բնութագրում է տվյալ երկրի ռեզիդենտների կողմից ստացվող սկզբնական եկամուտները՝ ներառյալ աշխատավարձը, շահույթը, ներդրումային և գույքային եկամուտները՝ անկախ դրանց աշխարհագրական աղբյուրից, մինչդեռ ՀՆԱ-ն արտացոլում է երկրի տնտեսական տարածքում ստեղծված ավելացված արժեքը՝ անկախ արտադրական գործոնների սեփականատերերի ռեզիդենտությունից:

ռեզիդենտներին պատկանող շահույթի միջոցով: Միևնույն ժամանակ, ներմուծվող գործառնական ծառայությունները, անհրաժեշտության դեպքում էներգակիրների ներմուծումը, նվազեցնում են Հայաստանում ստեղծվող զուտ ավելացված արժեքը, իսկ սարքավորումների պարբերական փոխարինումը և ոչ ռեզիդենտներին վճարվող առաջնային եկամուտները սահմանափակում են ընթացիկ հաշվի վրա զուտ դրական ազդեցության չափերը:

Հայաստանում ստեղծվող ավելացված արժեքի չափերի տեսանկյունից առանձնահատուկ նշանակություն ունի նաև **էներգետիկ համակարգի առաջարկը՝** լրացուցիչ պահանջարկը սպասարկելու և համապատասխան հզորություններ ձևավորելու կարողության առումով: Հայտարարված ամբողջական մասշտաբում 300–400 ՄՎտ շարունակական պահանջարկը համարելի է ՀՀ ներկայիս տարեկան էլեկտրաէներգիայի արտադրության շուրջ 27–36%-ին (Աղյուսակ Ն.1.1): Եթե այդ պահանջարկին ի պատասխան ձևավորվեն նոր արտադրական հզորություններ, ցանցային ենթակառուցվածքներ և պահեստավորման այլ լուծումներ, Նախագիծը կարող է խթանել նաև էներգետիկ հատվածում լրացուցիչ ներդրումներն ու ներքին ավելացված արժեքի ստեղծումը: Հակառակ դեպքում, առաջարկի սահմանափակ ճկունության պայմաններում, կարող են ուժեղանալ ընդհանուր գնաճային ճնշումներն այս հատվածում, ինչպես նաև այլ սպառողների դուրսմղման ռիսկերը: Միաժամանակ, լրացուցիչ արտադրության եղանակից կախված (չերմային էներգիա)՝ ծառայությունների արտահանման դրական ազդեցության մի մասը կարող է «չեզոքացվել» էներգիայի ներմուծման ընդլայնման հաշվին:

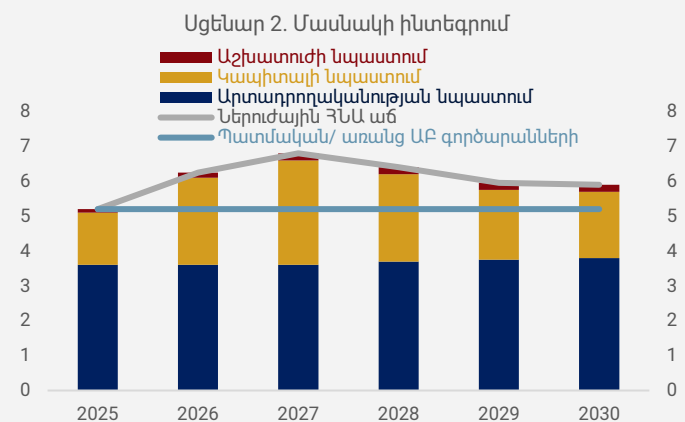
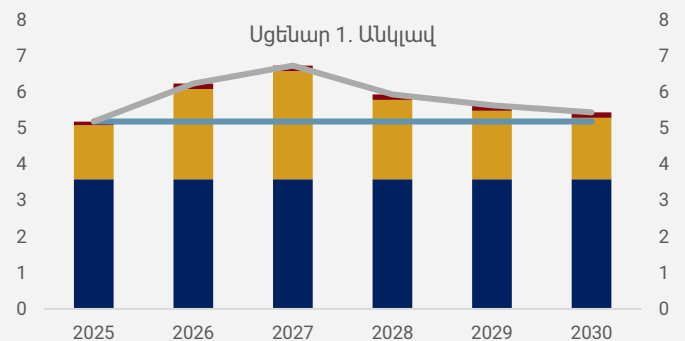
Հայաստանում պահպանվող եկամտի կարևոր բաղադրիչ կարող են լինել նաև **հարկային մուտքերը:** 70 հազ. GPU-ի դեպքում շուրջ 2.6 մլրդ ԱՄՆ դոլար պայմանական տարեկան հասույթի (որից՝ 90% արտահանման կշռի պայմաններում շուրջ 2.3 մլրդ ԱՄՆ դոլարը ծառայությունների արտահանումն է), պայմանական 40% շահույթի մարժայի և 20% դրույքաչափի պարագայում շահութահարկը կարող է կազմել մոտ **75 մլրդ դրամ**, որը համարժեք է 2025 թ. հարկային եկամուտների մոտ 3%-ին կամ ՀՆԱ-ի շուրջ 0.7%-ին: Սակայն այս գնահատականը զգալիորեն կախված է գործառնական ծախսերից, մաշվածքից, ֆինանսավորման արժեքից և փաստացի հարկվող բազայից: Միաժամանակ, Նախագծի բարձր կապիտալատարության պայմաններում զբաղվածությունից և աշխատավարձերից ձևավորվող լրացուցիչ հարկային մուտքերը կարող են համեմատաբար սահմանափակ լինել: Հետևաբար, հարկաբյուջետային տեսանկյունից հիմնական անորոշությունը կապված է Նախագծի փաստացի շահութաբերության, հարկվող բազայի, ձևավորվող հարկային եկամուտների չափի և դրանց օգտագործումից բխող ներքին պահանջարկի ազդեցության հետ:

Այդուհանդերձ, նշված կարողությունների ստեղծման երկարաժամկետ ազդեցությունը կարող է էապես ավելի նշանակալի լինել՝ կախված նրանից, թե Նախագծի գործարկման արդյունքում որքան լրացուցիչ կապիտալ, մասնագիտացված ծառայություններ, հմտություններ և արտադրական կարողություններ են ձևավորվում, և որքանով են դրանք տարածվում տնտեսության այլ հատվածներում: Այս տեսանկյունից կարելի է առանձնացնել տնտեսության երկարաժամկետ ներուժային աճի երեք տիպային սցենար:

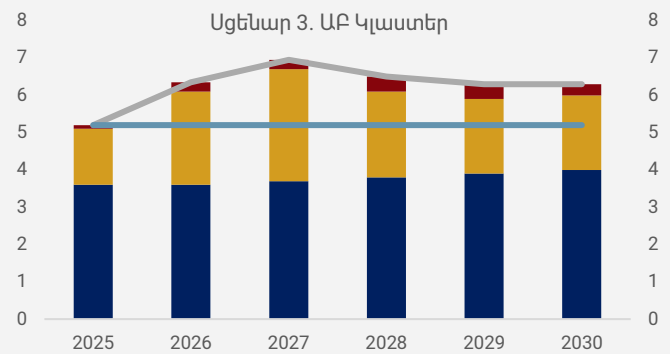
- **Արտահանման անկլավի սցենար.** Նախագիծը կարող է գործել որպես բարձր կապիտալատար, արտահանմանն ուղղված արտադրական «անկլավ»՝ սահմանափակ զբաղվածության ազդեցությամբ և տնտեսության այլ հատվածների հետ ոչ նշանակալի փոխազդեցությամբ: Այս դեպքում ներուժային աճի լրացուցիչ ազդեցությունը հիմնականում ձևավորվում է հենց Նախագծի շրջանակում իրականացվող կապիտալ ներդրումներից, որը ներդրումային փուլի ավարտից հետո աստիճանաբար թուլանում է, իսկ արտադրողականության աճի ազդեցությունը մնում է ոչ նշանակալի: Հետևաբար, կապիտալի ինտենսիվ կուտակման փուլում ՀՆԱ-ի բարձր աճը կարող է արտացոլել տնտեսության արտադրական ներուժի ընդլայնումը, որի պայմաններում դրա գնաճային ազդեցությունները կարող են լինել առավել սահմանափակ (գծապատկեր Ն.1.3. սցենար 1):
- **Մասնակի ինտեգրման սցենար.** Firebird-ի գործունեությունը կարող է խթանել հարակից ոլորտների ներդրումները՝ հատկապես էլեկտրաէներգետիկ, ցանցային և թվային ենթակառուցվածքներում, ինչպես նաև տեղական տեխնիկական, տվյալների կառավարման, կիբերանվտանգության և այլ մասնագիտացված ծառայությունների զարգացումը: Այս դեպքում ազդեցությունը դուրս է գալիս Նախագծի սեփական կապիտալի շրջանակից, սակայն արտադրողականության աճը դեռևս հիմնականում կենտրոնացած է Firebird-ին անմիջականորեն առնչվող ոլորտներում (գծապատկեր Ն.1.3. սցենար 2):

Գծապատկեր Ն.1.3. Firebird-ի հնարավոր ազդեցությունը երկարաժամկետ ներուժային ՀՆԱ-ի աճի վրա

Նպաստում ներուժային ՀՆԱ-ի աճին, տ.կ.



- ԱԲ կլաստերի սցենար.** Firebird-ի շուրջ ձևավորված ենթակառուցվածքները, հմտությունները և մասնագիտացված կարողությունները աստիճանաբար տարածվում են տնտեսության ավելի լայն հատվածներում՝ նպաստելով նոր տեխնոլոգիական ընկերությունների և ԱԲ էկոհամակարգի զարգացմանը, հետագոտական ու կրթական կապերի խորացմանը, ինչպես նաև ԱԲ լուծումների ավելի լայն կիրառմանը: Այս դեպքում նախագծի ազդեցությունը չի սահմանափակվում հարակից ոլորտներում կապիտալի կուտակմամբ. ձևավորվում է նաև ընդհանուր գործոնային արտադրողականության առավել լայնամասշտաբ և կայուն աճ, որի արդյունքում ներուժային աճի վրա ազդեցությունը կարող է լինել ավելի տևական (զծապատկեր Ն.1.3, սցենար 3):



Ամփոփելով՝ Firebird-ի հնարավոր մակրոտնտեսական ազդեցությունը պայմանավորված է ոչ միայն նախագծի հայտարարված մասշտաբներից, այլև դրա ֆինանսավորման աղբյուրներից, ներմուծման ինտենսիվությունից, սեփականության կառուցվածքից, էներգետիկ համակարգի կարողություններից և ՀՀ տնտեսության ներսում ինտեգրման խորությունից: Կարճաժամկետում նախագիծը կարող է դրսևորվել հիմնականում որպես ներդրում-ներմուծում շուկ, գործառնական փուլում՝ որպես ծառայությունների արտահանման և էլեկտրաէներգիայի պահանջարկի շուկ, իսկ երկարաժամկետում հիմնական անորոշությունը կապված է այն բանի հետ, թե որքանով կապիտալի կուտակումը կվերածվի արտադրողականության և ներուժային աճի: Այս առումով, նախագծի իրականացման ընթացքին զուգահեռ, դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից, անհրաժեշտ է մշտադիտարկել հնարավոր ազդեցությունները ներքին պահանջարկի, արտաքին անհավասարակշռվածությունների և տնտեսության արտադրական ներուժային աճի ճիշտ մեկնաբանման առումով⁵:

⁵ Սցենարային գնահատականները պայմանական են և չեն հանդիսանում ԿԲ կանխատեսում: «Անկլավի» սցենարում ազդեցությունը հիմնականում ձևավորվում է Firebird-ի կողմից սեփական կապիտալի կուտակմամբ, մասնակի ինտեգրման սցենարում՝ նաև հարակից ոլորտների ներդրումներով և տեղական ծառայությունների զարգացմամբ, իսկ ԱԲ կլաստերի դեպքում տնտեսության ավելի բարձր արտադրողականության աճով:

Սպառում և Ներդրումներ

2026 թ. 2-րդ եռամսյակում մասնավոր սպառման աճը ձևավորվել է բարձր մակարդակում շարունակելով գերազանցել տնտեսական աճի տեմպերը և կազմելով տ/տ 7.8%: Մասնավոր սպառման նպաստումը տնտեսական աճին կազմել է 5.4 տոկոսային կետ (գծապատկեր 3.Բ.4): Սպառողական բարձր ակտիվության ձևավորմանը դրական են նպաստում եկամուտների աճը՝ այդ թվում պայմանավորված Կառավարության կողմից սոցիալական բնույթի ծախսերի զգալի ավելացմամբ, ֆինանսական և ոչ ֆինանսական ակտիվների գների շարունակական աճն ու բարձր մակարդակներում ձևավորումը, ինչպես նաև, հավանաբար, ապագայի նկատմամբ ավելի լավատեսական սպասումների ձևավորումը՝ արտահայտվելով նախորդ ժամանակահատվածում կուտակված խնայողությունների ծախսմամբ և վարկավորման բարձր աճի տեմպերով:

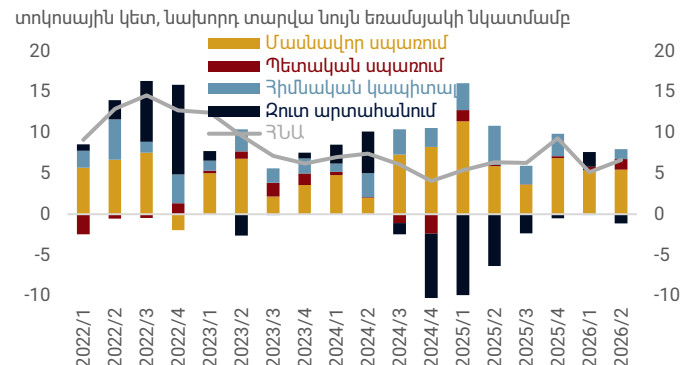
2026 թ. 2-րդ եռամսյակում զգալիորեն արագացել է համախառն ներդրումների աճը՝ կազմելով տ/տ 9.0%: Վերջինիս շարունակում է էական նպաստում ունենալ շինարարության ճյուղի առաջանցիկ աճը: Այդուհանդերձ, վերջին ամիսներին նկատվում է նաև կապիտալ ապրանքների ներմուծման աճի կտրուկ արագացում՝ արտացոլելով նաև ԱԲ գործարանների կառուցման համար անհրաժեշտ սարքավորումների ներմուծումը:

Ներքին պահանջարկի հեռանկարի շուրջ անորոշությունը պահպանվում է: Մի կողմից՝ ներքին պահանջարկը և դրանից ածանցվող գնաճային ճնշումները կարող են ընդլայնվել՝ պայմանավորված եկամուտների ավելացմամբ, ակտիվների գների աճով և վարկավորման ընթացիկ միտումների տևական պահպանմամբ՝ հաշվի առած նաև վարկավորման պայմանների աստիճանական թուլացումը: Միաժամանակ, ՀՀ շուրջ աշխարհաքաղաքական դրական զարգացումների պայմաններում, տարածաշրջանային տրանսպորտային կապերի հնարավոր ապաշրջափակումը կարող է բարելավել ներդրումային միջավայրը՝ նպաստելով տնտեսական ակտիվության ավելացմանը:

Միաժամանակ, աշխարհաքաղաքական և տարածաշրջանային գործոնները, այդ թվում՝ դեպի ՌԴ արտահանման սահմանափակումներն ու դրանց հեռանկարի շուրջ անորոշությունների աճը, կարող են բացասաբար ազդել թե՛ սպառման, թե՛ ներդրումների հանդեպ տրամադրվածության վրա: Ավելին՝ ՌԴ տնտեսության ընթացիկ դիրքի և միջնաժամկետ հեռանկարի վերաբերյալ մեծ անորոշությունն ու միգրացիոն քաղաքականության աստիճանական խստացումը կարող են զսպել դեպի ՌԴ սեզոնային աշխատանքային հոսքերը՝ կրճատելով դրամական փոխանցումների ներհոսքը՝ միաժամանակ նպաստելով նաև ՀՀ-ում աշխատուժի առաջարկի աճին և առավելապես գնանկումային ռիսկերի ձևավորմանը:

Մասնավոր սպառումը մնում է տնտեսության աճի հիմնական շարժիչ ուժը:

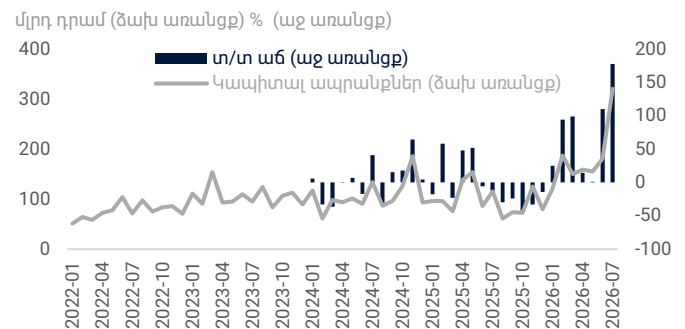
Գծապատկեր 3.Բ.4. ՀՆԱ իրական աճն ըստ ծախսային բաղադրիչների նպաստումների



Նշում: Գծապատկերում ներառված չեն Նյուֆալկլանդի շրջանառու միջոցների փոփոխության նպաստումները:
Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Կապիտալ ապրանքների ներմուծման կտրուկ ավելացումն արտացոլում է նաև ԱԲ գործարանների կառուցման համար անհրաժեշտ սարքավորումների ներմուծումը:

Գծապատկեր 3.Բ.5. Կապիտալ ապրանքների ներմուծումը

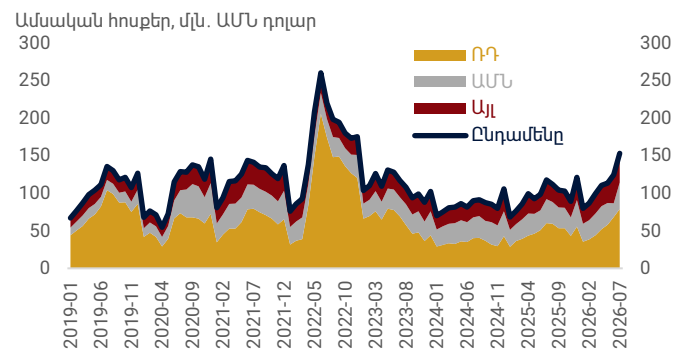


Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Նշում: Գծապատկերում կապիտալ ապրանքների ներմուծման ցուցանիշից զտված են հետագայում արտահանված ապրանքները/սարքավորումները:

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

2026 թ. 1-ին եռամսյակում, ոչ կառուցվածքային գործոնների շարունակական չեզոքացման և կապիտալի զգալի ներհոսքի արձանագրմանը զուգահեռ, ներքին պահանջարկի ընդլայնման արդյունքում ընթացիկ հաշվի պակասուրդը շարունակել է խորանալ՝ ձևավորվելով գնահատվող երկարաժամկետ կայուն մակարդակից ցածր: Ընդհանուր ապրանքային ներմուծման աճել է միջանկյալ սպառման ապրանքների շուրջ 25% նվազման պարագայում արտադրվելով ինչպես վերջնական սպառման, այնպես էլ կապիտալ ապրանքների ներմուծման նշանակալի աճը: Զուգահեռաբար՝ վերջին շրջանում նկատվում է հատկապես ՀՀ ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկի զգալի ընդլայնում՝ առավելապես արտահայտվելով դեպի ՀՀ ՌԴ քաղաքացիների այցելությունների թվի և տևողության ավելացմամբ՝ կարճաժամկետում զգալիորեն նպաստելով ընթացիկ հաշվի պարբերաշրջանային բարելավմանը: Առաջիկայում ընթացիկ հաշվի բարելավում կարելի է ակնկալել նաև ՏԿ ոլորտում՝ պայմանավորված հաշվողական հզորությունների արտահանման կարողությունների ձևավորմամբ:

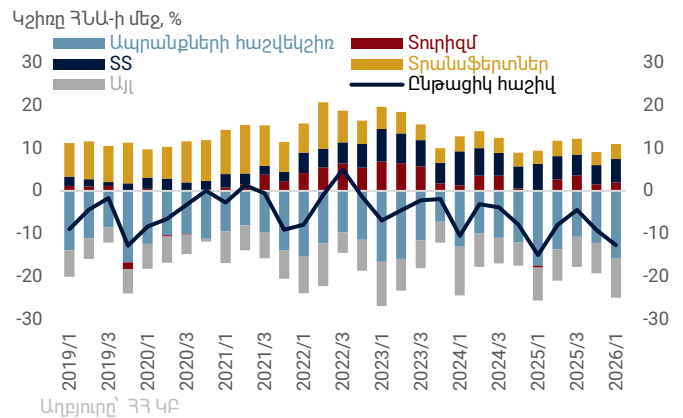
Արտաքին պահանջարկի թուլացման ռիսկերը հիմնականում կապված են աշխարհաքաղաքական զարգացումների, համաշխարհային և հատկապես ՌԴ տնտեսությունում պահանջարկի հնարավոր թուլացման հետ: Հաշվի առնելով ՀՀ արտաքին առևտրում ՌԴ նշանակալի դերը՝ վերջինս կարող է բացասաբար ազդել ինչպես առևտրային, այնպես էլ զբոսաշրջային հոսքերի վրա: Միաժամանակ, վերջին շրջանում ՌԴ արտահանման սահմանափակումների արդեն որոշակիորեն արտացոլվում են ՀՀ կողմից բուսական և կենդանական ծագման ապրանքների արտահանման ծավալների վրա (գծապատկեր 3.Բ.8): Այս սահմանափակումների երկար պահպանումը, դեպի այլընտրանքային շուկաներ կայուն վերաուղղման դժվարությունների պարագայում, կարող է հանգեցնել նաև համապատասխան ճյուղերում կարողությունների կրճատմանը:

Վերջին եռամսյակներում աճել է նաև ՀՀ ֆինանսական ակտիվների նկատմամբ նախապատվությունը՝ արտահայտվելով կապիտալի մեծածավալ ներհոսքով: Այս պարագայում ընթացիկ հաշվի պակասուրդ/ՀՆԱ հարաբերակցության հավասարակշիռ մակարդակի շուրջ մեծ անորոշությունը պահպանվում է: Մի կողմից՝ վերջին տարիներին տնտեսական բացության, միջազգային կապիտալի շուկաներին ինտեգրման խորացումը և տնտեսության հիմնարարների բարելավումը կարող էին նպաստել երկրի ռիսկի հավելավճարի հավասարակշիռ մակարդակի նվազմանը՝ ձևավորելով ընթացիկ հաշվի ավելի խոր պակասուրդ և իրական փոխարժեքի լրացուցիչ հիմնարար արժևորում: Մյուս կողմից՝ ընթացիկ հաշվի պակասուրդի չափը կարող է վկայել բարձր և ավելացող ներքին պահանջարկի մասին:

Այս համատեքստում իրական փոխարժեքի պարբերաշրջանային դիրքի շուրջ առկա են տարբեր մեկնաբանություններ, որոնք սերտորեն կապված են ընթացիկ հաշվի պակասուրդի հավասարակշիռ մակարդակի վերաբերյալ քննարկումների հետ: Հարկ է նշել, որ վերջին շրջանում ՀՀ դրամի իրական արդյունավետ փոխարժեքի որոշակի արժեզրկումը, հավանաբար, հիմնականում արտացոլում է ՌԴ ԿԲ կողմից վարվող զսպող դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը և նավթի բարձր գների պայմաններում ռուբլու փոխարժեքի պարբերաշրջանային արժևորումը՝ էականորեն չփոխելով դրամի իրական փոխարժեքի արժևորման երկարաժամկետ միտումների վերաբերյալ քննարկված գնահատականները:

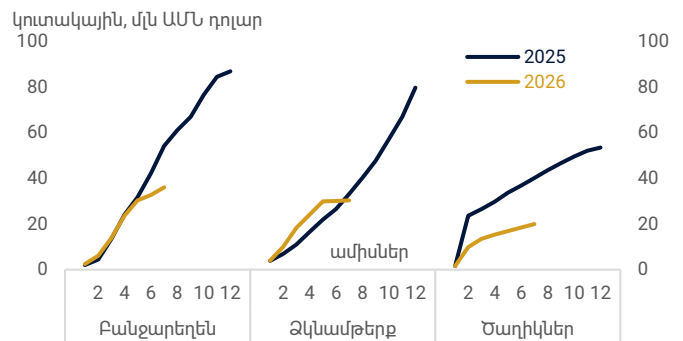
Սպառողական և ներդրումային ակտիվության ավելացմամբ պայմանավորված՝ ընթացիկ հաշիվը վատթարացել է:

Գծապատկեր 3.Բ.7. Ընթացիկ հաշիվ



ՌԴ-ի կողմից ներմուծման պայմանների խստացումն արտացոլվում է համապատասխան ճյուղերի արտահանման ցուցանիշների վրա:

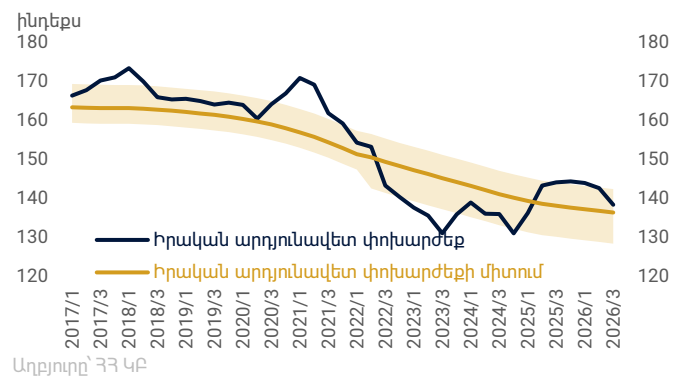
Գծապատկեր 3.Բ.8. Բուսական և կենդանական ծագման որոշ ապրանքայինների արտահանումը 2025-2026 թթ.



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

Իրական փոխարժեքի պարբերաշրջանային դիրքի վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է:

Գծապատկեր 3.Բ.9. Իրական արդյունավետ փոխարժեքը դոլարի, եվրոյի և ռուբլու նկատմամբ (ցուցանիշի նվազումը նշանակում է դրամի արժևորում)



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

Հարկաբյուջետային քաղաքականություն

Պետական բյուջեի հարկային եկամուտները շարունակել են ավելանալ բարձր տեմպերով՝ հուլիսին, Նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի համեմատությամբ, գրանցելով շուրջ 14.9% աճ: Հարկային եկամուտների բարձր կատարողականը հիմնականում համահունչ է տնտեսության բարձր ակտիվությանը, ինչին նպաստում է նաև վերջին շրջանում ընդլայնված գնաճային միջավայրը: Այդուհանդերձ, տարեսկզբից նկատվող հարկեր/ՅՆԱ ցուցանիշի բարձրացման ազդակները, հավանաբար, վկայում են նաև հարկային վարչարարության բարելավման մասին: Հարկային եկամուտների ընթացիկ գերակատարումը, այդ թվում՝ վերանայված ծրագրային ցուցանիշների նկատմամբ, զգալիորեն մեղմում է կենսաթոշակների և սոցիալական ծախսերի աճի արդյունքում պակասուրդի ընդլայնման ռիսկերը:

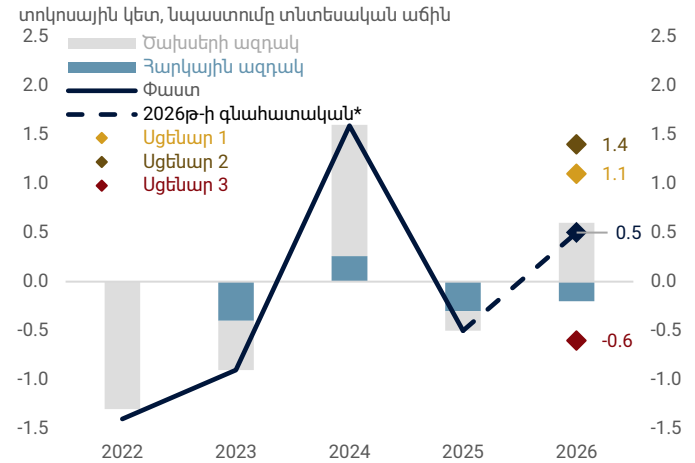
Պետական բյուջեի ծախսերը շարունակում են թերակատարվել՝ հիմնականում արտահայտելով կապիտալ ծախսերի ցածր կատարողականը: Ընթացիկ ծախսերի մասով ևս առկա է որոշակի թերակատարում, որը, սակայն, առավելապես պայմանավորված է տոկոսավճարների ցածր կատարողականով, մինչդեռ սոցիալական և առողջապահական ծախսերը շարունակում են աճել բարձր տեմպերով: Մասնավորապես՝ առողջության համընդհանուր ապահովագրության ուղղությամբ արդեն իսկ իրականացվել է տարեկան պլանավորված ծախսերի շուրջ 80%-ը: Չնայած շահառուների թվի աճին, նույնիսկ ծախսերի ընթացիկ տեմպերի պահպանման պայմաններում, պլանավորված հատկացումների գերազանցման և, հետևաբար, ընթացիկ ծախսերի՝ սպասվածից ավելի բարձր մակարդակի ձևավորման ռիսկերը առարկայական են (գծապատկեր 3.Բ.10, սց. 1): Ավելին, ընդհանուր առմամբ, ընթացիկ տարում սոցիալական բնույթի ծախսերի զգալի ավելացումը, հաշվի առնելով այդ ծախսերի՝ սպառման վրա ուղիղ և արագ ազդեցությունը, հարկաբյուջետային քաղաքականության առավել ընդլայնող դիրքի ձևավորման ռիսկեր է պարունակում (գծապատկեր 3.Բ.10, սց. 2):

Մինևս նույն ժամանակ, ՌԴ կողմից արտահանման սահմանափակումների պայմաններում, տնտեսության առավել տուժող հատվածների աջակցությանն ուղղված ծրագրեր արդեն իսկ իրականացվում են, սակայն դրանց ծավալները ներկայումս էական չեն, իսկ ֆինանսավորման լրացուցիչ աղբյուրների, այդ թվում՝ բյուջետային աջակցության դրամաշնորհների առկայությունը մեղմում է բյուջեի վրա դրանց ազդեցությունը: Այդուհանդերձ, սահմանափակումների առավել տևական կամ ընդգրկուն բնույթի դեպքում աջակցության ծրագրերի ընդլայնման և լրացուցիչ ծախսերի անհրաժեշտությունը կարող է մեծանալ՝ հարկաբյուջետային սահմանափակ տարածքի պայմաններում ճնշումներ ձևավորելով բյուջեի պակասուրդի և պետական պարտքի հետագծի, հետևաբար նաև երկրի ռիսկի հավելավճարի վրա:

Մյուս կողմից՝ պայմանավորված կապիտալ ծախսերի կառուցվածքի զգալի փոփոխությամբ՝ դրանց կատարման և տնտեսության վրա ազդեցության շուրջ մեծ անորոշությունը պահպանվում է: Չնայած ՀՀ տնտեսության եկամտաբերության 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.10, սց. 3):

Համախառն պահանջարկի վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցության շուրջ ռիսկերը երկու ուղղությամբ սրվել են:

Գծապատկեր 3.Բ.10. Համախառն պահանջարկի վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցության սցենարներ 2026 թվականի համար



Գծապատկեր 3.Բ.10-ի վերաբերյալ նշումներ.

Սցենար 1. Առողջապահությանն ուղղված ծախսերի գերակատարում հարկային եկամուտների ծրագրի ամբողջական կատարման պայմաններում:

Սցենար 2. Սոցիալական բնույթի ծախսերի զգալի աճ՝ հաշվի առնելով նաև շահառուների՝ սպառման հարաբերականորեն բարձր հակումը:

Սցենար 3. Լայնածավալ ծրագրեր իրագործելու կարողությունների սահմանափակության պայմաններում կապիտալ ծախսերի՝ պատմական միտումներից էապես ավելի մեծ թերակատարում:

Գ. Աշխատանքի շուկայի և գնաճի զարգացումներ

Աշխատուժի առաջարկ և պահանջարկ

2026 թ. 1-ին եռամսյակում, հիմնականում արտահայտելով սեզոնային բնույթի զարգացումները, գործազրկության մակարդակը Հայաստանում աճել է և կազմել 13.7%, ինչը փոքր-ինչ ցածր է 2025 թվականի նույն եռամսյակի ցուցանիշից: Հարկ է նշել, որ, ըստ աշխատուժի հետազոտության արդյունքների, 2026 թ. 1-ին 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, արտացոլում է նաև աշխատուժի նկատմամբ աճող պահանջարկը:

Ընդհանուր առմամբ, չնայած որոշակի տատանողականությանն ու սեզոնային գործոններին, վերջին տարիներին գործազրկության մակարդակը ձևավորվում է 12-14% միջակայքում: Վերջինս, համադրելով նաև աշխատավարձերի աճի՝ 5-6% մակարդակում կայունացման, ինչպես նաև ծառայությունների և ոչ արտահանելի կոշտ գների աճի՝ թիրախի շուրջ ձևավորման հետ, կարող է վկայել աշխատանքի շուկայում ձևավորված հավասարակշռության մասին: Այդուհանդերձ, մասնավոր անվանական աշխատավարձերի միջին աճը 2026 թ. 2-րդ եռամսյակում որոշակիորեն արագացել է՝ կազմելով տ/տ 7.1% (գծապատկեր 3.Գ.1): Ընդ որում, 2-րդ եռամսյակում աշխատավարձերի աճի կենտրոնացվածության թուլացումն ու ծառայությունների ոլորտի (առանց ֆինանսական և ՏԿ) աշխատավարձերի աճի արագացումը՝ մինչև տ/տ 9.6% (գծապատկեր 3.Գ.2), կարող են վկայել տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների ընդլայնման մասին:

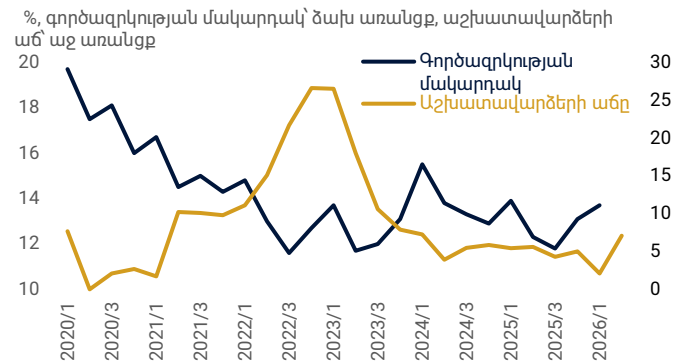
Աշխատանքի շուկայում առաջարկի հեռանկարի շուրջ անորոշությունը հիմնականում պայմանավորված է դեպի ՌԴ և հակառակ ուղղությամբ աշխատուժի հոսքերով: ՌԴ տնտեսության աճի հեռանկարի շուրջ առկա անորոշությունները, ինչպես նաև ՌԴ-ում միգրացիոն կարգավորումների շարունակական խստացումները կարող են զսպել արտագնա աշխատանքի հոսքերը՝ հանգեցնելով ՀՀ տնտեսությունում աշխատուժի առաջարկի աճի և գնանկումային ռիսկերի ձևավորման: Ավելին՝ ՌԴ-ում անվտանգային իրավիճակի վատթարացումը նախադրյալներ է ստեղծում նաև ՌԴ-ից դեպի ՀՀ աշխատուժի արտահոսքի համար:

Գնաճ

2026 թ. 3-րդ եռամսյակում 12-ամսյա գնաճը որոշակիորեն դանդաղել է՝ օգոստոսին կազմելով տ/տ 4.4% (գծապատկեր 3.Գ.3): ՌԴ արտահանման սահմանափակումների պայմաններում, դեպի ՌԴ արտահանման հարաբերակցություններն արագորեն կշիռ ունեցող առանձին ապրանքների գծով առավել խոր գնանկումային ազդեցություններ են դրսևորվում՝ դեռևս մասամբ քողարկվելով անբարենպաստ եղանակային պայմանների հետևանքով գյուղատնտեսական սեզոնի որոշակի հետաձգմամբ (ինչն առավել նկատելի է միրգ ապրանքախմբում), ինչպես նաև պետական օժանդակության ծրագրերով (գծապատկեր 3.Գ.5): Այդուհանդերձ, թիրախից բարձր գնաճի պահպանումը հիմնականում պայմանավորվել է բնականոն գնաճի բարձր մակարդակով՝ օգոստոսին տ/տ 4.8%: Վերջինս մեծապես արտացոլում է տեղական ոչ սեզոնային պարենային ապրանքներից փոխանցվող գնաճային միտումները՝ մասամբ պայմանավորված ներքին տնտեսությունում առաջարկի որոշ գործոններով:

2026 թ. 1-ին եռամսյակում, հիմնականում արտահայտելով սեզոնային բնույթի զարգացումները, գործազրկության մակարդակը Հայաստանում աճել է և կազմել 13.7%:

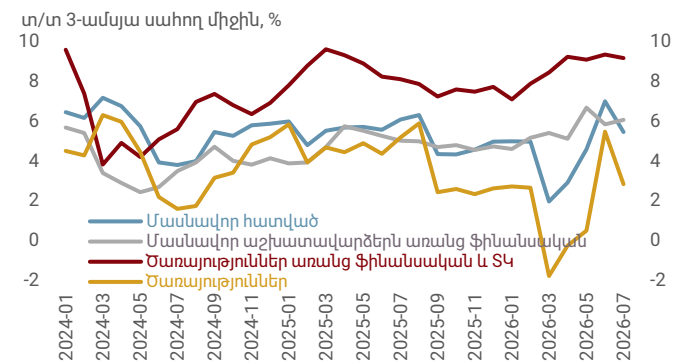
Գծապատկեր 3.Գ.1. Գործազրկության մակարդակ և մասնավոր միջին աշխատավարձերի աճ



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ

Աշխատավարձերի առավել համատարած աճը կարող է տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների ընդլայնման ազդակներ հաղորդել

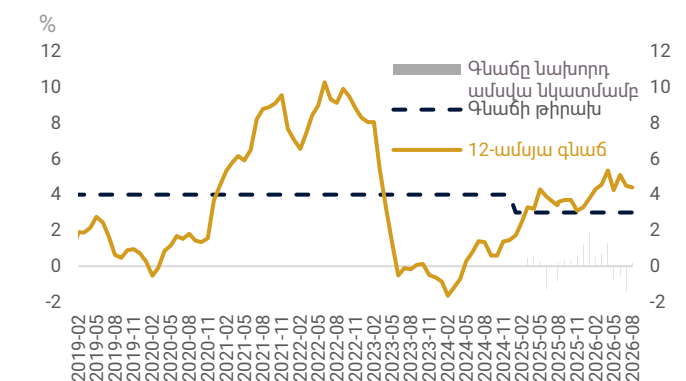
Գծապատկեր 3.Գ.2. Աշխատավարձերի աճն ըստ ճյուղերի



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Առաջարկի գործոնների թուլացման պայմաններում 12-ամսյա գնաճը որոշակիորեն նվազել է՝ շարունակելով ձևավորվել թիրախից բարձր մակարդակներում:

Գծապատկեր 3.Գ.3. 12-ամսյա գնաճ



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ

Միաժամանակ, համաշխարհային տնտեսությունում պահպանվող մեծ անորոշության, էներգակիրների գների աճի և մատակարարման շղթաների խաթարումների պայմաններում արտադրական ծախսերի շարունակական աճը, չնայած վերջին շրջանում դիտվող որոշակի մեղմացմանը, կարող է դեռևս փոխանցվել տեղական ոչ պարենային ապրանքների գներին՝ մասամբ կլանվելով դրամի անվանական փոխարժեքի արժևորմամբ: Օրինակ՝ ՀՀ վառելիքի շուկայում 2026 թ-ի օգոստոսին գրանցվել է բենզինի գների ամ/ամ շուրջ 4.1% աճ: Հաշվի առնելով վերջին ամիսներին միջազգային շուկաներում պարենային ապրանքների գների զգալի աճը՝ առաջիկայում կարելի է ակնկալել նաև տեղական շուկայում պարենային ապրանքների գների աճի որոշակի արագացում:

Այդուհանդերձ, չնայած առաջարկի գործոնների առկայությանը, վերջին ամիսներին բնականոն գնաճի արագացումն աստիճանաբար կրում է ավելի համատարած բնույթ, ինչը, հավանաբար, վկայում է նաև ձևավորված բարձր պահանջարկի պայմանների և դրա աստիճանական ընդլայնման մասին: Բնականոն գնաճի արագացմանը նպաստել է նաև ծառայությունների գնաճի արագացումը՝ պայմանավորված հիմնականում պահանջարկի ընդլայնմամբ շարժվող ճյուղերում գնաճային զարգացումներով: Կոշտ գներով բնութագրվող ոչ արտահանելի ապրանքների գնաճը, որը հիմնականում նկարագրում է պահանջարկի միջավայրով և գնաճային սպասումներով պայմանավորված գների վարքագիծը, շարունակել է արագանալ՝ ձևավորվելով թիրախից բարձր մակարդակում և օգոստոսին կազմելով տ/տ 4.3% (գծապատկեր 3.9.5): Ընդ որում, նախորդ ամսվա նկատմամբ այս ցուցանիշի աճը կազմել է 0.5%, ինչը մեծ մասամբ պայմանավորվել է բնակարանների վարձակալական վճարների աճով՝ ընդգծելով հատկապես արտաքին պահանջարկի ընդլայնումը: Վերջինիս մասին է վկայում նաև հյուրանոցների, ռեստորանների, սրճարանների և տրանսպորտի գների աճի արագացումը:

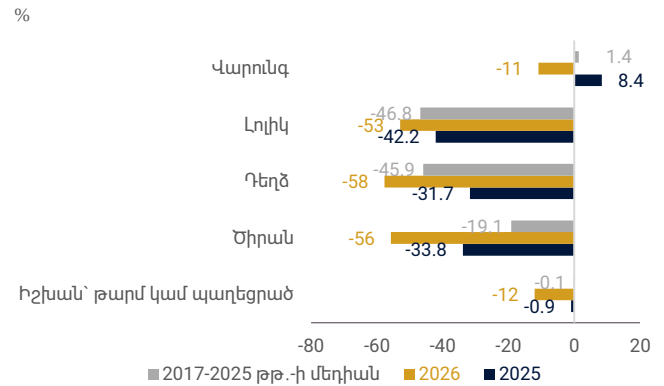
Գնաճի հեռանկարի տեսանկյունից հիմնական անորոշությունները կապված են մի կողմից՝ ՌԴ-ի կողմից արտահանման սահմանափակումների պայմաններում գյուղատնտեսության և սննդի արդյունաբերության առանձին ապրանքախմբերի գծով ավելցուկային առաջարկի ձևավորման գնանկումային ռիսկերի, մյուս կողմից՝ Մերձավոր Արևելքում անորոշության պահպանման պայմաններում ապրանքահումքային գների տատանողականության աճի ու առևտրային ուղիների խաթարումներից բխող ազդեցությունների հետ:

Գնաճային սպասումներ

Համաձայն տնային տնտեսությունների գնաճային սպասումների վերաբերյալ ՀՀ ԿԲ հարցման արդյունքների՝ 2026 թ. 3-րդ եռամսյակում սպասվող գնաճի շուրջ անորոշությունը, համաշխարհային տնտեսությունում պահպանվող մեծ անորոշության, տարածաշրջանային հակամարտությունների երկարաձգման և դրանց մասշտաբների ընդլայնման պայմաններում, որոշ չափով աճել է: Միաժամանակ, փոքր-ինչ ավելացել է նաև գնաճի համեմատաբար բարձր տեմպեր ակնկալող տնային տնտեսությունների կշիռը՝ գնաճի կայունացման կամ նվազման սպասումներ ունեցողների կշռի նվազմանը զուգընթաց: Այս զարգացումները կարող են արտացոլել ինչպես վերը նշված գործոնները, այնպես էլ առաջին անհրաժեշտության, այդ թվում՝ պարենային ապրանքների գների առավել արագ աճը, որը կարող է ավելի նկատելի ազդեցություն ունենալ տնային տնտեսությունների գնաճային ընկալումների և սպասումների ձևավորման վրա (գծապատկեր 3.9.7):

Դեպի ՌԴ արտահանման սահմանափակումների կիրառման գնանկումային դրսևորումներն առանձին ապրանքատեսակների մասով խորանում են:

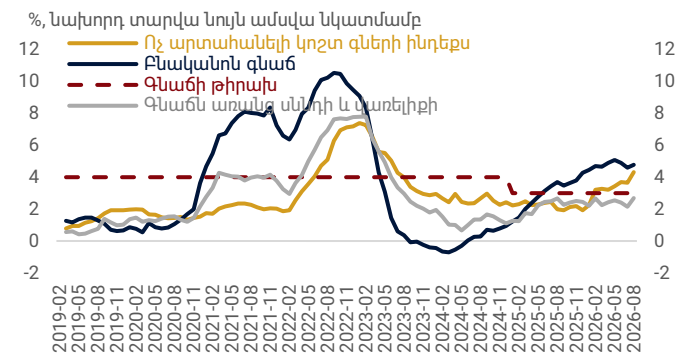
Գծապատկեր 3.9.4. Որոշ ապրանքատեսակների հուլիս-օգոստոս ամիսների կուտակային գնաճ



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, ՀՀ ԿԲ

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

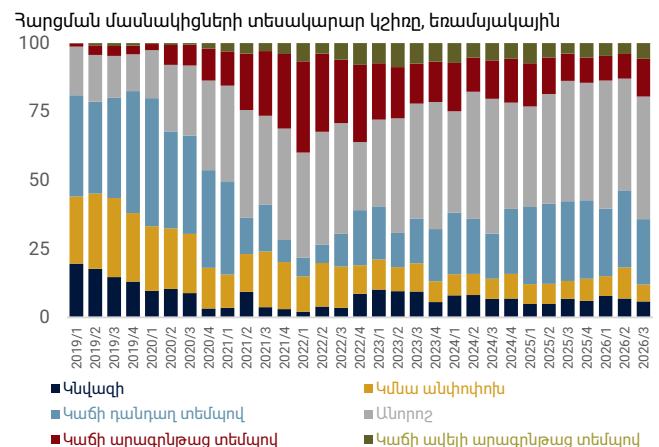
Գծապատկեր 3.9.5. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, ՀՀ ԿԲ

Տնային տնտեսությունների շրջանում անորոշությունն ու հարաբերականորեն բարձր գնաճային սպասումներն աճել են՝ արտացոլելով տարածաշրջանային հակամարտությունների երկար պահպանման ռիսկերը և գնաճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները:

Գծապատկեր 3.9.6. Գնաճային սպասումների վերաբերյալ հարցման արդյունքներ



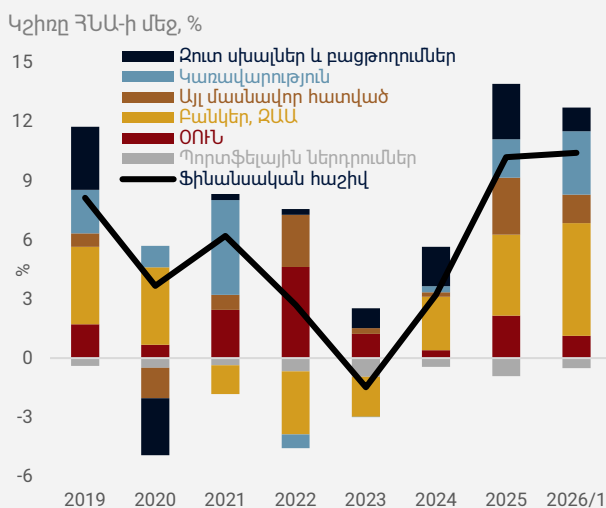
Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Ներդիր 2. Մակրոֆինանսական քաղաքականության մարտահրավերները կապիտալի ներհոսքի պայմաններում

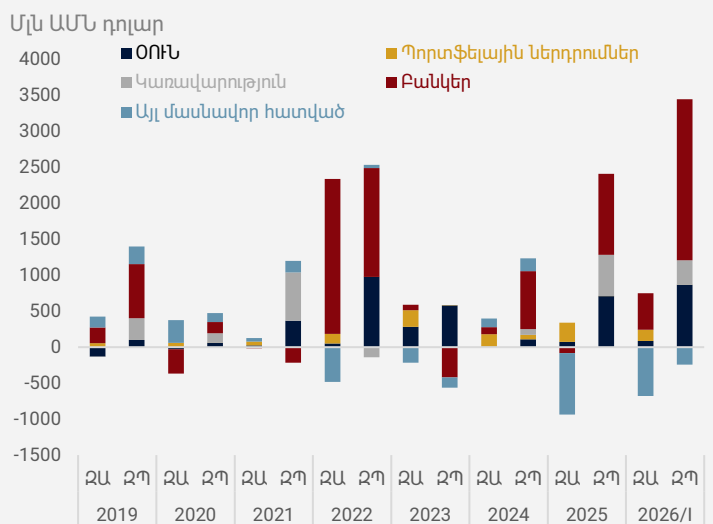
ՀՀ-ում վերջին տարիներին արձանագրվում է կապիտալի ներհոսքի զգալի աճ, ինչը, մի կողմից՝ հանգեցնում է ընթացիկ հաշվի պակաստուրդի խորացմանը, մյուս կողմից՝ զուգահեռաբար ազգային արժույթի արժևորման ճնշումների: Այս համատեքստում, հաշվի առնելով նաև ներքին պահանջարկի ու վարկավորման ծավալների շարունակական ընդլայնման միջավայրը, էականորեն բարդանում է մակրոֆինանսական քաղաքականությունների կառուցման և համադրման խնդիրը: Ուստի, առանցքային է դառնում վերոնշյալ կապիտալ ներհոսքի աղբյուրների և մակրոտնտեսական հետևանքների մանրամասն վերլուծությունը:

2022-26 թթ. ընթացքում մի շարք հիմնարար և բարենպաստ միջավայրային գործոնների ներքո դիտարկվում է կապիտալի զգալի ներհոսք դեպի ՀՀ: Եթե սկզբնական շրջանում, առկա անորոշությունների պայմաններում, կապիտալը հիմնականում ներդրվում էր արտաքին ակտիվներում, ապա 2024 թ-ից հետո կապիտալի ներհոսքն աստիճանաբար սկսում է նպաստել ներքին պահանջարկի ու ֆինանսավարկային պայմանների ընդլայնմանը (գծապատկերներ Ն.2.1 և Ն.2.2.): Վերջինս իր արտացոլումն է ստանում նաև տնտեսական ակտիվության աճի և ընթացիկ հաշվի պակաստուրդի դիրքի խորացման մեջ: Ընդ որում՝ ընթացիկ հաշվի պակաստուրդի խորացումը պայմանավորված է թե՛ մասնավոր, թե՛ պետական հատվածի խնայողություններ-ներդրումներ հաշվեկշռի վատթարացմամբ (գծապատկեր Ն.2.3.):

Գծապատկեր Ն.2.1. Ֆինանսական հաշիվ/ՀՆԱ (+ ներհոսք)



Գծապատկեր Ն.2.2. Ֆինանսական հաշվի կառուցվածքը՝ ըստ արտահոսք-ներհոսք տարանջատման



Նշում՝ 2026 թ. առաջին եռամսյակը հաշվարկված է որպես վերջին չորս եռամսյակների ֆինանսական հաշվի և ՀՆԱ-ի գումարի հարաբերություն: Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Նշում. Ցուցանիշները ներկայացված են BPM6-ի նշանների համաձայն, ՀԱ – զուտ ֆինանսական ակտիվների ձեռքբերում, ՀՊ – զուտ պարտավորությունների ստանձնում
2026 թ. առաջին եռամսյակը հաշվարկված է որպես վերջին չորս եռամսյակների գումար
Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Այս պայմաններում հիմնական անորոշությունը կապված է կապիտալի վերոնշյալ ներհոսքը պայմանավորող հնարավոր հիմնարար գործոնների հետ, այն է՝ երկրի սուվերեն ռիսկի նվազում, երկարաժամկետ արտադրողականության աճ, ներքին ակտիվների նկատմամբ կարճաժամկետ նախապատվության աճ: Հատկանշական է, որ վերջին տարիների զարգացումներում ներհոսքի վրա ազդող հնարավոր գործոններ հանդիսացող վերոնշյալ 3 հիմնական շարժիչ ուժերի նախանշաններ էլ նկատվում են:

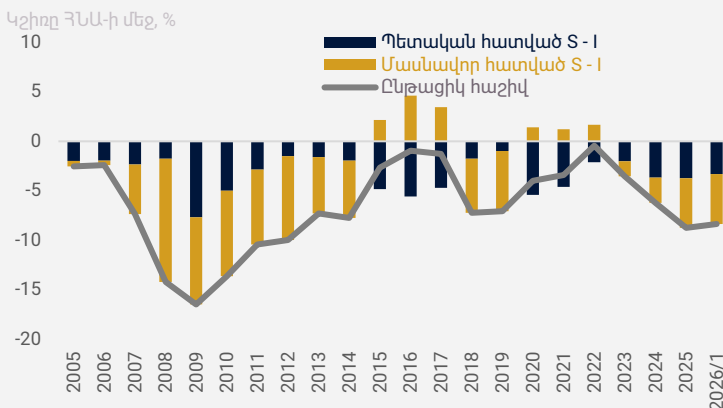
Սուվերեն ռիսկի նվազում: ՀՀ ռիսկի հավելավճարի՝ վերջին եռամսյակներում արձանագրված նվազումը և դրա՝ պատմականորեն ցածր մակարդակներում ձևավորումը կարող են արտացոլել ոչ միայն համաշխարհային գործոնների, այլև ՀՀ-ին ներհատուկ, այդ թվում՝ անվտանգային ռիսկերի նվազման ընկալումների բարելավումը: Վերջինս կարևոր գործոն կարող էր լինել ՀՀ-ի արտաքին ֆինանսավորման պայմանների բարելավման և ՀՀ ակտիվների գրավչության աճի համար՝ խթանելով կապիտալի ներհոսքը: Դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից այս սցենարը ենթադրում է չեզոք տոկոսադրույքի ավելի ցածր մակարդակ, ուստի նաև կարող է պահանջել քաղաքականության տոկոսադրույքների աստիճանական ճշգրտում դեպի այդ մակարդակը (տե՛ս 2026 թ. 2-րդ եռամսյակի Դրամավարկային քաղաքականության զեկույց, սցենար Բ):

Երկարաժամկետ արտադրողականության աճ և իրական փոխարժեքի երկարաժամկետ արժևորման սպասումներ: Վերջին տարիներին ՀՀ տնտեսական ներուժի շարունակական աճը և հատկապես արտահանելի ճյուղերում արտադրական կամ ծառայությունների մատուցման կարողությունների ավելացումը կարևոր գործոն են ՀՀ հարաբերական արտադրողականության բարելավման տեսանկյունից: Վերջինս, բնականաբար, իր արտահայտությունն է ստանում իրական փոխարժեքի երկարաժամկետ արժևորման միտումների հնարավոր դրսևորման համար: Նման իրավիճակում արտադրողականության աճն ու արժևորման սպասումները կարող էին կարևոր գրավիչ

գործոններ լինել կապիտալի շարունակվող ներհոսքի ապահովման համար: Դրամավարկային քաղաքականության համատեքստում սույն սցենարի դրսևորումը ենթադրում է ՀՀ տնտեսական աճին զուգահեռ արժույթային փոխարժեքի աստիճանական արժևորմանը և չեզոք տոկոսադրույքի համարժեք նվազմանը համահունչ քաղաքականության տոկոսադրույքների աստիճանական նվազում (գծապատկեր 3.Բ.9):

Ներքին ակտիվների նկատմամբ կարճաժամկետ նախապատվության աճ: ՌԴ-ում կապիտալի նկատմամբ կիրառվող ներքին և արտաքին սահմանափակումների, ինչպես նաև համաշխարհային հարաբերականորեն բարենպաստ ֆինանսական միջավայրի պայմաններում դիտարկվում են կապիտալի զգալի հոսքեր դեպի զարգացող երկրներ, այդ թվում՝ դեպի ՀՀ (գծապատկեր 3.Դ.6): Նմանատիպ հոսքերի հետ կապված հիմնական մարտահրավերները պայմանավորված են դրանց հնարավոր կարճաժամկետ ցիկլային բնույթի և ներքին տնտեսությունում հնարավոր մակրոտնտեսական ու ֆինանսական ազդեցությունների, այդ թվում՝ ներքին ֆինանսական պայմանների դյուրացման, իրական և ֆինանսական հատվածներում հաշվեկշռային ու իրացվելիության ռիսկերի, ներքին պահանջարկի անհարկի ընդլայնման հավանական դրսևորումների հետ: Նման սցենարում ԿԲ-ի քաղաքականության հիմնական ուղղությունները վերաբերում են մակրոպրոդեցիայի քաղաքականության շրջանակում ֆինանսական ռիսկերի զսպմանն ուղղված համարժեք բարձիկների ձևավորմանը⁶, դրամավարկային քաղաքականության՝ պահանջարկի ու գնաճի կարգավորմանն ուղղված գործողությունների ապահովմանը, ինչպես նաև արժույթային ու ֆինանսական շուկաների բնականոն գործունեությանը և շուկայական իրացվելիության կարգավորմանն ուղղված իրավիճակային արժույթային ինտերվենցիաների իրականացմանը: Միաժամանակ, կարևոր է, որ ինտերվենցիաների իրականացումը շարունակի հիմնված լինել միջազգային պահուստների մակարդակի նկատմամբ մարտավարական չեզոքության, ինչպես նաև փոխարժեքի հիմնարար միտումների չհակազդելու առանցքային սկզբունքների վրա: Հատկանշական է նաև այն, որ վերջին շրջանում կապիտալի ներհոսքի հիմնական ուղղություններից է նաև պետական հատվածը: Ուստի, հաշվի առնելով վերոնշյալը և նաև կապիտալի ներհոսքի՝ տվյալ սցենարում տնտեսությունում ձևավորված դրական միջավայրի հնարավոր անկայուն հեռանկարի հանգամանքը, ընդհանուր մակրոֆինանսական միջավայրի կարգավորման և ռիսկերի կառավարման տեսանկյունից առանցքային դերակատարություն է ստանում հարկաբյուջետային քաղաքականությունը՝ խիստ կոնսոլիդացիայի և, ըստ էության, ցածր պակասորդի կամ նույնիսկ հավելուրդի նպատակադրման անհրաժեշտությամբ: Հաշվի առնելով վերոնշյալ սցենարների հնարավոր դրսևորման հետ կապված անորոշությունները՝ մակրոֆինանսական քաղաքականությունների կառուցման տեսանկյունից նպատակահարմար է առաջնորդվել ռիսկերի խելամիտ կառավարման հայեցակարգային մոտեցումներով, այն է՝ սցենարների ներքո քաղաքականության հնարավոր «սխալների» և դրանից բխող հնարավոր «անցանկալի մակրոֆինանսական ազդեցությունների» նվազեցման սկզբունքով (տե՛ս՝ Laxton, Avetisyan and Avagyan (eds.), 2026):

Գծապատկեր Ե.2.3. Մասնավոր և պետական հատվածի խնայողություններ-ներդրումներ հաշվեկշռվածության դինամիկան



Նշում 2026թ-ի I եռամսյակը հաշվարկված է որպես վերջին 4 եռամսյակների ընթացիկ հաշվի և ՀՆԱ-ի գումարի հարաբերություն
Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

⁶ Ըստ էության՝ մասնակիորեն նաև սույն ռիսկերի կառավարմանն են ուղղված եղել վերջին տարիներին ԿԲ-ի կողմից հակացիկլիկ բուֆերի դրույքաչափի աստիճանական խստացման գործողությունները. ԿԲԲ նոր դրույքաչափը վերջին որոշմամբ սահմանվել է 2,00%, ինչը ուժի մեջ կմտնի 2027 թ. փետրվարից (վերջին որոշումը՝ 050.0202Ն. 28.07.2026), ինչպես նաև իրացվելիության ծածկույթի (LCR) նորմատիվի զգալի խստացման գործողությունները. վերջին փոփոխությունն ուժի մեջ է մտել 2026 թ. մայիսից (վերջին որոշումը՝ 168-Ն. 23.09.2025, հրապարակման ամսաթիվը՝ 06.10.2025):

Դ. Ֆինանսական շուկայի զարգացումներ

Ֆինանսական շուկայի սպասումները տոկոսադրույքի վերաբերյալ

Համաձայն ՀՀ ԿԲ-ի կողմից 2026 թ. սեպտեմբերի 9-ին անցկացված վերջին հարցման արդյունքների՝ ֆինանսական շուկայի մասնակիցները, առաջիկա մեկ տարվա հորիզոնում, միջինում ակնկալում են քաղաքականության տոկոսադրույքի անփոփոխ ուղեգիծ: Սա, ընդհանուր առմամբ, համահունչ է շուկայի մասնակիցների միջնաժամկետ, մակրոհարցման արդյունքներին (տե՛ս ներգիր 4): Շուկայի մասնակիցների կարճաժամկետ և միջնաժամկետ սպասումները հիմնականում արտացոլում են տնտեսական աճի որոշակի թուլացման, արտաքին գնաճային ճնշումների աստիճանական չեզոքացման, ինչպես նաև ՀՀ երկրի ռիսկ հավելավճարի հիմնարար նվազման գնահատումների պայմաններում դրամավարկային քաղաքականության նորմալացումը:

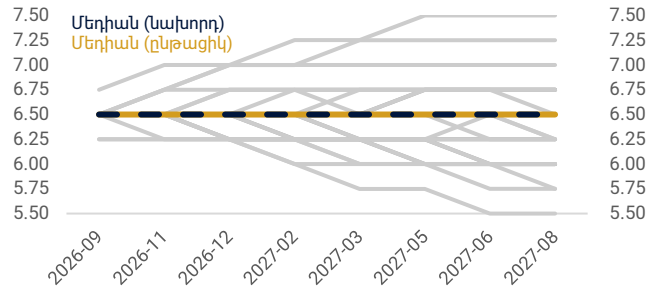
Վերջին ամիսներին պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության կորը ամբողջ երկայնքով որոշակիորեն տեղաշարժվել է ներքև՝ հավանաբար պայմանավորված հարկային եկամուտների գերակատարման պայմաններում պետական պարտատոմսերի պլանավորվող ծավալների համեմատ ավելի փոքր առաջարկով, ինչպես նաև: Արդյունքում կորի երկարաժամկետ հատվածում եկամտաբերությունները կայունացել են շուրջ 8.1%, իսկ կարճաժամկետ՝ 1-2 տարվա հատվածում՝ շուրջ 6.5-7% մակարդակում: Պարտատոմսերի նկատմամբ պահանջարկի աճը կարող է մասամբ արտացոլել նաև ՀՀ ռիսկ հավելավճարի նվազումը, որը, իր հերթին, պայմանավորված է ինչպես ՀՀ-ին ներհատուկ գործոններով, այնպես էլ զարգացող երկրների ակտիվների նկատմամբ գլոբալ ներդրումային տրամադրությունների բարելավմամբ:

Չեզոք տոկոսադրույք

Տնտեսությունում պահանջարկի, աշխատաշուկայի պայմանները և հիմնարար գնաճի զարգացումները կարող են վկայել դրամավարկային քաղաքականության չեզոքին մոտ, թույլ խթանող դիրքի առկայության մասին: Ընդհանուր առմամբ, վերջին շրջանում ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի գնահատականը մնացել է անփոփոխ: Համաշխարհային ռիսկից զերծ տոկոսադրույքների աճը (ԱՄՆ չեզոք տոկոսադրույք) փոխհատուցվել է ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի հիմնարար նվազմամբ: Այդուհանդերձ, չեզոք տոկոսադրույքի բոլոր բաղադրիչների շուրջ անորոշությունը մեծ է՝ հատկապես ընդգծելով սցենարային վերլուծությունների և քննարկումների անհրաժեշտությունը՝ դրա շուրջ առկա անորոշությունը գնահատելու և հաղորդակցելու համար, քանզի տնտեսության հիմնարարների տեղաշարժերի անտեսումը կամ թերագնահատումը կարող է հանգեցնել քաղաքականության ծախսատար սխալների: Այս համատեքստում, ներկա փուլում հիմնական անորոշությունը պայմանավորված է ՀՀ երկրի ռիսկ հավելավճարի հավասարակշիռ մակարդակի նվազման չափով: ՀՀ արտադրության պարտատոմսերի սփրեդները շարունակ նվազում են՝ արտահայտելով ինչպես ՀՀ-ին ներհատուկ, հիմնարար գործոնների, այնպես էլ զարգացող շուկաների նկատմամբ բարելավված տրամադրվածությունն ու համաշխարհային տնտեսությունում բարձր իրացվելիության առկայությունը: Ավելին՝ ՀՀ-ում արտահանման և արտադրական կարողությունների ընդլայնումը և հեռանկարի բարելավումը, հատկապես հաշվի առնելով հաշվողական հզորությունների գծով կարողությունների ստեղծումը ՏԿ ճյուղում, կարող են նպաստել ավելի բարձր հիմնարար արժևորման սպասումների ձևավորմանը: Մյուս կողմից՝ ՀՀ-ում առաջին անհրաժեշտության և ավելի «տեսանելի» ապրանքների բարձր գնաճը կարող է նպաստել գնաճային սպասումների ավելացմանը:

Շուկայի մասնակիցներն ակնկալում են քաղաքականության տոկոսադրույքի անփոփոխ ուղեգիծ: **Գծապատկեր 3.Դ.1.** Տոկոսադրույքի վերաբերյալ շուկայի սպասումները (9 սեպտեմբեր, 2026 թ. հարցում), առևտրային բանկեր

Տոկոսադրույք, %

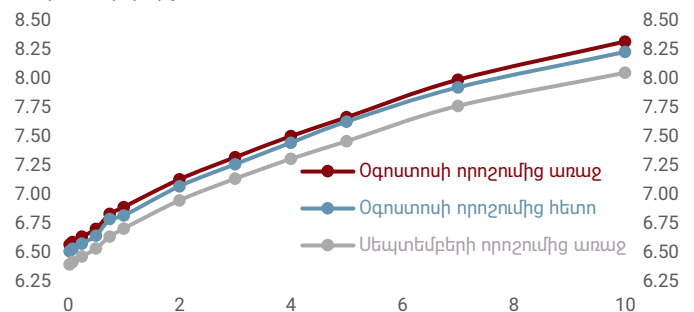


Արժեքներ՝ ՀՀ ԿԲ

Եկամտաբերության կորը որոշակիորեն տեղաշարժվել է ներքև՝ հավանաբար պայմանավորված ծրագրի համեմատ Նոր պարտատոմսերի՝ զգալիորեն ավելի քիչ թողարկմամբ:

Գծապատկեր 3.Դ.2. Եկամտաբերության կորը

Եկամտաբերություն, %

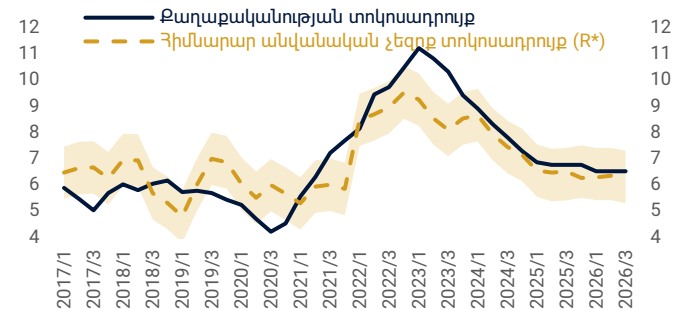


Արժեքներ՝ ՀՀ ԿԲ

Որքան խիստ են դրամավարկային պայմանները:

Գծապատկեր 3.Դ.3. Անվանական տոկոսադրույք և հիմնարար չեզոք տոկոսադրույք, շուկայի ուղղորդիչ սցենար

Տոկոսադրույք, %



Արժեքներ՝ ՀՀ ԿԲ

Վարկավորման պայմաններ

2026 թ. 3-րդ եռամսյակում վարկավորման բարձր աճի տեմպերը պահպանվում են՝ հուլիսին կազմելով տ/տ 25.9%: ՀՀ ԿԲ 2-րդ եռամսյակի հարցումները վկայում են, որ վարկավորման բարձր ակտիվությունն ուղեկցվում է ինչպես վարկերի նկատմամբ բարձր պահանջարկով, այնպես էլ վարկավորման պայմանների դյուրացմամբ: Մասնավորապես, բիզնես վարկավորման չափանիշները որոշակիորեն դյուրացվել են՝ առավելապես ՓՄՁ-ների ուղղությամբ, իսկ սպառողական և հիպոտեկային վարկավորման պայմանների դյուրացումն ուղեկցվել է պահանջարկի աճով: Ընդ որում, հիպոտեկային վարկավորման պահանջարկի ավելացմանը առավելապես նպաստել են նաև տնտեսական ակտիվության դրական սպասումները և անշարժ գույքի շուկայի ներկայիս զարգացումները: Բանկային համակարգում շահույթի և իրացվելիության բարձր մակարդակների պահպանումն առաջիկայում կարող է նպաստել վարկավորման առաջարկի ընդլայնմանը՝ իր հերթին նպաստելով ներքին պահանջարկի հետագա ընդլայնմանը:

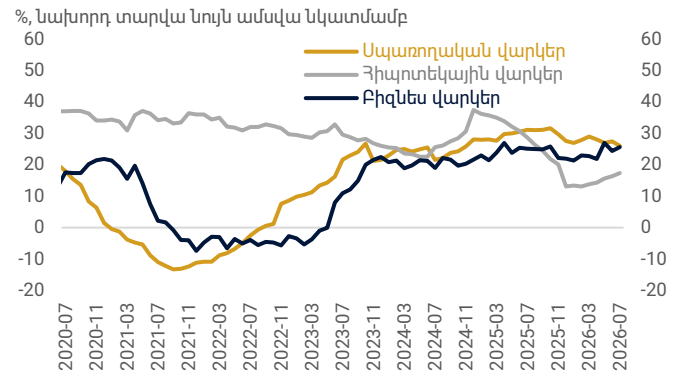
Անվանական փոխարժեք

2026 թ. 3-րդ եռամսյակում ՀՀ դրամն արժուրվել է երեք հիմնական գործոններ երկրների արժույթների նկատմամբ (գծապատկեր 3.Դ.5): Սա կարող է արտացոլել ինչպես համաշխարհային և հատկապես ՌԴ տնտեսության հեռանկարների վատթարացումը, այնպես էլ ՀՀ ապրանքների, ծառայությունների և ներքին ակտիվների նկատմամբ արտաքին բարձր պահանջարկը՝ պայմանավորված ներդրողների տրամադրվածության բարելավմամբ: Մի կողմից՝ ներդրումային ակտիվության աճը, հատկապես ԱԲ գործարանների կառուցման ուղղությամբ, կարող է բարելավել արտադրական և արտահանման կարողությունները: Մյուս կողմից՝ դեպի ՌԴ արտահանման սահմանափակումների երկարատև պահպանման և դեպի այլ շուկաներ դանդաղ վերադարձումն պարագայում առանձին ոլորտներում հնարավոր է եկամուտների հետագա նվազում և ներդրումային ակտիվության թուլացում՝ սահմանափակելով արտադրական և արտահանման կարողությունների ընդլայնումը:

ՀՀ պետական արտադրության պարտատոմսերի եկամտաբերության սփռեղը, ռիսկից զերծ ակտիվների (SOFR) նկատմամբ, վերջին եռամսյակներում նվազել է՝ արտացոլելով թե՛ համաշխարհային, թե՛ ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների ազդեցությունը՝ շարունակաբար ձևավորվելով պատմական ցածր մակարդակներում: Այսպես՝ ներդրողների տրամադրվածությունը վերջին տարիներին էապես բարելավվել է՝ զարգացող հատկապես այն երկրների նկատմամբ, որոնք բարելավել են մակրոքաղաքականության շրջանակները և շուկերի նկատմամբ դարձել ավելի դիմակայուն՝ արդյունքում ապահովելով հարկաբյուջետային և դրամավարկային կայունություն և տնտեսական աճի ավելի բարձր ու կայուն հեռանկար: Մինչդեռ աշխարհաքաղաքական լարվածությունների և դրանց պարբերականության աճի պայմաններում զարգացած երկրներում խորացել են պարտքային խնդիրները՝ վատթարացնելով վերջիններիս տնտեսական հեռանկարները: Ա. Դամոդարանի գնահատումների համաձայն (գծապատկեր 3.Դ.6)՝ օրինակ «Մուդիզ» վարկանիշային գործակալության Ba3 վարկանիշին համապատասխանող խմբի համար, Կառավարությունների դեֆոլտի երկարաժամկետ սփռեղները վերջին տարիներին շարունակաբար նվազել են՝ ընդհանուր շուրջ 150 բ.կ.-ով, ինչը, արժեթղթերի շուկաների հարաբերական տատանողականության փոքր աճի պայմաններում, ենթադրում է երկրի ռիսկի հավելավճարի շուրջ 180 բ.կ. նվազում և ձևավորում 4.5%-ի շուրջ: Այդուհանդերձ, այս զարգացումների տևականության վերաբերյալ ռիսկերը պահպանվում են:

Վարկավորման բարձր աճի տեմպերը պահպանվում են՝ հավանաբար արտացոլելով տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի առկայությունը:

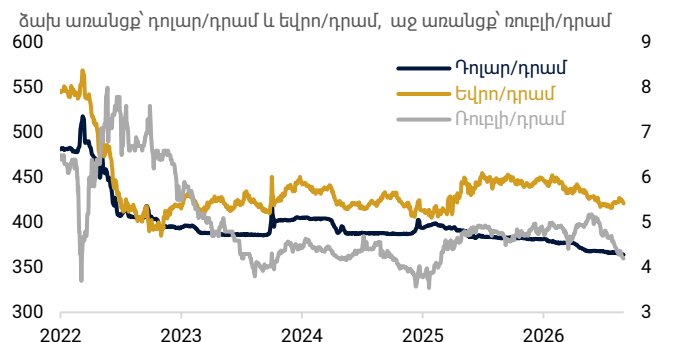
Գծապատկեր 3.Դ.4. Առևտրային բանկերի կողմից տնային տնտեսություններին և իրավաբանական անձանց տրամադրված վարկեր



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

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

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

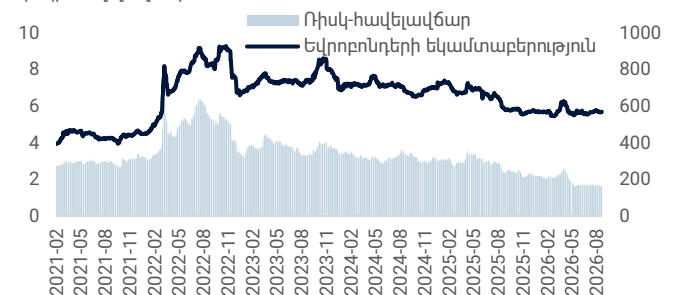


Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարը շարունակել է նվազել՝ արտացոլելով թե՛ համաշխարհային, թե՛ ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների ազդեցությունը:

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



Աղբյուրը՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, ՀՀ ԿԲ գնահատական

⁷ Մակրոքաղաքականության շրջանակի բարելավման վերաբերյալ ավելի մանրամասն տե՛ս Արժույթի միջազգային հիմնադրամ (ԱՄՀ), Համաշխարհային տնտեսական հեռանկարներ.

Համաշխարհային տնտեսության փոփոխությունների պայմաններում հեռանկարները մնում են անբարենպաստ (Վաշինգտոն, DC: Արժույթի միջազգային հիմնադրամ, 2025):

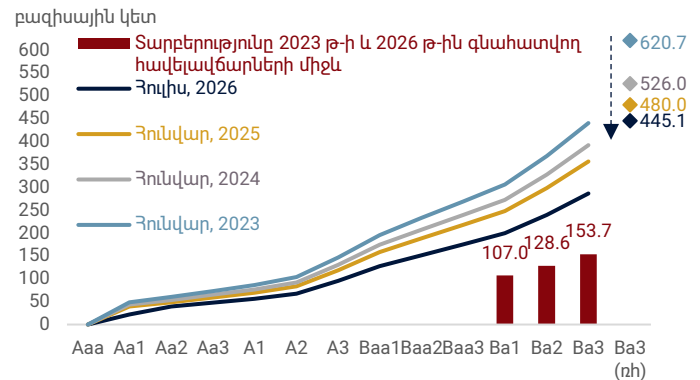
Միաժամանակ, թեև ՀՀ միսկի հավելավճարի զարգացումները հետևել են զարգացող երկրների ընդհանուր միտումներին, այնուամենայնիվ, աստիճանաբար ուժգնանում են ազդակներն այն մասին, որ ՀՀ միսկի հավելավճարի ընթացիկ ցածր մակարդակները կարող են հիմնականում արտացոլել հիմնարարների բարելավումը և ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների ազդեցությունը, այդ թվում կապված ՀՀ-ի շուրջ անվտանգային ռիսկերի նվազման ընկալումների հետ: Անվտանգային ռիսկերի աստիճանական թուլացման պայմաններում, 2025-2026 թվականների ընթացքում, ՀՀ արտարժույթային պարտատոմսերի եկամտաբերությունը նվազել է ավելի, քան ընդհանուր զարգացող երկրների խմբինը: Այսպես՝ 2025 թ. 1-ին կիսամյակում հարաբերականորեն ոչ ռիսկային, ուղենշային ակտիվների նկատմամբ (SOFR) ՀՀ արտարժույթային պարտատոմսերի և զարգացող երկրների խմբի սփրեդների միջև ճեղքը միջինում կազմում էր շուրջ 10 բ.կ., այսինքն՝ ներդրողները միջինում ավելի բարձր հավելավճար էին պահանջում ՀՀ պետական եվրոպարտատոմսերում ներդրում կատարելու համար՝ ընդհանուր զարգացող երկրների խմբի համեմատությամբ (գծապատկեր 3.7.6): Այս տարբերությունը 2025 թ. օգոստոսից սկսել է փոքրանալ և դառնալ բացասական՝ 2026 թ. օգոստոսին միջինում կազմելով շուրջ 60 բազիսային կետ:

Հարկ է նաև նշել, որ զարգացող երկրների կարճաժամկետ ռիսկի հավելավճարների նվազմանը նպաստում են նաև համաշխարհային տնտեսությունում բարձր իրացվելիության առկայությունը և, ընդհանուր առմամբ, ավելի ռիսկային ակտիվներում ներդրումներ կատարելու հակվածության աճը:

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:

Ռիսկի ակտիվների աճի և երկրների հիմնարարների բարելավման պայմաններում զարգացող երկրների նկատմամբ ներդրողների տրամադրվածությունը բարելավվել է:

Գծապատկեր 3.7.7. Moody's-ի վարկանիշներին համապատասխանող դեֆոլտի սփրեդ և Ba3 վարկանիշ ունեցող երկրների ռիսկի հավելավճար

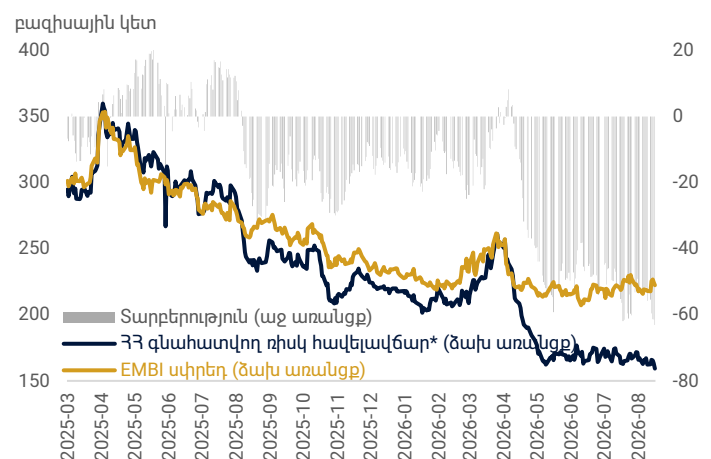


Աղբյուր՝ Ասվաթ Դամոդարանի գնահատումներ, Նյու Յորքի համալսարան, <https://pages.stern.nyu.edu/>, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Ծանոթագրություն: Դեֆոլտի սփրեդը պետական պարտատոմսերի համար պահանջվող հավելյալ եկամտաբերությունն է՝ համեմատաբար ոչ ռիսկային ակտիվների նկատմամբ: Երկրի ռիսկի հավելավճարը երկրի բաժնետոմսերում պահանջվող հավելյալ եկամտաբերությունն է՝ զարգացած շուկայի համեմատությամբ՝ ներառելով նաև ավելի լայն շուկայական ռիսկերը:

ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարը բարելավվել է ավելի, քան ընդհանուր զարգացող երկրներինը՝ հավանաբար արտացոլելով անվտանգային ռիսկի թուլացումը:

Գծապատկեր 3.7.8. Զարգացող երկրների խմբի և ՀՀ 2031թ. մարվող հայկական արտարժույթային պարտատոմսերի սփրեդը ուղենշային ակտիվների նկատմամբ (SOFR)



Աղբյուր՝ Բլումբերգ, ՀՀ ԿԲ գնահատական

Նշում: 2031 թ. մարվող հայկական եվրոպարտատոմսերի հիման վրա գնահատվող ռիսկի հավելավճար

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:

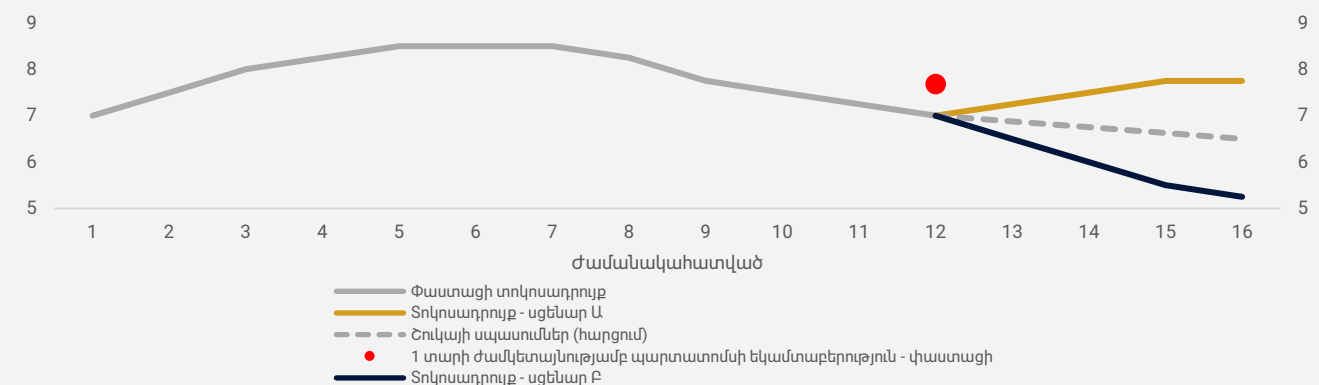
Մինչ ճկուն գնաճի նպատակադրման հայեցակարգային մոտեցումների զարգացումը, դրամավարկային քաղաքականության հաղորդակցումը հիմնականում կենտրոնացված էր ուղղակի գործողությունների, օրինակ՝ կարճաժամկետ տոկոսադրույքների սահմանման վրա: Հասարակության մեծամասնության շրջանում, սակայն, երկարաժամկետ տոկոսադրույքների համեմատությամբ 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 անկախվող ուղեգծը: Այս բաղադրիչներից քաղաքականության տոկոսադրույքի անկախվող 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 անկախվող ուղեգծի վերաբերյալ շուկայական սպասումների կառուցումը բավականին պարզ գործընթաց է: Առավել քիչ զարգացած ֆինանսական շուկաներ ունեցող երկրներում (ինչպիսին ՀՀ-ն է), որտեղ բացակայում են նաև օպցիոնների շուկաները (options markets), քաղաքականության տոկոսադրույքի անկախվող ուղեգծի վերաբերյալ շուկայական սպասումների 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 անկախվող 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 ու 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 անկախվող ուղեգծի վերաբերյալ շուկայի սպասումների ամբողջական և խելամիտ պատկերի կառուցման նպատակով, օգտագործվում են նաև ԿԲ-ի կողմից համեմատաբար բարձր հաճախականությամբ իրականացվող՝ քաղաքականության տոկոսադրույքի անկախվող 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, %



Աղբյուրը՝ 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 տոկոսադրույթների 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 տոկոսադրույթների նվազեցման համեմատաբար խիստ արձագանք: Բարդություններ՝ տոկոսադրույթի արդյունավետ ներքևի սահման, ցածր գնաճային կամ գնանկումային միջավայր: Թողարկում - Գնաճ -
Առաջարկի զսպում Ստագֆյուացիոն ցնցումներ (շոկեր), որոնք կարող են պահանջել քաղաքականության տոկոսադրույթի ակնկալվող ուղեգծի բարձրացման ուղղությամբ կոշտ և ագրեսիվ արձագանք՝ առաջացնելով գնաճի, տնտեսական աճի կամ այլ նպատակների (օրինակ՝ գործազրկություն) միջև զգալի կարճաժամկետ երկընտրանք: Բարդություններ՝ թույլ տնտեսությունը լրացուցիչ զսպելու հետ կապված խնդիրներ: Թողարկում - Գնաճ +	Առաջարկի ընդլայնում Առաջարկի բարենպաստ ցնցումներ (շոկեր), որոնք կարող են գնաճը հետ բերել իր թիրախային մակարդակին, հանգեցնել առավել բարձր տնտեսական աճի և ցածր տոկոսադրույթների: Բարդություններ՝ տնտեսության ընթացիկ միտումներն ապագայի վրա տարածել կարող է ռիսկային լինել: Թողարկում + Գնաճ -

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

Սցենարների բազմություն. 2026 թվականի երրորդ եռամսյակ

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

Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ
Պահանջարկի ընդլայնում. 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 սպառման ու վարկավորման բարձր աճերով, կարող է վկայել ՀՀ տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների առկայության մասին: – Ընթացիկ ծախսերի, այդ թվում՝ առողջության համընդհանուր ապահովագրության ուղղությամբ ծախսերի հնարավոր գերակատարման համատեքստում հարկաբյուջետային քաղաքականության՝ առավել ընդլայնող դիրքի ձևավորում: – Ռուս-ուկրաինական հակամարտության երկարաձգման և մասշտաբների ընդլայնման համատեքստում անվտանգային իրավիճակի և տնտեսական հեռանկարի վատթարացման պայմաններում. • դեպի տարածաշրջանային երկրներ, այդ թվում՝ ՀՀ, այցելությունների զգալի աճ՝ կարճաժամկետում պահանջարկի և գնաճային ճնշումների էական ընդլայնման ռիսկերով, • ՌԴ քաղաքացիների կողմից ՀՀ անշարժ գույքի նկատմամբ պահանջարկի էական ավելացում, ինչը նպաստում է անշարժ գույքի գների աճին՝ հարստության ուղու միջոցով խթանելով նաև ներդրումներն ու սպառումը ՀՀ տնտեսությունում: – Հայկական ակտիվների նկատմամբ հետաքրքրության աճով, ինչպես նաև հատկապես արտաքին «մղող» գործոններով պայմանավորված դեպի ՀՀ կապիտալ զգալի հոսքերի պահպանում կամ դրանց արագացում, ինչը կարճաժամկետում, առավելապես կնպաստի ներքին տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների ընդլայնմանը: – Աշխարհաքաղաքական լարվածության և առևտրային ուղիների խաթարումներից բխող էներգակիրների և պարենային ապրանքների գների աճը, համադրվելով ՀՀ-ում առաջին անհրաժեշտության, զգայուն ապրանքների արդեն երկար պահպանվող բարձր գնաճի հետ, կարող է հանգեցնել գնաճային սպասումների արագացմանը:	Պահանջարկի զսպում. Համաշխարհային կամ առանձին գործընկեր տնտեսություններում թույլ պահանջարկի պայմանների առկայության և/կամ դրանց հետագա թուլացման ռիսկեր – ԱՄՆ-ում ֆինանսական ակտիվների, հատկապես արժեթղթերի գների հնարավոր ճգնաժամը դեպի ներքին հաշվի առնելով դրանց գերաժեռորված լինելու ռիսկերը, կարող է հանգեցնել ԱՄՆ-ում և, ընդհանուր առմամբ, համաշխարհային տնտեսությունում սպառողական և ներդրումային ակտիվության կտրուկ թուլացմանը: – Հաշվի առնելով ՌԴ տնտեսության առանձին հատվածներում կառուցվածքային խնդիրների կուտակումը՝ տնտեսական ակտիվության և ներքին պահանջարկի հետագա թուլացում ՀՀ ապրանքների և ծառայությունների արտահանման, ինչպես նաև դեպի ՀՀ դրամական փոխանցումների ծավալների վրա համապատասխան ազդեցություններով: Ներքին տնտեսությունում համախառն պահանջարկի պայմանների շուրջ անորոշություններ, ձևավորված թույլ պահանջարկի միջավայր, դրա պահպանում կամ հետագա թուլացում. – Առանձին ապրանքների մասով դեպի ՌԴ արտահանման սահմանափակումների և դրանց հեռանկարի շուրջ բարձր անորոշության պայմաններում եկամուտների նվազում, հատկապես հաշվի առնելով գյուղատնտեսական ոլորտում մեծամասշտաբ զբաղվածությունը և, ընդհանուր առմամբ, տնտեսությունում ներդրումային ու սպառողական ակտիվության թուլացում: ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ առկա անորոշություն, ավելի ցածր մակարդակում ձևավորման ռիսկեր. – ՀՀ-ի շուրջ անվտանգային ռիսկերի թուլացման և հիմնարարների աստիճանական բարելավման պայմաններում երկրի ռիսկի հավելավճարի և չեզոք տոկոսադրույքի ավելի ցածր հավասարակշիռ մակարդակ:

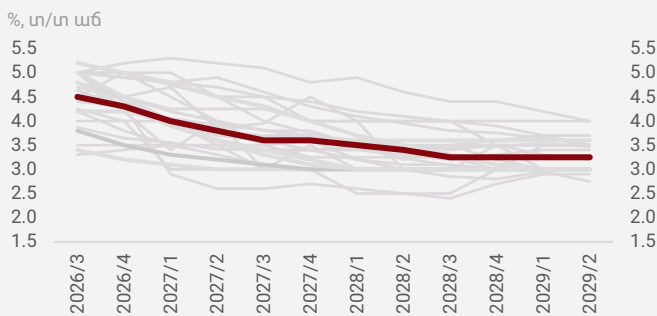
Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ
Առաջարկի զսպում Աշխարհաքաղաքական ռիսկերի, հատկապես Մերձավոր Արևելքում լարվածության երկարատև պահպանման և առևտրային ուղիների խաթարումների պայմաններում էներգակիրների և պարենային ապրանքների գների բարձր մակարդակներում տևական պահպանում կամ դրանց հետագա աճ, ինչպես նաև լոգիստիկ և այլ արտադրական ծախսերի ավելացում ՀՀ տնտեսության վրա համապատասխան գնաճային ազդեցություններով:	Առաջարկի ընդլայնում - ՀՀ տնտեսությունում աշխատուժի առաջարկի աճ պայմանավորված ՌԴ տնտեսական աճի հեռանկարի վատթարացմամբ և ՌԴ-ում միգրացիոն քաղաքականության խստացման պայմաններում ՀՀ-ից դեպի ՌԴ սեզոնային միգրացիայի նվազմամբ, ինչպես նաև հայ աշխատանքային միգրանտների հնարավոր վերադարձով դեպի ՀՀ: - ՌԴ-ի կողմից հայկական արտադրության ապրանքների ներմուծման սահմանափակումների երկար պահպանում, ինչը կարող է հանգեցնել առանձին ապրանքների մասով ավելցուկային առաջարկի ձևավորման՝ առաջացնելով գնանկումային ճնշումներ ՀՀ տնտեսությունում: - Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական լարվածության հիմնարար հանգուցալուծում, ինչը համադրվելով ոչ ՕՊԵԿ+ երկրների կողմից արդյունահանման ծավալների ընդլայնման ընթացիկ միտումների հետ, կարող է հանգեցնել էներգակիրների գների նվազման և նախահակամարտության շրջանի համեմատությամբ ավելի ցածր մակարդակներում ձևավորման՝ պարունակելով առավելապես գնանկումային ազդեցություններ:

Ներգիր 4. Շուկայի ուղղորդիչ սցենար

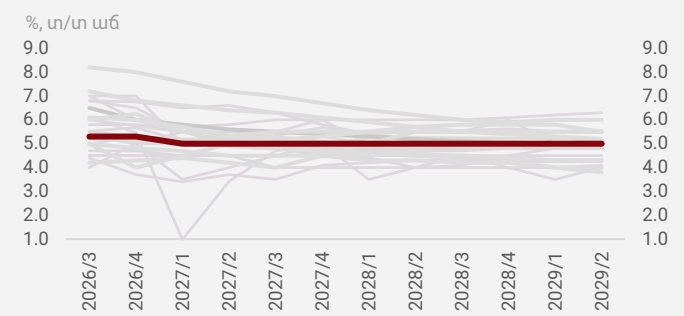
ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության ռիսկերի խեղամիտ կառավարման համակարգի ներքո Կենտրոնական բանկն իր մակրոտնտեսական կանխատեսումները չի ներկայացնում մեկ հիմնական կամ բազային սցենարի տեսքով: Փոխարենը, հիմք ընդունելով ֆինանսական շուկայի մասնակիցների (այդ թվում՝ առևտրային բանկեր, ներդրումային ֆոնդի կառավարիչներ, 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 պարունակել ռիսկեր 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 մակրոտնտեսական սցենար, որն ընդգրկի սցենարի հիմքում առկա որակական գործոնների և համապատասխան Ա և Բ տիպի ռիսկերի նկարագրությունը, ինչպես նաև առաջիկա 12 եռամսյակների կտրվածքով գնաճի, տնտեսական աճի, ՀՀ ԿԲ քաղաքականության տոկոսադրույքի և դրամ/դոլար անվանական փոխարժեքի քանակական կանխատեսումները: 2026 թվականի 3-րդ եռամսյակի հարցումներն իրականացվել են հուլիս-օգոստոս ամիսներին: Հարցմանը մասնակցել են 18 առևտրային բանկ, 20 ներդրումային ընկերություն, 8 ապահովագրական ընկերություն, 27 վարկային կազմակերպություն:

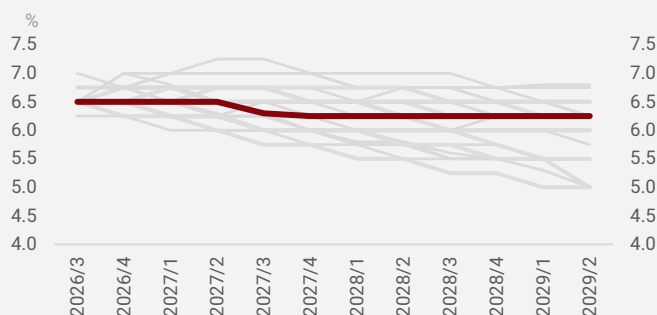
Գծապատկեր Ն.4.1. Գնաճ



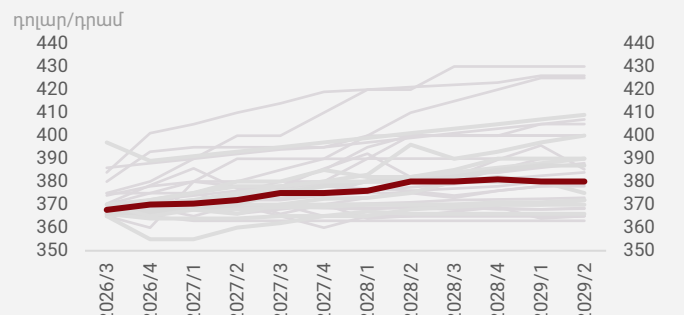
Գծապատկեր Ն.4.3. Իրական ՀՆԱ աճ



Գծապատկեր Ն.4.2. ԿԲ քաղաքականության տոկոսադրույք



Գծապատկեր Ն.4.4. Անվանական փոխարժեք



* ՀՀ ԿԲ մակրոտնտեսական արդյունքները ներկայացվում են որպես հարցման պատասխանների մեդիան (գիծ):

Աղյուսակ Ն.4.1. Հայաստանի տնտեսական աճի և գնաճի կանխատեսումներ

Աղբյուր Ամսաթիվ	ԱՄՀ Ապր-26	ԿԲ մակրոհարցում 2026 թ. 3-րդ եռ.	Կոնսենսուս Հուն-26
ՀՆԱ աճ (տարեկան, %)			
2025 (փաստացի)		7.2	
2026	5.3	5.6	5.3
2027	5.5	5.0	5.1
2028	5.0	5.0	4.5
Գնաճ (տարեկան, %)			
2025 (փաստացի)		3.3	
2026	3.6	4.4	4.7
2027	3.4	3.8	4.1
2028	3.3	3.4	3.7

Աղբյուրը՝ ԱՄՀ, ՀԲ, ԱԶԲ, ԿԲ մակրոտնտեսական հարցում

2. Դրամավարկային քաղաքականության հեռանկար

Սցենար Ա. Արտաքին պահանջարկի ընդլայնում, ինչը ենթադրում է շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ

ՌԴ-ում տնտեսական և անվտանգային հեռանկարների վատթարացման պայմաններում դեպի ՀՀ այցելությունների զգալի աճ՝ կարճաժամկետում պահանջարկի և գնաճային ճնշումների էական ընդլայնման ռիսկերով:

2026 թ. ընթացքում ռուս-ուկրաինական հակամարտության մասշտաբները ընդլայնվել են, իսկ դրա ամբողջական հանգուցալուծման հնարավորությունները որոշակի թուլացել: Այսպես, վերջին ամիսներին նկատվում է հատկապես քաղաքացիական հատկապես էներգետիկ և լոգիստիկ ենթակառուցվածքներին, պահեստային տնտեսություններին հարվածների զգալի ավելացում տարբեր ապրանքային շուկաներում հանդիսանալով պակասուրդի ձևավորման պատճառ: Վերոնշյալ զարգացումների պայմաններում, աստիճանաբար ձևավորվում են նաև հակամարտության հետագա սրման և մասշտաբների ընդլայնման սպասումներ՝ առաջացնելով ՌԴ քաղաքացիների վարքագծի որոշակի փոփոխություն: Հատկանշական է, որ այս զարգացումները համընկնում են Մերձավոր Արևելքում հակամարտության շրջանակի ընդլայնման և անվտանգային ռիսկերի խորացման հետ՝ զգալիորեն փոքրացնելով դեպի այդ տարածաշրջանի երկրներ ՌԴ քաղաքացիների այցելության հնարավորությունը:

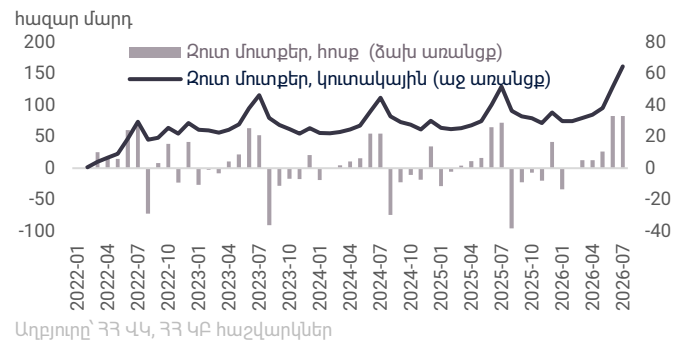
Այս պայմաններում, վերջին ամիսներին արձանագրվում է դեպի ՀՀ ՌԴ քաղաքացիների այցելությունների զգալի ավելացում (գծապատկեր 3.2.1.), մասնավորապես 2026թ-ի մարտ-հուլիս ժամանակահատվածում դեպի ՀՀ ՌԴ քաղաքացիների մուտքի և ելքի տարբերությունը կազմել է շուրջ 87 հազար, ինչը 2025 թվականի համանման ցուցանիշից ավել է մոտ 20 հազարով: Վերոնշյալ միտումների պահպանումը, կամ դրանց հիմքում ընկած շարժառիթների ավելացման պարագայում դրանց արագացումը կարող է զգալի մակրոտնտեսական ազդեցություններ ունենալ ՀՀ տնտեսությունում: Հարկ է նշել, որ այս զարգացումներն արդեն իսկ արտացոլվում են ծառայությունների առանձին, հատկապես պահանջարկի ընդլայնմամբ շարժվող ճյուղերում բարձր ակտիվության ձևավորմամբ, հյուրանոցների, ռեստորանների և փոխադրման ծառայությունների գների աճի էական արագացմամբ: Ընդ որում, առանձին ցուցիչներ, հատկապես հետաքրքրության աճը (գծապատկեր 3.2.2.) ՀՀ անշարժ գույքի նկատմամբ, հավանաբար մատնանշում է այցելությունների պլանավորվող առավել երկար տևողության մասին:

Նման զարգացումների հնարավոր մակրոտնտեսական ազդեցությունների գնահատման համար կարևոր ուղեմիջ կարող է հանդիսանալ 2022 թ. փորձը, միաժամանակ գիտակցելով, որ ներկայիս զարգացումները կարող են առավելապես դրսևորվել որպես արտաքին պահանջարկի շուկ, իսկ դրանց մակրոտնտեսական ազդեցության չափը էապես փոքր լինել 2022 թ. դրվագից: Մի կողմից, հոսքերի կառուցվածքի և մեկ անձի հաշվով ծախսային վարքագծի հնարավոր տարբերությունները, ինչպես նաև 2022 թ. համեմատ ՀՀ տնտեսության ավելի մեծ ծավալը կարող են սահմանափակել դրանց հարաբերական ազդեցությունը տնտեսական աճի և պահանջարկի վրա:

Նկարագրված սցենարի պայմաններում, չնայած անվանական փոխարժեքը դրսևորվում է որպես շուկի առաջնային կլանիչ՝ մեղմելով իրական տնտեսության վրա արտաքին պահանջարկի ընդլայնման միջնաժամկետ և երկարաժամկետ ազդեցությունները, ամբողջական պահանջարկի կարգավորման և գնաճային սպասումների արագացման ռիսկերի չեզոքացման նպատակով անհրաժեշտ կլինի շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության ավելի բարձր տոկոսադրույքի ուղեգիծ:

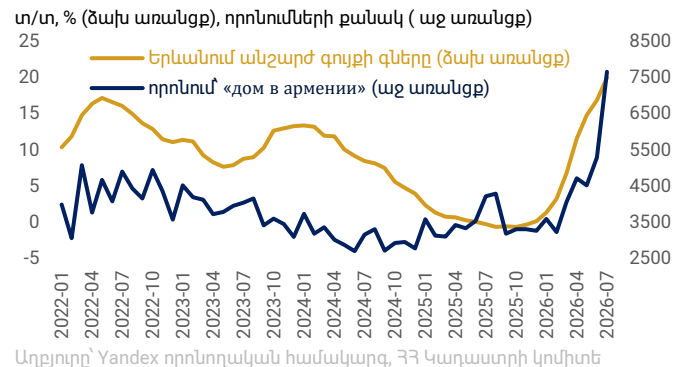
ՌԴ-ում տնտեսական և անվտանգային հեռանկարների վատթարացման պայմաններում դեպի ՀՀ այցելություններն էականորեն ավելացել են:

Գծապատկեր 3.2.1. Դեպի ՀՀ զուտ ներհոսք, սահմանային գրանցում,



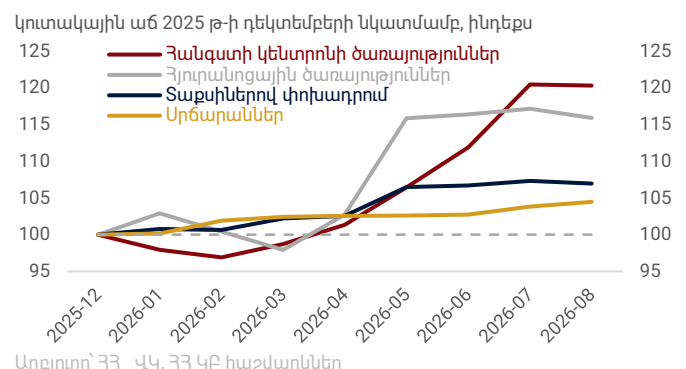
ՀՀ անշարժ գույքի շուկայի նկատմամբ աճող հետաքրքրությունը կարող է վկայել Հայաստանում երկարատև գտնվելու պլանների մասին:

Գծապատկեր 3.2.2. ՀՀ անշարժ գույքի նկատմամբ հետաքրքրության աճն ու անշարժ գույքի գների աճը երևանում,



Սա արտացոլվում է նաև առանձին ծառայությունների գնաճի արագացմամբ:

Գծապատկեր 3.2.3. Որոշ ծառայությունների գնաճ



Սցենար Բ. Արտահանումից եկամուտների և ներքին պահանջարկի թուլացում, ինչը ենթադրում է շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի ցածր ուղեգիծ

Դեպի ՌԴ արտահանման սահմանափակումների և դրանց հեռանկարի շուրջ մեծ անորոշության պայմաններում եկամուտների նվազում, տնտեսությունում ներդրումային ու սպառողական ակտիվության թուլացում

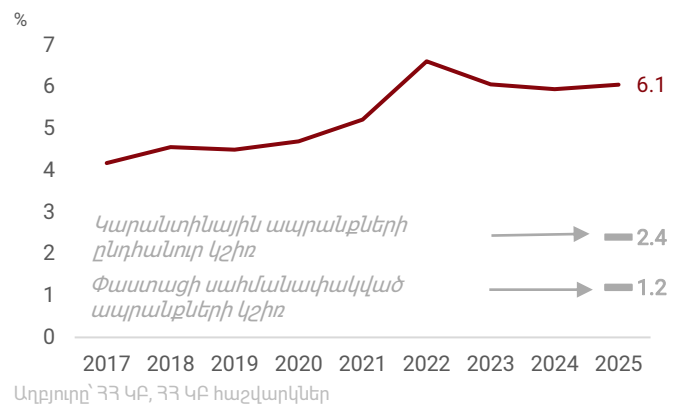
Թեև ՀՀ տնտեսության արտաքին առևտրի կառուցվածքում վերջին տարիներին նկատվում են որոշակի դրական փոփոխություններ, առանձին երկրների և հատկապես ՌԴ-ի դերը մնում է գերակշռող: Այս պայմաններում, ՌԴ կողմից 2026 թ. հունիսից ՀՀ-ում արտադրված բուսական և կենդանական ծագման ապրանքների արտահանման նկատմամբ կիրառվող սահմանափակումները, դրանց երկար պահպանման պարագայում, կարող են զգալի բացասական ազդեցություն ունենալ գյուղատնտեսության ոլորտի վրա և, հաշվի առնելով նաև այս ճյուղում զբաղվածության լայնամասշտաբ բնույթը՝ հանգեցնել տնտեսությունում ներդրումային և սպառողական վստահության նվազմանը:

Այսպես, ներկայումս վերոնշյալ սահմանափակումները հիմնականում վերաբերում են գյուղատնտեսության ոլորտի բուսական և կենդանական ծագման, ինչպես նաև արդյունաբերության որոշ, սահմանափակ թվով ապրանքներին, որոնց ընդհանուր արտահանումը 2025 թ. կազմել է ՀՆԱ-ի շուրջ 1.2%-ը: Չնայած, ընդհանուր առմամբ, ռիսկի տակ գտնվող արժեքն այդքան էլ մեծ չէ, որոշ ապրանքների, այդ թվում ծաղիկների, ձկնամթերքի, կորիզավորների և այլնի, արտադրության հիմնական մասն արտահանվում է դեպի ՌԴ տնտեսություն՝ բարդացնելով ներքին շուկայում դրանց կլանման հնարավորությունը: Մյուս կողմից՝ չնայած որոշակի դրական միտումների առկայությանը, կարճաժամկետում դեպի այլ շուկաներ վերաուղղման հնարավորությունները դեռևս սահմանափակ են:

Ձուգահեռաբար՝ չնայած գյուղատնտեսության ոլորտում աշխատավարձերի և, ընդհանուր առմամբ, եկամուտների համեմատաբար ավելի ցածր մակարդակներին, անհրաժեշտ է հաշվի առնել լայնամասշտաբ զբաղվածության հանգամանքը, ինչը թերևս ոչ ամբողջությամբ է արտացոլված պաշտոնական վիճակագրությունում՝ ոլորտում ոչ ֆորմալ զբաղվածության բարձր մակարդակով պայմանավորված: Արդյունքում՝ վերոնշյալ սահմանափակումները կարող են հանգեցնել ինչպես արտահանումից ստացվող, այնպես էլ ներքին տնտեսությունում ապրանքների հավանական գնանկմամբ պայմանավորված եկամուտների էական կրճատման: Միաժամանակ, վերջին տարիներին զգալիորեն ավելացել է նաև ոլորտում պարտքային ծանրաբեռնվածությունը՝ 2026 թ. 3-րդ եռամսյակի դրությամբ թողարկման նկատմամբ կազմելով շուրջ 52%՝ մեծացնելով եկամուտների նվազման նկատմամբ ոլորտի խոցելիությունը և լրացուցիչ ռիսկեր պարունակելով ՀՀ տնտեսությունում սպառողական ու ներդրումային վստահության թուլացման տեսանկյունից:

Հետևապես, այս սցենարի նյութականացման պարագայում դրամավարկային քաղաքականությունը պետք է միտված լինի պահանջարկի խթանմանը և գնանկումային ճնշումների կլանմանը, ինչը պահանջում է շուկայի ընթացիկ սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության ավելի ցածր տոկոսադրույքի ուղեգիծ:

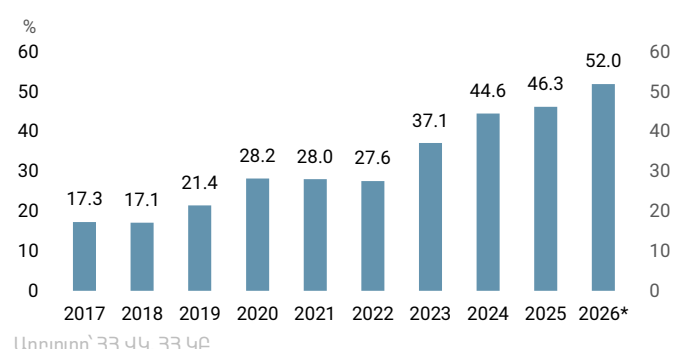
Գծապատկեր 3.2.3. Դեպի ՌԴ արտահանման կշիռը ՀՆԱ-ի մեջ



Գծապատկեր 3.2.4. Գյուղատնտեսության ոլորտի և արտահանման կշիռը ՀՆԱ-ում



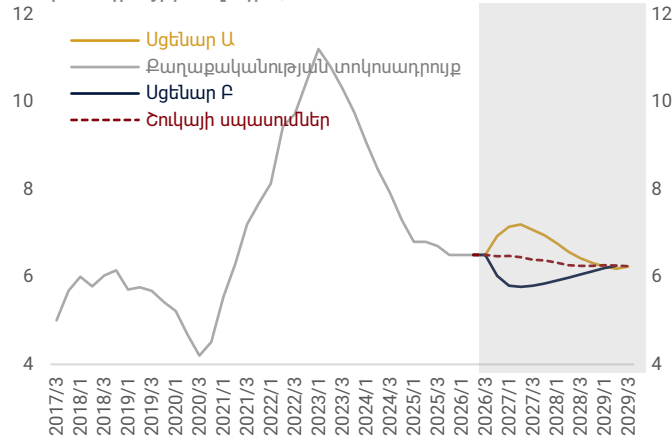
Գծապատկեր 3.2.5. Գյուղատնտեսության ոլորտի պարտքի բեռը



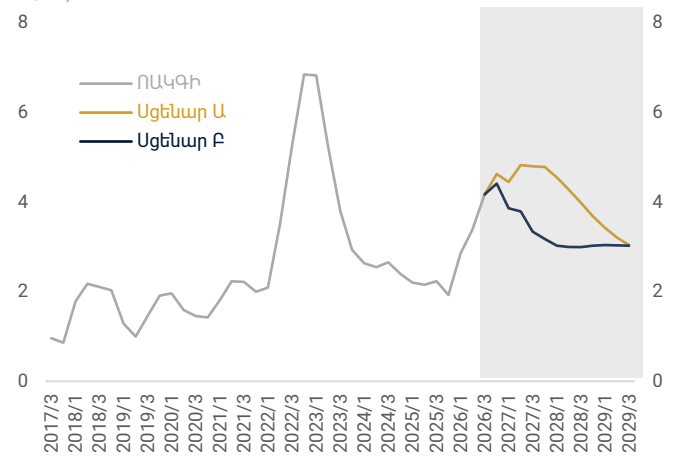
Նշում. Գյուղատնտեսության ոլորտի վարկերի կշիռը ճյուղի թողարկման մեջ, 2026 թ.-ի համար հաշվի է առնվել վերջին 4 եռամսյակների թողարկումը

Տիպային Ա և Բ սցենարների մակրոտնտեսական կանխատեսումների ամփոփում

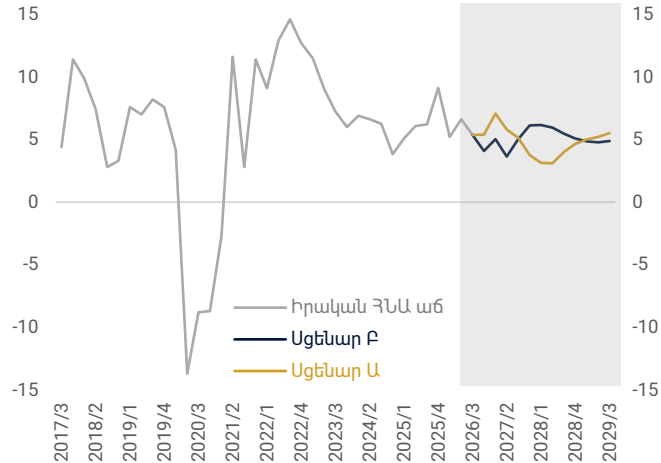
Գծապատկեր 3.2.6. Ներքին քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգիծ, %



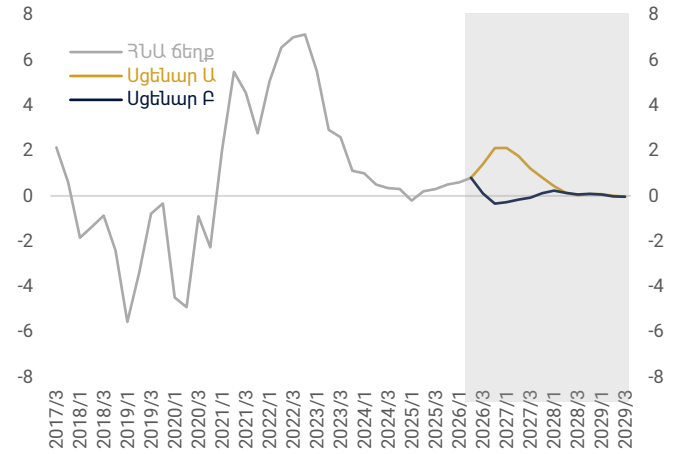
Գծապատկեր 3.2.9. Ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքս, տ/տ, %



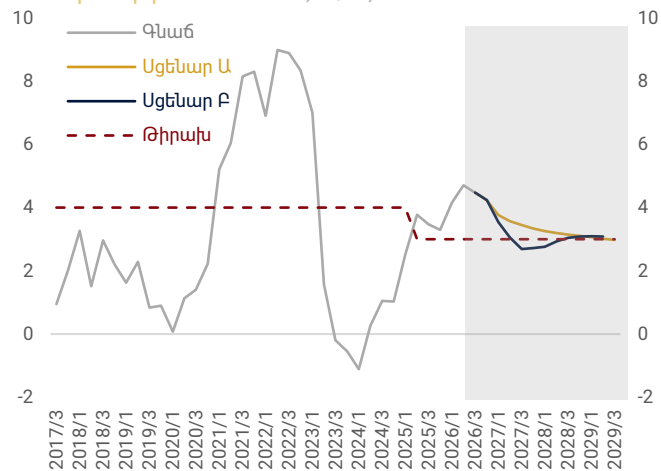
Գծապատկեր 3.2.7. Իրական ՀՆԱ աճ, տ/տ, %



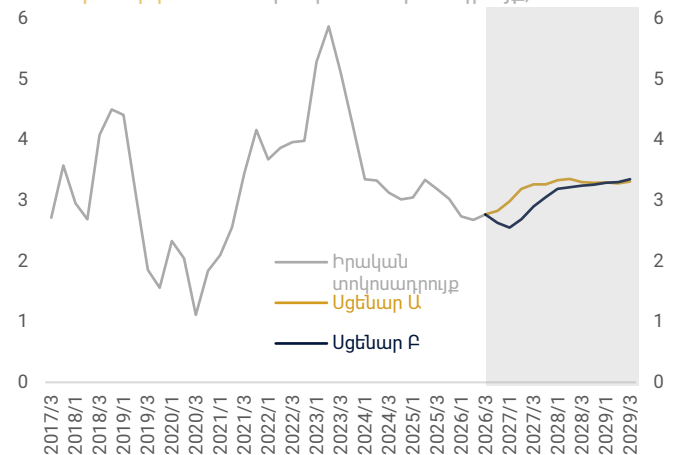
Գծապատկեր 3.2.10. ՀՆԱ ճեղք, %



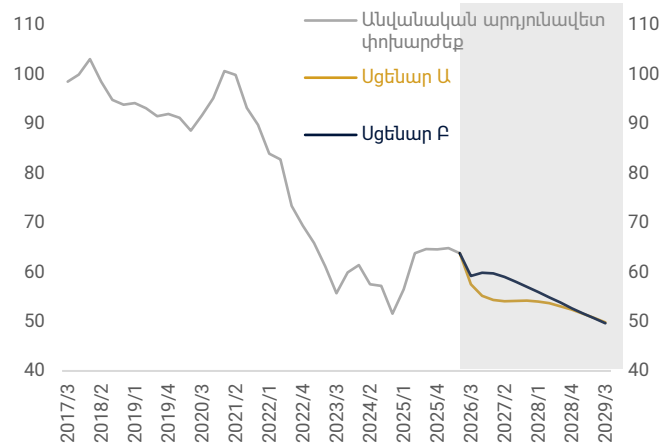
Գծապատկեր 3.2.8. Գնաճ, տ/տ, %



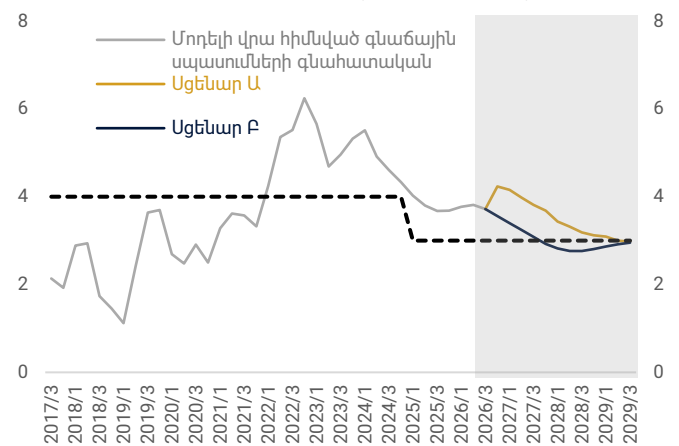
Գծապատկեր 3.2.11. Իրական տոկոսադրույք, %



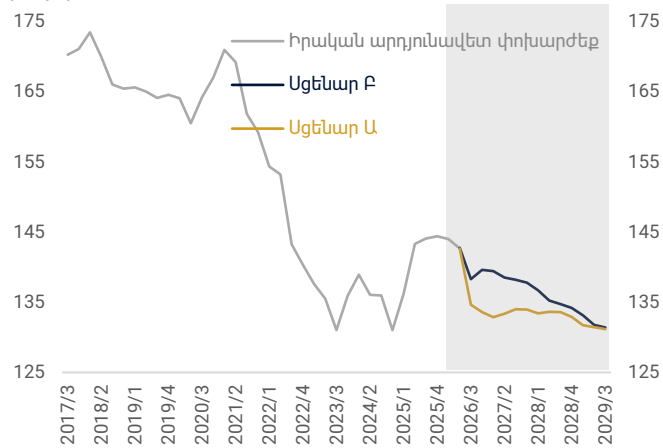
Գծապատկեր 3.2.12. Անվանական արդյունավետ փոխարժեք, ինդեքս



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



Գծապատկեր 3.2.13. Իրական արդյունավետ փոխարժեք, ինդեքս



Աղյուսակ 3.2.2. 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	2.2	2.2	2.0	2.0	1.8	1.8	1.8	1.8
Եվրոգոտու տնտեսական աճ	%, իր. աճ	0.9	1.4	1.0	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
Ռուսաստանի տնտեսական աճ	%, իր. աճ	4.1	1.0	0.9	0.9	1.3	1.3	0.7	0.7	1.2	1.2
ԱՄՆ գնաճ	միջին, %	3.0	2.7	3.2	3.2	2.6	2.6	2.4	2.4	2.1	2.1
Եվրոգոտու գնաճ	միջին, %	2.6	2.4	2.7	2.7	2.6	2.6	2.2	2.2	2.1	2.1
Ռուսաստանի գնաճ	միջին, %	8.4	9.0	5.8	5.8	5.2	5.2	4.1	4.1	3.9	3.9
Նավթի գին	դոլար/բարել	80.5	69.1	87.8	87.8	74.1	74.1	71.6	71.6	71.3	71.3
Պղնձի գին	դոլար/տոննա	9142.0	9947.0	14211.0	14211.0	14200.3	14200.3	14143.0	14143.0	14116.5	14116.5
ՖԱՕ ինդեքս	ինդեքս	122.0	127.2	132.1	132.1	135.8	135.8	139.3	139.3	143.0	143.0
Ներքին տնտեսություն											
Գներ											
Գնաճ	տ/տ, ժամ. վերջ, %	1.5	3.3	4.5	4.2	3.4	2.7	3.1	3.1	3.0	3.0
Սպառողական գների ինդեքս	տ/տ, միջին, %	0.3	3.3	4.5	4.4	3.7	3.0	3.2	3.0	3.0	3.0
Ոչ արտահանելի կոշտ գներ	տ/տ, միջին, %	2.6	2.2	3.8	3.7	4.7	3.5	4.1	3.0	3.0	3.0
Համախառն եկամուտ											
ՀՆԱ	մլրդ դրամ	10250.0	11343.0	12440.8	12401.1	13499.3	13368.4	14419.0	14491.4	15549.8	15549.3
ՀՆԱ	%, իր. աճ	5.9	7.2	5.7	5.3	5.2	5.2	3.7	5.7	5.3	4.9

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	7.8	6.7	5.3	4.4	4.4	4.8	5.1	5.1
Պետական սպառում	%, իրական աճ	-8.2	3.7	11.2	11.3	2.5	2.5	2.7	2.7	1.8	1.8
Մասնավոր սպառում	%, իրական աճ	9.3	5.4	7.3	6.0	5.7	4.7	4.7	5.1	5.6	5.5
Հիմն. միջոցների հմխռն կուտ.*	%, իրական աճ	11.9	14.9	10.5	9.8	8.5	8.4	8.2	9.0	4.2	4.2
Պետական ներդրումներ**	%, իրական աճ	11.8	15.5	3.3	3.4	7.0	7.0	10.0	10.0	8.0	8.0
Մասն. հիմն. միջ. հմխռն կուտ.	%, իրական աճ	12.0	14.6	13.6	12.4	9.1	9.0	7.5	8.7	2.6	2.6
Ապր. և ծառ. արտահանում	%, իրական աճ	-11.0	-30.1	-29.9	-37.6	5.5	7.7	4.5	7.5	2.4	5.1
Ապր. և ծառ. ներմուծում	%, իրական աճ	-3.2	-27.2	-25.8	-30.2	1.8	2.0	1.3	2.8	1.3	3.1
Ընթացիկ հաշիվ											
Առևտրային հաշվեկշիռ	մլն ԱՄՆ դոլար	-3001.0	-3845.7	-3982.7	-4280.0	-3993.4	-4228.0	-3865.0	-3928.0	-3747.7	-3827.9
Ծառայությունների հաշվեկշիռ	մլն ԱՄՆ դոլար	1742.2	1790.2	2165.5	1922.6	2384.5	2063.2	2444.8	2212.7	2433.6	2371.5
Դրամական փոխանցումներ	մլն ԱՄՆ դոլար	918.8	166.8	1161.2	1105.9	1300.5	1212.0	1383.7	1270.2	1450.1	1331.2
Ընթացիկ հաշիվ	մլն ԱՄՆ դոլար	-1615.2	-2553.6	-2152.4	-2747.9	-1879.6	-2523.9	-1686.1	-2094.7	-1596.1	-1857.3
Առևտրային հաշվեկշիռ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-11.5	-13.1	-11.8	-13.0	-11.6	-12.9	-11.0	-11.1	-9.8	-9.8
Ծառայությունների հաշվեկշիռ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	6.7	6.1	6.4	5.8	6.9	6.3	6.9	6.2	6.4	6.1
Դրամական փոխանցումներ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	3.5	0.6	3.4	3.4	3.8	3.7	3.9	3.6	3.8	3.4
Ընթացիկ հաշիվ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-6.2	-8.7	-6.4	-8.3	-5.5	-7.7	-4.8	-5.9	-4.2	-4.8
Պետական հատված***											
Եկամուտներ և դրամաշնորհներ	մլրդ դրամ	2579.2	2886.0	3140.7	3140.7	3475.3	3475.3	3794.2	3794.2	4174.5	4174.5
Հարկային եկամուտներ	մլրդ դրամ	2390.9	2725.2	3016.2	3016.2	3349.9	3349.9	3685.9	3685.9	4063.6	4063.6
Ծախսեր	մլրդ դրամ	2955.3	3305.3	3636.0	3636.0	3917.2	3917.2	4201.0	4201.0	4461.0	4461.0
Պակասուրդ	մլրդ դրամ	-376.1	-419.3	-495.3	-495.3	-441.9	-441.9	-406.8	-406.8	-286.5	-286.5
Եկամուտներ և դրամաշնորհներ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	25.3	25.5	25.2	25.3	25.7	26.0	26.3	26.2	26.8	26.8
Հարկային եկամուտներ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	23.5	24.1	24.2	24.3	24.8	25.1	25.6	25.4	26.1	26.1
Ծախսեր	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	23.7	23.1	29.2	29.3	29.0	29.3	29.1	29.0	28.7	28.7
Պակասուրդ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-3.7	-3.7	-4.0	-4.0	-3.3	-3.3	-2.8	-2.8	-1.8	-1.8

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

** Պետական ներդրումների փաստացի ցուցանիշները համախմբված բյուջեի կապիտալ ծախսերն են, իսկ կանխատեսումները հիմնված են տվյալ պահին առկա 2026-2029 թթ. վերանայված մակրոշրջանակի վրա:

*** 2026-2029 թթ. ցուցանիշները ներկայացված են պետական ՄԺԾԾ -ից:

Դրամավարկային քաղաքականության զեկույց | 2026 թ. 3-րդ եռամսյակ



Հայաստանի
Հանրապետության
Լենտրոնական բանկ