



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

2026 թ. 1-ին եռամսյակ

Դրամավարկային քաղաքականության զեկույց

Դրամավարկային
քաղաքականության ծրագիր

Հրապարակման ամսաթիվ՝ 17 մարտի 2026 թ.

Բովանդակություն

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

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

ԾԱՆՈԹՈՒՄ: Սույն զեկույցում ներկայացված տեղեկատվությունը հիմնված է մինչև 2026 թվականի մարտի 13-ը հասանելի փաստացի տեղեկատվության վրա:



01 |

Գլխավոր
ամփոփագիր

Ա. Դրամավարկային քաղաքականության հաղորդագրություն

ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշեց անփոփոխ թողնել քաղաքականության տոկոսադրույքը՝ 6.5%:

2026 թվականի մարտի 17-ի նիստում ԿԲ խորհուրդը որոշեց անփոփոխ թողնել վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը՝ սահմանելով 6.5%:

2026 թվականի առաջին ամիսներին 12-ամսյա գնաճն արագացել է՝ փետրվարին կազմելով 4.3%: Այդ ընթացքում 12-ամսյա բնականոն գնաճն ավելացել է՝ կազմելով 4.7%:

2026 թվականի առաջին եռամսյակում համաշխարհային տնտեսությունում և Հայաստանի հիմնական գործընկեր երկրներում պահանջարկի հետագա թուլացման ռիսկերը էականորեն ավելացել են: ԱՄՆ տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները, կապված տեխնոլոգիական ոլորտի զարգացումների հետ, ինչպես նաև ֆինանսական ակտիվների գների հնարավոր ճշգրտման, աշխատաշուկայի պայմանների թուլացման և Նավթի համաշխարհային գների կտրուկ աճի հետ կապված ռիսկերը կարող են բացասական ազդեցություն ունենալ միջնաժամկետ աճի հեռանկարի վրա: ԱՄՆ առևտրային քաղաքականությունից բխող մակրոտնտեսական ազդեցությունները որոշակիորեն թուլացել են, այդուհանդերձ, դրանք մնում են անորոշության հիմնական աղբյուրներից մեկը: Միջնաժամկետում ԱՄՆ պետական պարտքի ակնկալվող մեծացման պայմաններում կիրառվող մաքսատուրքերի հետագա հավաքագրման սահմանափակ հնարավորությունների հետ կապված՝ երկարաժամկետ տոկոսադրույքների շուրջ անորոշությունն ավելացել է: Հայաստանի հիմնական գործընկեր մյուս երկրներում միջնաժամկետ աճի ու պահանջարկի թուլացման ռիսկերն աստիճանաբար առարկայանում են: Զուգահեռաբար, աշխարհաքաղաքական անորոշությունները, միջազգային առևտրային հարաբերություններում լարվածությունը, ինչպես նաև համաշխարհային արժեշուխանների հնարավոր խաթարումների վերաբերյալ մտավախությունները համաշխարհային տնտեսությունում գների բարձր տատանողականության հիմնական աղբյուրն են: Նավթի համաշխարհային գները, Մերձավոր Արևելքում իրավիճակի սրման պայմաններում, կտրուկ աճ են արձանագրում, իսկ դրանց հեռանկարի շուրջ անորոշությունը էապես աճել է: Այս համատեքստում, հաշվի առնելով մի կողմից՝ թույլ պահանջարկի միջավայրի պահպանումը, իսկ մյուս կողմից՝ գնաճային միջավայրի ավելացման ռիսկերը, մեծանում է առաջատար երկրների կենտրոնական բանկերի կողմից առաջիկայում դրամավարկային պայմանների պահպանման կամ թուլացման հետաձգման հավանականությունը:

2025 թվականի չորրորդ եռամսյակում տնտեսական աճը Հայաստանում զգալիորեն արագացել է: Բարձր տնտեսական աճին շարունակել են մեծապես Նպաստել շինարարության և ծառայությունների, ինչպես նաև մշակող արդյունաբերության ճյուղերը: Պահանջարկի ընթացիկ պայմանների և դրա հետագա միտումների վերաբերյալ անորոշությունն էապես ավելացել է՝ պայմանավորված հատկապես տնտեսական աճի կառուցվածքային խնդիրների, ինչպես նաև հարկաբյուջետային քաղաքականության ընդլայնման ռիսկերի ավելացմամբ: Այս իրավիճակում ընդհանուր պահանջարկի ազդեցությունը գնաճի վրա գնահատվում է ընդլայնող, ինչպես նաև առկա են առաջարկի գործոններով պայմանավորված գնաճային ռիսկեր: Զուգահեռաբար, մասնավոր աշխատավարձերի աճը, կոշտ գներով բնութագրվող ծառայությունների գնաճը և գնաճային սպասումները շարունակում են դրսևորել հիմնականում կայունացման միտումներ:

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

Քննարկված ռիսկերի և առկա անորոշությունների պայմաններում մի կողմից խորհուրդը դիտարկել է Ա տիպի սցենարներ՝ կապված համաշխարհային չեզոք տոկոսադրույքների հնարավոր աճի, ներքին տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների ձևավորման և հարկաբյուջետային քաղաքականության կողմից ընդլայնման 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 և ՀՀ տնտեսության ռիսկի հավելավճարի հիմնարար նվազման հետ, որոնք ենթադրում են շուկայական սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության ավելի ցածր տոկոսադրույքի ուղի:

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

Հաստատված է Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհրդի կողմից:
17 մարտի, 2026 թ.

Նախագահ
Մարտին Գալստյան

Նախագահի տեղակալներ
Արմեն Նուրբեկյան
Հովհաննես խաչատրյան

Խորհրդի անդամներ
Արտակ Մանուկյան
Լևոն Սահակյան
Նարեկ Ղազարյան
Արմեն Զթոյան

Բ. Տնտեսական իրավիճակի ամփոփագիր

Համաշխարհային տնտեսություն

2026 թ. առաջին եռամսյակում համաշխարհային տնտեսության աճի հեռանկարը որոշակիորեն վատթարացել է: Տնտեսական քաղաքականության էական վերափոխումների պայմաններում 2025 թ. ընթացքում տնտեսական աճն ԱՄՆ-ում դրսևորել է զգալի տատանողականություն և 4-րդ եռամսյակում էականորեն դանդաղել՝ կազմելով տարեկանացված 0.7%: Աճին շարունակում է մեծապես նպաստել մասնավոր սպառման դանդաղող, բայց դեռևս բարձր աճը: Մյուս կողմից՝ աշխատանքի շուկայի պայմանների շարունակական թուլացումը, ինչպես նաև վարկավորման աճի տեմպերի և տնտեսության առանձին հատվածներում ժամկետանց վարկերի տեսակարար կշռի զգալի ավելացումը կարող են վկայել պահանջարկի պայմանների էական թուլացման մասին: Տնտեսության հեռանկարի և հատկապես ԱՄՆ-ում ոլորտներում արդյունավետ կիրառման շուրջ անորոշությունների պայմաններում ֆինանսական ակտիվների գների հետագա հնարավոր ճգնաժամները կարող են հանգեցնել ԱՄՆ-ում սպառման և աճի հեռանկարի լրացուցիչ վատթարացման՝ իրենց հերթին բացասական հետևանքներ ունենալով նաև համաշխարհային պահանջարկի պայմանների վրա: Միևնույն ժամանակ, Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական լարվածության սրումը և մատակարարման ուղիների սահմանափակման պայմաններում նավթի գների կտրուկ աճը տնտեսական աճի հեռանկարի վատթարացման և գնաճային միջավայրի ընդլայնման լրացուցիչ ռիսկեր են պարունակում:

Որոշ մաքսատուրքերի չեղարկման պայմաններում ԱՄՆ արտաքին առևտրային քաղաքականության հետագա հնարավոր զարգացումները, մասնավորապես՝ լրացուցիչ մաքսատուրքերի կիրառումը, ինչպես նաև հարկաբյուջետային ընդլայնող քաղաքականության իրականացումը կարող են միջնաժամկետում հանգեցնել բյուջեի պակասուրդի և պետական պարտքի ավելի բարձր ուղեգծի՝ առաջացնելով երկարաժամկետ իրական տոկոսադրույքների հետագա աճի ռիսկեր: Նման զարգացումները կարող են ազդել ինչպես ԱՄՆ դաշնային պահուստային համակարգի դրամավարկային քաղաքականության հեռանկարի, այնպես էլ զարգացող երկրներում չեզոք տոկոսադրույքի մակարդակի և կապիտալի հոսքերի վրա:

2026 թ. առաջին եռամսյակի ընթացքում գնաճը շարունակել է դանդաղել՝ փետրվարին կազմելով տ/տ 2.4%, սակայն կոշտ գներով աչքի ընկնող ապրանքների և ծառայությունների գնաճը պահպանվում է թիրախից զգալիորեն բարձր: ԱՄՆ առևտրային քաղաքականության շուրջ անորոշությունները և հավելյալ մաքսատուրքերից ածանցվող ճնշումները որոշակիորեն թուլացել են, բայց շարունակում են գնաճային միջավայրի ընդլայնման ռիսկեր պարունակել: Միաժամանակ, աշխատանքի շուկայի պայմանները վերջին եռամսյակների ընթացքում շարունակաբար թուլանում են, իսկ նավթի գների կտրուկ աճը պարունակում է դրանց հետագա անցանկալի թուլացման և գնաճային միջավայրի ընդլայնման ռիսկեր: Այս պայմաններում ԱՄՆ ԴԴԴ-ի կողմից գների կայունության և լրիվ զբաղվածության ապահովման խնդրի իրագործումը զգալիորեն դժվարանում է:

2025 թվականի 4-րդ եռամսյակում եվրոգոտու տնտեսական աճը կայունացել է ցածր մակարդակում՝ կազմելով եռ/եռ 0.2%՝ արտացոլելով առկա կառուցվածքային խնդիրները: 2026 թվականի փետրվարին գնաճը գտնվել է նպատակային մակարդակին մոտ. կազմել է 1.9%: Միաժամանակ, հիմնարար գնաճի ցուցանիշները պահանջարկի պայմանների վերաբերյալ տարաբնույթ ազդակներ են փոխանցում. բնականոն գնաճը մոտ է թիրախային մակարդակին՝ կազմում է 2.4%, մինչդեռ ծառայությունների գնաճը պահպանվում է թիրախից բարձր՝ տ/տ 3.4% մակարդակում: Աճի միջնաժամկետ և երկարաժամկետ

հեռանկարը մնում է անորոշ: Մի կողմից՝ կառուցվածքային մարտահրավերները, աճի բևեռացումը կարող են խոչընդոտել արդյունաբերական արտադրության վերականգնմանը և տնտեսական սենտիմենտի բարելավմանը: Մյուս կողմից՝ եվրոպայում ռազմարդյունաբերության և ենթակառուցվածքների ամրապնդմանն ուղղված միջոցառումները որոշակիորեն տեսանելի են՝ հաղորդելով դրական ազդակներ: Այս համատեքստում պահպանվում է անորոշությունն այն հարցի շուրջ, թե արդյոք խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականությունը, կուտակված կառուցվածքային խնդիրների պայմաններում, բավարար կլինի տնտեսական աճի կայուն վերականգնմանն ապահովելու համար: Միաժամանակ, իրավիճակի կտրուկ սրումը Մերձավոր Արևելքում և հակամարտության երկար պահպանումը, հաշվի առնելով ԵԳ բարձր խոցելիությունը էներգառեսուրսների ներմուծումից և դրանց գներից, կարող են զգալիորեն նպաստել ԵԳ կառուցվածքային խնդիրների հետագա խորացմանն ու գնաճային միջավայրի ընդլայնմանը:

Մերձավոր Արևելքում իրավիճակի կտրուկ սրմամբ պայմանավորված՝ նավթի համաշխարհային գները վերջին շաբաթների ընթացքում զգալիորեն աճել են՝ 2026 թվականի տարեկանի 60-65 ԱՄՆ դոլարի համեմատությամբ ձևավորվելով 90-100 ԱՄՆ դոլարի միջակայքում: Ստեղծված իրավիճակում էներգիայի միջազգային գործակալությունը (IEA) հայտարարեց անդամ պետությունների պահուստներից աննախադեպ՝ 400 միլիոն բարել նավթի բացթողման մասին, ինչը, ըստ էության, զսպեց նավթի գների հետագա աճը: Այդուհանդերձ, նավթի գների տատանողականությունը և հեռանկարի շուրջ անորոշությունը զգալիորեն աճել են և առաջիկայում կախված կլինեն Մերձավոր Արևելքում հակամարտության տևողությունից և ընդգրկման ծավալներից: Մյուս կողմից, այս պայմաններում առկա են նաև համաշխարհային տնտեսական ակտիվության և պահանջարկի աճի հետագա դանդաղման ռիսկեր:

2025 թ. չորրորդ եռամսյակում տնտեսական աճը ՌԴ-ում փոքր-ինչ վերականգնվել է՝ կազմելով տ/տ 1.0%, ինչը բավականին ցածր է նախորդ տարիների ցուցանիշներից: Տնտեսական աճին հիմնականում նպաստել են մշակող արդյունաբերության աճը և շինարարության աճի վերականգնումը: Միաժամանակ, ծառայությունների և մանրածախ առևտրի ճյուղերը շարունակում են գրանցել կայուն աճ՝ հաղորդելով ներքին պահանջարկի վերականգնման թույլ ազդակներ: Մյուս կողմից՝ սպառողական վարկերի նվազումը և չափատուղ վարկերի կշռի շարունակական աճը, հավանաբար, թույլ պահանջարկի ձևավորման և տնտեսության առանձին հատվածներում կառուցվածքային խնդիրների կուտակման մասին են վկայում: 2026 թ. առաջին եռամսյակում գնաճի և հիմնարար գնաճի տեմպերը նշանակալիորեն թուլացել են, մինչդեռ ծառայությունների գնաճը և գնաճային սպասումները դեռևս պահպանվում են թիրախից բարձր մակարդակում: Աշխատաշուկայի պայմանները մնում են խիստ, այդուհանդերձ, չորրորդ եռամսյակում թուլացման ազդակներ են նկատվում արտահայտվելով պահանջվող աշխատողների թվի նվազմամբ և իրական աշխատավարձերի աճի դանդաղմամբ: Արևմտյան երկրների կողմից լրացուցիչ թիրախային պատժամիջոցների սահմանումն ու շարունակական խստացումը ռիսկեր են պարունակում ՌԴ տնտեսության միջնաժամկետ աճի և բյուջետային հոսքերի ապահովման տեսանկյունից: Միաժամանակ, իրավիճակի սրումը Մերձավոր Արևելքում, առնվազն կարճաժամկետ հատվածում, կարող է որոշակի դրական ազդեցություն ունենալ Ռուսաստանի տնտեսության վրա՝ պայմանավորված ռուսական նավթի նկատմամբ պահանջարկի և գների զգալի աճով: Այս պայմաններում մի կողմից՝ տնտեսական ակտիվության թուլացումը, մյուս կողմից՝ դեռևս բարձր գնաճը և գնաճային սպասումները ՌԴ ԿԲ-ի համար խնդիրներ են առաջադրում

կարճաժամկետում գնաճ-տնտեսական աճ երկընտրանքի արդյունավետ կառավարման տեսանկյունից:

Ներքին պահանջարկի պայմաններ

2025 թ. 4-րդ եռամսյակում Հայաստանի տնտեսական աճը, այդ թվում կրելով որոշ ոչ կառուցվածքային գործոնների վերականգնման ազդեցությունը, զգալիորեն արագացել է՝ կազմելով տ/տ 9.8%, ինչը էապես բարձր է կայուն մակարդակի վերաբերյալ գնահատականներից: Տնտեսական աճին շարունակել են մեծապես նպաստել ծառայությունների և շինարարության ճյուղերը: Շինարարության ճյուղը շարունակում է արագ տեմպերով աճել՝ վերջին ամիսներին զուգորդվելով նաև պահանջարկի և, հետևաբար, անշարժ գույքի գների որոշակի վերականգնմամբ: Թեև ծառայությունների ճյուղի բարձր աճի ապահովման մեջ մեծ դերակատարում ունի նաև ՏՏ ոլորտը, այնուամենայնիվ, հատկապես վերջին ամիսներին ճյուղի այլ ենթաճյուղերում, մասնավորապես՝ մշակույթ և զվարճություններ, կացություն և հանրային սնունդ, մասնագիտական, գիտական և տեխնիկական գործունեություն և այլ ենթաճյուղերում դիտարկվող աճի արագացումը վկայում է պահանջարկի պայմանների ընդլայնման մասին: Միևնույն ժամանակ, թեև մշակող արդյունաբերության ճյուղում աճի արագացումը մեծապես պայմանավորված է ոչ կառուցվածքային գործոններով, «ավանդական» ենթաճյուղերում ևս արձանագրվում է բարձր աճ, իսկ ոլորտի արտահանման, վարկավորման պահանջարկի և արտադրական կարողությունների աճը դրական ազդակներ է պարունակում նաև երկարաժամկետ հեռանկարի տեսանկյունից: Այդուհանդերձ, 2026 թ. հունվարին մշակող արդյունաբերության «ավանդական» ենթաճյուղերում թողարկման աճի տեմպերը զգալիորեն թուլացել են:

Դեպի ՀՀ զբոսաշրջային հոսքերը 2026 թ. հունվար-փետրվարին ձևավորվել են պատմական ցուցանիշներից բարձր: Այնուամենայնիվ, զբոսաշրջային հոսքերի հեռանկարի շուրջ անորոշությունն աճել է՝ այդ թվում պայմանավորված հատկապես Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական լարվածության զգալի աճով և հետագա զարգացումներով:

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

Այս համատեքստում, տարբեր ազդակներ կարող են վկայել 2026 թ. 1-ին եռամսյակում չեզոքին մոտ, փոքր դրական ՀՆԱ ճեղքվածքի ձևավորված լինելու մասին: Այնուամենայնիվ, տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները, տարբեր ճյուղերում անհամաչափ, ոչ միանշանակ զարգացումները ավելացնում են տնտեսության մեջ համախառն պահանջարկի և առաջարկի հարաբերական դիրքի շուրջ առկա անորոշությունները: Մի կողմից՝ մասնավոր սպառման բարձր մակարդակը, ինչն ուղեկցվում է վարկավորման բարձր աճով, հիմնականում պահանջարկի ընդլայնմամբ շարժվող ճյուղերում բարձր աճի արձանագրումը արագացող գնաճի պայմաններում, կարող են վկայել տնտեսությունում ավելցուկային, բարձր պահանջարկի առկայության մասին: Մյուս կողմից՝ աճի կենտրոնացվածությունը, ոչ արտահանելի կոշտ գների և աշխատավարձերի աճի կայունացումը թիրախային կամ կայուն մակարդակի շուրջ համահունչ չեն ձևավորված ավելցուկային պահանջարկի պայմաններին:

Համախառն պահանջարկի վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության հետագա ազդեցության շուրջ անորոշությունը պայմանավորված է հիմնականում տնտեսության բարձր աճերից հետո դրա կայունացման պայմաններում

հարկային վարչարարության նախատեսված հետագա խստացման հնարավորություններով: Մյուս կողմից՝ անորոշության նոր, էական աղբյուր է նաև ընթացիկ տարում սոցիալական ծախսերի ավելացումը: Սա պայմանավորված է ինչպես կենսաթոշակների և նպաստների՝ ընթացիկ տարվա ապրիլից չնախատեսված բարձրացմամբ, այնպես էլ առողջապահության համընդհանուր ապահովագրության համակարգի ներդրմամբ:

Աշխատանքի շուկա և գնաճ

Գործազրկության մակարդակը շարունակում է նվազել՝ 2025 թ. 3-րդ եռամսյակում ձևավորվելով 11.8%-ի շուրջ: Հարկ է նշել, որ, ըստ աշխատուժի հետազոտության արդյունքների, 2025 թվականի երրորդ եռամսյակում, նախորդ տարվա նույն եռամսյակի համեմատությամբ, աշխատանքային ռեսուրսներն ավելացել են, որոնք, սակայն, հիմնականում հաշվառվել են տնտեսապես ոչ ակտիվ բնակչության կազմում, իսկ զբաղվածների թիվը որոշակի նվազել է: Վերջինս կարող է արտահայտել տնտեսությունում աշխատուժի նկատմամբ ձևավորված թույլ պահանջարկի մասին: Ի հակադրում դրան, ըստ ՊԵԿ-ի տվյալների, պաշտոնապես գրանցված աշխատողների թիվը շարունակում է կայուն տեմպերով աճել, ինչը կարող է մատնանշել աշխատուժի նկատմամբ առկա բարձր պահանջարկը: Գրանցված աշխատողների թվի ավելացումը կարող է վկայել նաև տնտեսությունում կառուցվածքային փոփոխությունների մասին՝ արտահայտելով ոչ ֆորմալ զբաղվածությունից աշխատուժի տեղաշարժը դեպի ֆորմալ զբաղվածության ոլորտ:

Մասնավոր անվանական աշխատավարձերի աճը 2025 թ. 4-րդ եռամսյակում մի փոքր արագացել է՝ կազմելով տ/տ 5.0%, իսկ աճի կենտրոնացվածությունը՝ նվազել: Միևնույն ժամանակ, գործազրկության ընթացիկ մակարդակը կարող է մասամբ արտացոլել նաև աշխատաշուկայում ձևավորված որոշակի ավելցուկային պահանջարկը՝ հատկապես այն պայմաններում, երբ 2025 թ. երկրորդ կեսին գործազրկության նվազումը հավանաբար գերազանցել է գնահատվող բնական մակարդակը, իսկ դրանից բխող աշխատավարձի ու գնաճի ռիսկերը դեռևս կարող են դրսևորվել աշխատավարձերի կոշտությունների պատճառով: Միևնույն ժամանակ, չի բացառվում նաև, որ վերջին տարիներին գործազրկության բնական մակարդակը աստիճանաբար նվազել է՝ ձևավորվելով 11–13% միջակայքում: Վերջինիս կարող էին նպաստել 2022 թ-ից արտադրողականության և արտահանման կարողությունների ընդլայնումը, բարձր որակավորում ունեցող աշխատուժի ինտեգրումը և երկարաժամկետ հաստատումը ՀՀ տնտեսությունում, տարբեր էլեկտրոնային հարթակների զարգացմամբ պայմանավորված՝ աշխատատեղերի և աշխատուժի համապատասխանեցման արդյունավետության բարձրացումը, տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները և այլ գործոններ:

ՌԴ-ից ՀՀ ոչ առևտրային դրամական փոխանցումների ծավալները և քանակը վերջին ամիսներին որոշակիորեն աճել են, ինչը վկայում է այն մասին, որ ռուբլու արժևորման ու Ռուսաստանում աշխատուժի պակասուրդի շարունակական խնդիրները գերակշռել են միգրացիոն հոսքերը սահմանափակող գործոնների ազդեցությունը՝ խթանելով աշխատանքային հոսքերի աճը:

Ամփոփելով նշենք՝ չնայած աշխատաշուկայից ելող ոչ միանշանակ ազդակներին, որոշ զարգացումներ կարող են վկայել, որ վերջին եռամսյակներում աշխատանքի շուկայի անհաշվեկշռվածությունները զգալիորեն թուլացել են: Առաջիկայում հիմնական անորոշությունը կվերաբերի աշխատուժի առաջարկի աճի հետագա ընթացքին, հատկապես եթե պահանջարկի պայմաններն ընդլայնվեն: Միաժամանակ, արտազնա աշխատանքի հոսքերի հնարավոր աճը կարող է հանգեցնել աշխատաշուկայում պայմանների խստացման՝ ստեղծելով գնաճային ռիսկեր:

2026 թվականի առաջին եռամսյակի ընթացքում գնաճը Հայաստանում շարունակել է ավելանալ՝ փետրվարին նախորդ ամսվա նկատմամբ կազմելով շուրջ 0.5%, իսկ նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի նկատմամբ՝ 4.3%: Վերջինս հիմնականում պայմանավորված է բնականոն գնաճի արագացմամբ, որը ձևավորվել է ավելի բարձր՝ տ/տ 4.7% մակարդակում: Այն, իր հերթին, հիմնականում արտացոլում է ներմուծվող և տեղական ոչ սեզոնային պարենային ապրանքներից փոխանցվող գնաճային միտումները՝ պայմանավորված վերջին եռամսյակներում համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումներով և ներքին տնտեսությունում առաջարկի որոշ գործոնների ազդեցությամբ: Այդուհանդերձ, չնայած առաջարկի հստակ գործոնների առկայությանը, բնականոն գնաճի արագացումը վերջին ամիսներին, ըստ ապրանքախմբերի, կրում է ավելի համատարած բնույթ, ինչը կարող է վկայել նաև ձևավորված բարձր պահանջարկի պայմանների մասին: Առաջիկայում հիմնական անորոշությունները կապված են համաշխարհային պարենային շուկաներում վերջերս նկատվող գնանկումային միտումների տևականության և դրա ֆոնին՝ ներքին գների ճշգրտման արագության ու չափի հետ: ՀՀ-ում գնաճի արագացմանը կարող է նպաստել նաև նավթի գների զգալի աճը, ինչպես նաև առաջարկի արժեզրեցման խաթարումն ու առևտրային ուղիների փոփոխությունները՝ Մերձավոր Արևելքում հակամարտության համատեքստում: Այս գործոնների ազդեցության չափը պայմանավորված կլինի հակամարտության տևողությամբ և մասշտաբներով:

Միաժամանակ, ծառայությունների գների և ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսի աճը ձևավորվում է թիրախային մակարդակի շուրջ: Սա, համադրելով նաև մասնավոր աշխատավարձերի աճի՝ 5-6% միջակայքում կայունացման և ԿԲ-ի կողմից անցկացվող ուղղակի հարցումների արդյունքների հետ, կարելի է պնդել, որ գնաճային սպասումները շարունակում են աստիճանաբար նվազել՝ մոտենալով նպատակային մակարդակին:

Ֆինանսական շուկա և դրամավարկային քաղաքականություն

Համաձայն ՀՀ ԿԲ-ի կողմից 2026 թ. մարտի 11-ին ֆինանսական շուկայի մասնակիցների շրջանում անցկացված վերջին հարցման արդյունքների՝ մասնակիցները միջինում ակնկալում են, որ ԿԲ-ն փոքր-ինչ երկար կպահպանի տոկոսադրույքի ընթացիկ մակարդակը, որից հետո կիրականացնի քաղաքականության տոկոսադրույքի չափավոր նվազեցում: Սա, ընդհանուր առմամբ, համահունչ է շուկայի մասնակիցների շրջանում առաջին եռամսյակում կատարված մակրոհարցման արդյունքներին, ըստ որոնց՝ մասնակիցները միջնաժամկետ հորիզոնում ակնկալում են քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազեցում գնահատվող չեզոք մակարդակի ուղղությամբ (շուրջ 6.25%):

Վերջին ամիսների զգալի նվազումից հետո, վերջին շաբաթների ընթացքում եկամտաբերության կորն ամբողջ երկայնքով փոքր-ինչ բարձրացել է՝ հավանաբար արտացոլելով Մերձավոր Արևելքի իրադարձությունների շուրջ ռիսկերի գնանշումը: Նմանապես, ՀՀ

երկրի կարճաժամկետ ռիսկի հավելավճառը, թե՛ զարգացող երկրների ընդհանուր միտումներով, թե՛ ՀՀ-ին ներհատուկ (անվտանգային ռիսկերի թուլացում) գործոններով պայմանավորված, վերջին եռամսյակների զգալի նվազումից հետո փոքր աճ է գրանցել՝ հիմնականում համահունչ ընդհանուր տարածաշրջանի, Արևելյան Եվրոպայի և Կենտրոնական Ասիայի երկրների միտումներին:

ՀՀ ԿԲ-ն, առկա անորոշություններից բխող հնարավոր ռիսկերը խելամիտ կառավարելու նպատակով, դիտարկում է տնտեսական իրավիճակի զարգացման տարբեր սցենարներ: ԴՎՔ զեկույցում ներկայացված տիպային Ա սցենարը, որը պահանջում է շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր տոկոսադրույքների ուղեգիծ, բխում է տնտեսությունում ձևավորված ավելցուկային պահանջարկի միջավայրից: Տնտեսության ընթացիկ դիրքի վերաբերյալ այս մեկնաբանությունը հիմնավորված է գնահատվող երկարաժամկետ ներուժային մակարդակից շարունակաբար բարձր տնտեսական աճի արձանագրմամբ՝ հիմնականում պայմանավորված տնային տնտեսությունների սպառման առաջանցիկ աճով, որն ուղեկցվում է նաև գնաճի արագացմամբ: Այս սցենարից բխող ռիսկերի արդյունավետ կառավարումը պահանջում է քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ:

ԴՎՔ զեկույցում առկա տիպային Բ սցենարը վերաբերում է ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի և, հետևաբար, չեզոք տոկոսադրույքի մակարդակի՝ հիմնարարներով պայմանավորված ավելի ցածր լինելու ռիսկերին: Այս մեկնաբանությունը պայմանավորված է ՀՀ շուրջ անվտանգային ռիսկերի թուլացմամբ և դրանց հետագա բարելավման սպասումներով, ինչն արտահայտվում է թե՛ ներդրողների կողմից փաստացի գնանշումներում և թե՛ վարկանշավորման գործակալությունների կողմից ՀՀ սուվերեն վարկանիշի հեռանկարի բարելավմամբ: ՀՀ նկատմամբ բարելավված սենտիմենտի մասին է վկայում նաև վերջին եռամսյակներում կապիտալ ներհոսքի ծավալների զգալի աճը, ընդ որում՝ արտացոլվելով նաև դրամային պետական պարտատոմսերում ներդրումներով: Այս միտումները վկայում են ներկայումս դրամավարկային խիստ պայմանների առկայության մասին, որոնց երկար պահպանումը գնանկումային միջավայրի ձևավորման ռիսկեր է պարունակում: Հետևապես, այս ռիսկերի կառավարումը ենթադրում է շուկայական սպասումների համեմատությամբ տոկոսադրույքի ավելի արագ նվազեցման ուղեգիծ:

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



02 |

Դրամավարկային
քաղաքականության
նպատակներ և
համակարգ

Դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ նպատակների վերաբերյալ

Ընդունման ամսաթիվ՝ 17 մարտի 2026 թվական

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

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

Գների կայունության նպատակի իրագործման համար Կենտրոնական բանկը մշակում և իրականացնում է դրամավարկային քաղաքականություն: Վերջինիս հիմնարար դերը տնտեսությունում գնաճի և գնաճային սպասումների խարսխումն է: Խորհուրդը վստահ է, որ միջնաժամկետ հատվածում գնաճի նպատակային 3% ցուցանիշը համարյալի 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 զամբյուղում ներառված առանձին ապրանքների և ծառայությունների շուկաներում սեզոնային և արտաձին գործոնների պատճառով առաջացած գների ժամանակավոր տատանումների վրա դրամավարկային քաղաքականությունն ուղղակի ազդեցություն չի կարող ունենալ: Դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացման գործընթացում Խորհուրդը դիտարկում է նաև գնաճի այլընտրանքային ցուցանիշներ, ինչպիսիք են բնականոն գնաճի կամ ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսները, որոնք տնտեսությունում հիմնարար գնաճային միջավայրը բնութագրող օգտակար ցուցանիշներ են:

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

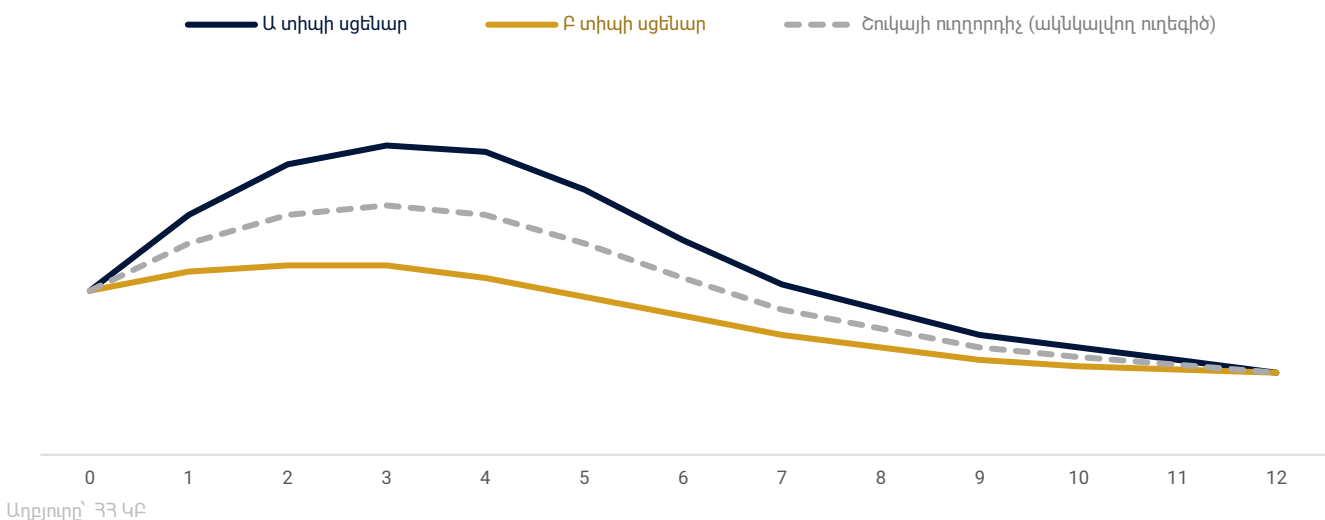
Աճող անորոշություններն ու ռիսկերը կենտրոնական բանկերի համար նոր իրականություն և մարտահրավեր են, որոնք պահանջում են դրամավարկային քաղաքականության մշակման և հաղորդակցման գործող մոտեցման վերաիմաստավորում: Դրամավարկային քաղաքականության ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգը արդյունավետորեն ներառում, հաղորդակցում 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 տեղեկատվություն ամփոփված է «Prudent Risk Management Approach to Monetary Policy: Theory and Practice of FPAS Mark II at the Central Bank of Armenia» գրքում:

Ձեկույցի կառուցվածքը

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

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

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

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

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

Ծանուցում

Սույն զեկույցում ներկայացված տեղեկատվությունը հիմնված է մինչև 2026 թվականի մարտի 13-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: Ձեկույցում ներկայացված տեղեկատվության տրամաբանական հաջորդականությունն ընթերցողին հնարավորություն է տալիս պատկերացում կազմելու որոշումների կայացման ընթացիկ փուլում տարաբնույթ ռիսկերի և անորոշությունների առնչությամբ Խորհրդի մտածողության և կայացրած որոշումների վերաբերյալ: Սույն զեկույցում ներկայացված տիպային սցենարները կառուցվել են ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության թիմի կողմից: Տնտեսության զարգացման սցենարների քննարկման և կարևոր բաղադրիչների առանձնացման գործընթացում իր կարևոր մասնակցությունն ու ներդրումն ունի Կենտրոնական բանկի խորհուրդը: Ձեկույցում 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:



03 |

Դրամավարկային
քաղաքականության
հեռանկար

Ա. Համաշխարհային տնտեսության զարգացումներ

ԱՄՆ տնտեսության զարգացումներ

Տնտեսական քաղաքականության պարբերաբար վերափոխումների պայմաններում 2025 թվականի ընթացքում տնտեսական աճն ԱՄՆ-ում դրսևորել է զգալի տատանողականություն և 4-րդ եռամսյակում էականորեն դանդաղել՝ կազմելով տարեկանացված 0.7%: Դա շարունակում է մեծապես պայմանավորված լինել մասնավոր սպառման դանդաղող, սակայն դեռևս բարձր աճի պահպանմամբ: Չնայած վերջին շրջանում արձանագրվող որոշակի ճգնաժամներին՝ ֆինանսական ակտիվների բարձր գները խթանում են հատկապես բարձր եկամուտ ունեցող տնային տնտեսությունների սպառման կայուն աճը: Մյուս կողմից՝ ցածր եկամուտ ունեցող տնային տնտեսությունների աշխատավարձերի աճի արագ դանդաղումը, սպառողական վարկերի աճի դանդաղումը և ժամկետանց վարկերի կշռի՝ պատմականորեն բարձր մակարդակների ուղղությամբ աճը ձևավորվող թույլ պահանջարկի պայմանների ազդակներ են պարունակում: Անշարժ գույքի շուկայում նույնպես նկատվում է ակտիվության նվազում:

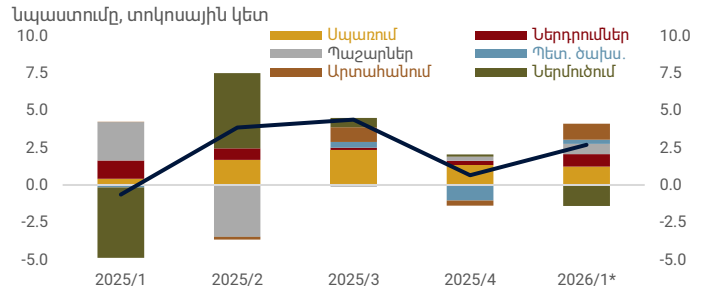
Ընթացիկ անորոշությունների բարձր մակարդակի պայմաններում ֆինանսական ակտիվների գների հնարավոր հետագա ճգնաժամները կարող են հանգեցնել ԱՄՆ-ում սպառման և տնտեսական աճի հեռանկարի վատթարացման, ինչը, իր հերթին, կարող է բացասական հետևանքներ ունենալ նաև համաշխարհային պահանջարկի պայմանների վրա: Թեև ԱԲ ոլորտում ներդրումները շարունակում են գերազանցել ընդհանուր շուկայում ներդրումները, վերջին շրջանում նկատելի է որոշակի պասիվություն, ինչն արտահայտում է ներդրողների վատթարացող սպասումները (գծապատկեր 3.Ա.2):

ԱՄՆ հարկաբյուջետային քաղաքականության հեռանկարի շուրջ անորոշությունն աճել է: Որոշ մաքսատուրքերի չեղարկման պայմաններում ԱՄՆ արտաքին առևտրային քաղաքականության հնարավոր հետագա զարգացումները, մասնավորապես լրացուցիչ մաքսատուրքերի կիրառումը, ինչպես նաև հարկաբյուջետային ընդլայնող քաղաքականության իրականացումը կարող են միջնաժամկետում հանգեցնել բյուջեի պակասուրդի և պետական պարտքի ավելի բարձր ուղեգծի՝ առաջացնելով երկարաժամկետ իրական տոկոսադրույքների հետագա աճի ռիսկեր: Նմանատիպ զարգացումները կարող են ազդել ինչպես ԱՄՆ դաշնային պահուստային համակարգի դրամավարկային քաղաքականության հեռանկարի, այնպես էլ զարգացող երկրներում չեզոք տոկոսադրույքի մակարդակի և կապիտալի հոսքերի վրա:

ԱՄՆ առևտրային քաղաքականության շուրջ անորոշությունները և հավելյալ մաքսատուրքերից ածանցվող ճնշումները շարունակում են գնաճային միջավայրի ընդլայնման ռիսկեր պարունակել, թեև 2026 թ. առաջին եռամսյակի ընթացքում գնաճը դանդաղել է՝ փետրվարին կազմելով տ/տ 2.4% (գծապատկեր 3.Ա.3): Այդուհանդերձ, կոշտ գներով աչքի ընկնող ապրանքների և ծառայությունների գնաճը պահպանվում է թիրախից զգալիորեն բարձր: Ֆինանսական շուկայի մասնակիցները քաղաքականության տոկոսադրույքների նվազման տեմպի և չափի վերաբերյալ իրենց սպասումներում դրսևորում են որոշակի զգուշավորություն: Թեև աշխատանքի շուկայում դիտվում է աշխատավարձերի աճի դանդաղում, գործազրկության և աշխատանքից ազատվածների թվի համեմատաբար կայուն մակարդակները դեռևս չեն արտահայտում պահանջարկի պայմանների կտրուկ թուլացման ազդակներ: Այդուհանդերձ, հետագա զարգացումների շուրջ անորոշության և դեռևս թիրախից բարձր գնաճի պայմաններում, ԱՄՆ ԴԴՀ-ի կողմից գների կայունության և լրիվ զբաղվածության ապահովման խնդրի իրագործումը դժվարանում է: Հարկ է նշել նաև, որ Մերձավոր Արևելքում հակամարտության երկար պահպանումը ևս զգալի գնաճային ռիսկեր է պարունակում ԱՄՆ տնտեսության համար:

Մասնավոր սպառումը տնտեսության հիմնական շարժիչ ուժն է:

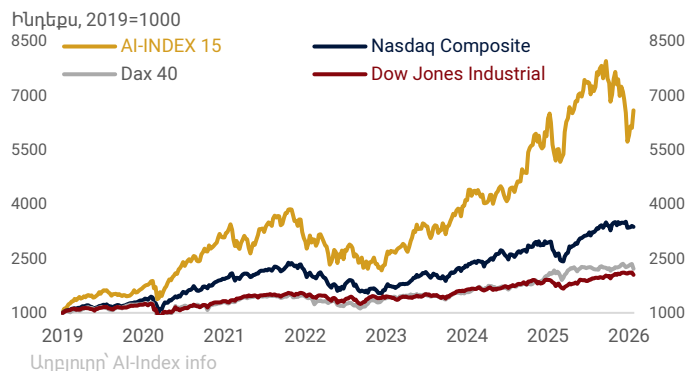
Գծապատկեր 3.Ա.1. Համախառն ներքին արդյունքի իրական աճն ըստ ծախսային բաղադրիչների



Աղբյուր՝ Տնտեսական վերլուծությունների բյուրո (BEA), Ատլանտայի դաշնային պահուստային բանկ
Ծանոթագրություն: 2026 թ. 1-ին եռամսյակի տվյալները Ատլանտայի ԴԴՀ կանխատեսումներն են («GDPNow») մարտի 13-ի դրությամբ:

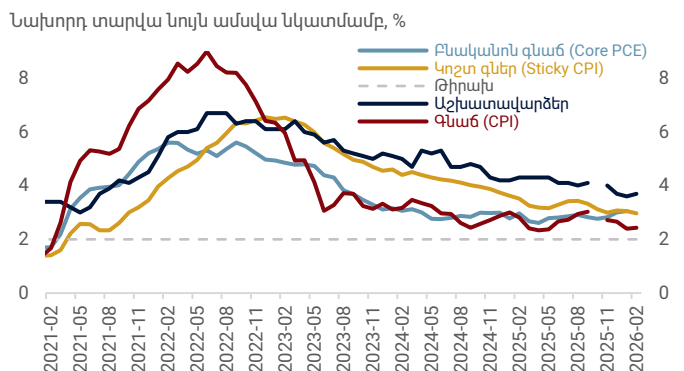
Ակտիվների գների գերաժևորված լինելու ռիսկերը անորոշություններ են ստեղծում միջնաժամկետում պահանջարկի և չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ:

Գծապատկեր 3.Ա.2. Արիեստական բանականության ոլորտում գործող ընկերությունների և հիմնական բաժնետոմսային ինդեքսներ



Առևտրային քաղաքականության շուրջ անորոշությունը և արժեզրեզմաների խաթարումները Մերձավոր Արևելքում կարող են լրացուցիչ ընդլայնել գնաճային միջավայրը:

Գծապատկեր 3.Ա.3. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները



Աղբյուր՝ Աշխատուժի վիճակագրության բյուրո (BLS), Ատլանտայի ԴԴՀ Ծանոթագրություն: 2025 թ. հոկտեմբեր ամսվա գնաճի (CPI) և աշխատավարձերի տվյալները բացակայում են ԱՄՆ կառավարության աշխատանքի մասամբ դադարի (Shutdown) պատճառով:

Եվրոգոտու տնտեսության զարգացումներ

2025 թվականի 4-րդ եռամսյակում Եվրոգոտու տնտեսական աճը շարունակել է ձևավորվել համեմատաբար ցածր մակարդակում կազմելով եռ/եռ 0.2% (գծապատկեր 3.Ա.4): Ընդ որում, 2025 թվականի առաջին երեք եռամսյակների ընթացքում տնտեսական աճը հիմնականում պայմանավորվել է արտահանման աճով: 2025 թվականին, Նախորդ տարվա համեմատությամբ, տնտեսական աճի աստիճանական դանդաղումն արտացոլում է ԵԳ տնտեսությունում առկա կառուցվածքային խնդիրները, տնտեսության բնեռացումը և, հավանաբար, նաև թույլ ներքին պահանջարկը: Միևնույն ժամանակ, աշխարհաքաղաքական և տնտեսական քաղաքականության շուրջ անորոշությունների պարագայում տնային տնտեսությունների խնայողությունների մակարդակը շարունակում է աճել: Տնտեսական աճը մնում է բնեռացված՝ ճյուղային և աշխարհագրական անհամաչափ զարգացման առումով, իսկ ծառայությունների ոլորտն աճի հիմնական շարժիչ ուժն է՝ մասամբ պայմանավորված արտաքին պահանջարկով: Չնայած Նախորդ եռամսյակում նկատվող թույլ դրական զարգացումներին՝ արդյունաբերությունը շարունակում է կրել արտաքին միջավայրում առկա անորոշությունների, մասնավորապես՝ ԱՄՆ-ի կողմից առևտրային քաղաքականության պայմանների որոշակի փոփոխությունների և Չինաստանի կողմից դեպի Եվրոպա հազվագյուտ մետաղների արտահանման սահմանափակումների ազդեցությունը: Այնուամենայնիվ, տնտեսական միջավայրի առաջանցիկ ցուցանիշները (PMI) վերջին ամիսներին մշակող արդյունաբերության հնարավոր վերականգնման թույլ ազդակներ են փոխանցում (գծապատկեր 3.Ա.5): Ավելին, Եվրոպայում ռազմարդյունաբերության և ենթակառուցվածքների ամրապնդմանն ուղղված միջոցառումների արդյունքները որոշակիորեն տեսանելի են, օրինակ՝ Գերմանիայում արտահայտվում են ներքին արդյունաբերական պատվերների կայուն աճով: Այս համատեքստում պահպանվում է անորոշությունն այն հարցի շուրջ, թե արդյոք խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականությունը բավարար կլինի կուտակված կառուցվածքային խնդիրների պայմաններում տնտեսական աճի կայուն վերականգնումն ապահովելու համար:

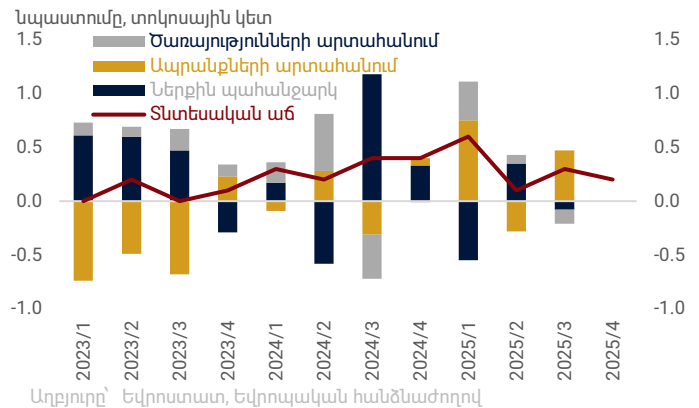
2026 թվականի փետրվարին գնաճը գտնվել է թիրախային մակարդակին մոտ՝ կազմելով 1.9% (գծապատկեր 3.Ա.6): Միաժամանակ, հիմնարար գնաճի ցուցանիշները պահանջարկի պայմանների վերաբերյալ տարաբնույթ ազդակներ են փոխանցում. բնականոն գնաճը մոտ է թիրախային մակարդակին՝ կազմում է 2.4%, մինչդեռ ծառայությունների գնաճը պահպանվում է նպատակայինից բարձր մակարդակում՝ 3.4%: Գործազրկությունը պահպանվում է պատմական ցածր մակարդակում, սակայն աշխատավարձերի աճը շարունակում է դանդաղել, ինչը վկայում է աշխատաշուկայի պայմանների աստիճանական թուլացման մասին:

2026 թվականի փետրվարին կայացած դրամավարկային քաղաքականության նիստում ԵԿԲ-ն անփոփոխ է թողել քաղաքականության տոկոսադրույթները: ԵԿԲ-ն արձանագրել է, որ գնաճի հեռանկարի շուրջ անորոշությունը մնում է անհամեմատ բարձր՝ արտացոլելով միջազգային քաղաքական միջավայրի անկայունությունը, որը պայմանավորված է մասնավորապես համաշխարհային առևտրային ռիսկերով և աշխարհաքաղաքական լարվածությամբ:

Հարկ է նաև նշել, որ ԵԳ տնտեսությունը բավականին զգայուն է Մերձավոր Արևելքում առևտրային ուղիների և, հատկապես, էներգակիրների մատակարարումների ու դրանց գների նկատմամբ: Այս պայմաններում իրավիճակի կտրուկ սրումը Մերձավոր Արևելքում և հակամարտության երկար պահպանումը կարող են զգալիորեն նպաստել ԵԳ տնտեսական ակտիվության հետագա թուլացմանն ու միաժամանակ նաև գնաճային միջավայրի ընդլայնմանը:

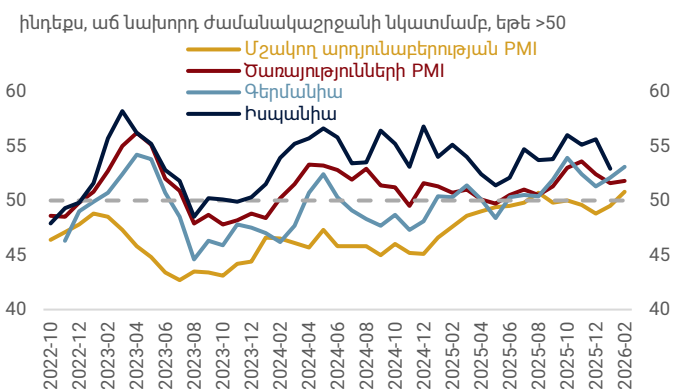
Տնտեսության առկա կառուցվածքային խնդիրների և բնեռացման պայմաններում աճի հեռանկարը մնում է անորոշ:

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



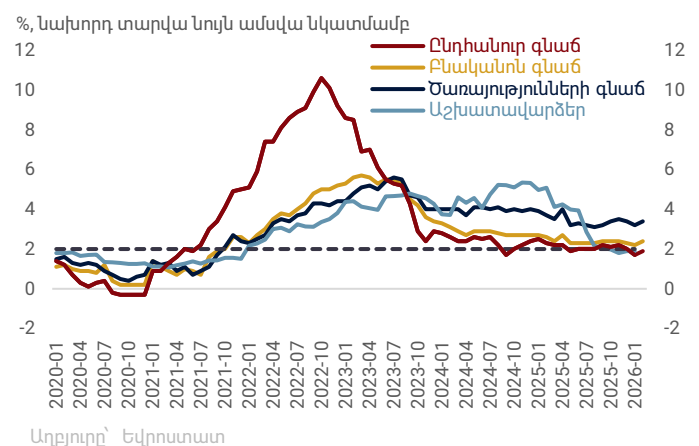
Արդյունաբերության ճյուղի վերականգնման հեռանկարն անորոշ է կառուցվածքային խնդիրների համատեքստում:

Գծապատկեր 3.Ա.5. Եվրոգոտու PMI ցուցանիշները



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

Գծապատկեր 3.Ա.6. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները



ՌԴ տնտեսության զարգացումներ

2025 թ. չորրորդ եռամսյակում ՌԴ տնտեսական աճը որոշակիորեն վերականգնվել է և կազմել տ/տ 1.0%՝ պահպանվելով նախորդ տարիների ցուցանիշներից զգալիորեն ցածր մակարդակում (գծապատկեր 3.Ա.7): Տնտեսական աճին հիմնականում նպաստել են մշակող արդյունաբերության աճը և շինարարության աճի վերականգնումը: Միաժամանակ, ծառայությունների և մանրածախ առևտրի ճյուղերը շարունակում են կայուն աճ գրանցել: Տնային տնտեսությունների ծախսումների աճի նպաստումը տնտեսական աճին պահպանվում է բավականին բարձր մակարդակում, ինչը վկայում է դեռևս բարձր ներքին պահանջարկի մասին: Մյուս կողմից՝ սպառողական վարկերի նվազումը և չափստող վարկերի կշռի շարունակական աճը փաստում են թույլ պահանջարկի ձևավորման և տնտեսության առանձին հատվածներում կառուցվածքային խնդիրների կուտակման մասին: Ընդհանուր առմամբ, Ռուսաստանի տնտեսության ընթացիկ դիրքի և հեռանկարի շուրջ հիմնական անորոշությունը հետևյալն է. տնտեսական աճի ներկայիս դանդաղումն արդյոք արտացոլում է վերջին տարիներին վատթարացած տնտեսական հիմնարարների կառուցվածքային խնդիրները, թե՛ հարկաբյուրեցտային քաղաքականության նորմալացման պայմաններում դեռևս խիստ դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության արդյունք է:

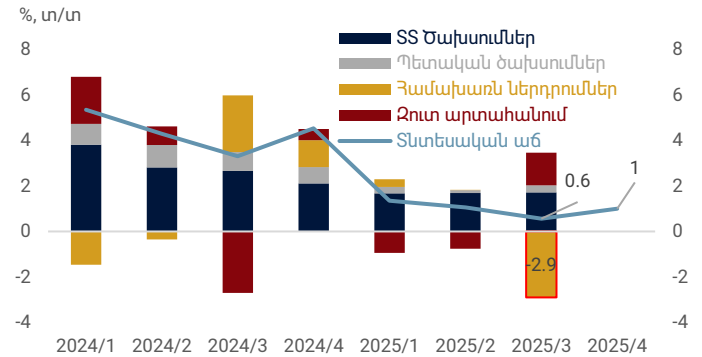
Արևմտյան երկրների կողմից թիրախային պատժամիջոցների սահմանումն ու շարունակական խստացումը ռիսկեր են պարունակում ՌԴ տնտեսության միջնաժամկետ աճի և բյուրեցտային հոսքերի ապահովման տեսանկյունից: Միաժամանակ, իրավիճակի սրումը Մերձավոր Արևելքում, առնվազն կարճաժամկետ հատվածում, կարող է որոշակի դրական ազդեցություն ունենալ Ռուսաստանի տնտեսության վրա՝ արտահայտվելով ռուսական նավթի նկատմամբ պահանջարկի և գների զգալի աճով:

Աշխատաշուկայի պայմանները Ռուսաստանում դեռևս խիստ են: Դրանք գնաճային ճնշումներ են գործադրում տնտեսության վրա, սակայն չորրորդ եռամսյակում թուլացման որոշակի ազդակներ են նկատվում արտահայտվելով պահանջվող աշխատողների թվի նվազմամբ, աշխատուժի պակասուրդի էական խնդրով կազմակերպությունների կշռի նվազմամբ և իրական աշխատավարձերի աճի դանդաղմամբ: Այդուհանդերձ, չնայած իրական աշխատավարձերի աճի նվազմանը, այն դեռևս բարձր մակարդակում է, իսկ գործազրկությունը պահպանվում է պատմականորեն ցածր մակարդակում. կազմում է 2.2% (գծապատկեր 3.Ա.8):

Չնայած գնաճի դանդաղմանը՝ այն դեռևս պահպանվում է թիրախից բարձր մակարդակում՝ փետրվարին կազմել է տ/տ շուրջ 5.9% (գծապատկեր 3.Ա.9): Գնաճային սպասումները նվազել են՝ պահպանվելով բարձր մակարդակում ինչպես կարճաժամկետ, այնպես էլ միջնաժամկետ հորիզոնում: Այս պայմաններում մի կողմից՝ պահանջարկի թուլացումը, մյուս կողմից՝ աշխատաշուկայի խիստ պայմանների պահպանումը և բարձր գնաճային սպասումները ՌԴ ԿԲ-ի համար խնդիրներ են առաջադրում կարճաժամկետում գնաճ-տնտեսական աճ երկընտրանքի արդյունավետ կառավարման տեսանկյունից:

Արդյոք տնտեսական աճի ներկայիս մակարդակն արտացոլում է վերջին տարիներին վատթարացած հիմնարարները:

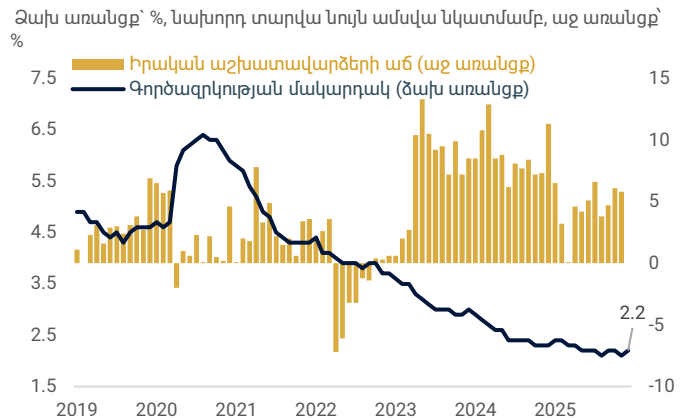
Գծապատկեր 3.Ա.7. ՌԴ համախառն ներքին արդյունքի իրական աճը



Աղբյուրը՝ Ռուսաստանի վիճակագրության կոմիտե

Աշխատաշուկայի պայմանները մնում են խիստ՝ դեռևս գնաճային ճնշումներ գործադրելով տնտեսության վրա:

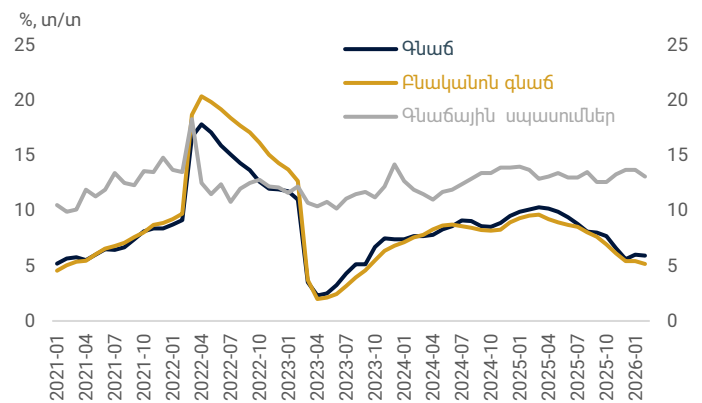
Գծապատկեր 3.Ա.8. Գործազրկության մակարդակն ու աշխատավարձերի աճը



Աղբյուրը՝ Ռուսաստանի վիճակագրության կոմիտե

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

Գծապատկեր 3.Ա.9. ՌԴ գնաճի ցուցանիշներ



Աղբյուրը՝ Ռուսաստանի վիճակագրության կոմիտե

Ապրանքահումքային շուկայի զարգացումներ

Պղինձ. 2025 թ. 4-րդ եռամսյակում գրանցված բարձր աճից հետո պղինձի համաշխարհային գինը 2026 թվականի առաջին եռամսյակում կայունացել է մեկ տոննայի դիմաց 13 հազար ԱՄՆ դոլարի շուրջ: Այնուամենայնիվ, պղինձի գների տատանողականությունը և դրանց հեռանկարի հետ կապված մեծ անորոշությունը պահպանվում է: Մի կողմից՝ կանաչ էներգիային անցման գործընթացի, ԱԲ և տվյալների կենտրոնների ընդլայնման արդյունքում աճող պահանջարկը, ինչպես նաև համաշխարհային ռազմական և ենթակառուցվածքների բարելավմանն ուղղված ծրագրերի աճը գների հետագա աճի ռիսկեր են պարունակում: Մյուս կողմից՝ աշխարհաքաղաքական անորոշությունների կտրուկ աճի պայմաններում համաշխարհային պահանջարկի հնարավոր թուլացումը կարող է գնանկումային ճնշումներ գործադրել համաշխարհային գների վրա:

Նավթ. Նավթի համաշխարհային գները, Մերձավոր Արևելքում իրավիճակի կտրուկ սրմամբ պայմանավորված, վերջին շաբաթների ընթացքում զգալի աճել են՝ 2026 թվականի սկզբի 60-65 ԱՄՆ դոլար միջակայքի փոխարեն ձևավորվելով 90-100 ԱՄՆ դոլարի շուրջ: Ստեղծված իրավիճակում ՕՊԵԿ+ անդամ երկրների կողմից նավթի համաշխարհային արդյունահանմանն աջակցելու նպատակով պլանավորվում է արտադրությունն ավելացնել աստիճանաբար մինչև օրական 1.65 մլն բարելով, իսկ ընթացիկ տարվա ապրիլից՝ շուրջ 200 հազար բ/օ ծավալով: Այդուհանդերձ, Նշված լրացուցիչ ծավալների մեծ մասը ևս պետք է ապահովվեր Պարսից ծոցի երկրների կողմից, որտեղ առևտրային ուղիները ներկայումս էապես սահմանափակված են: Արդյունքում՝ նավթի համաշխարհային գների տատանողականությունը և դրա հեռանկարի շուրջ անորոշությունը զգալիորեն աճել են և կարճաժամկետում կախված կլինեն Մերձավոր Արևելքում հակամարտության տևողությունից և մասշտաբներից (առավել մանրամասն տե՛ս Ներգիր 2): Միջնաժամկետ հատվածում ՌԴ-ի նկատմամբ հնարավոր լրացուցիչ պատժամիջոցների սահմանումը կամ առկա պատժամիջոցների արդյունավետ կիրարկումը ստեղծում են մատակարարման շղթաների և նավթի համաշխարհային առաջարկի հեռանկարի շուրջ լրացուցիչ անորոշություն: Մյուս կողմից՝ այս պայմաններում առկա են համաշխարհային տնտեսական ակտիվության դանդաղման ռիսկեր, մասնավորապես՝ Չինաստանում, որը ներկայացնում է համաշխարհային նավթի պահանջարկի զգալի մասը:

Պարենային ապրանքներ. Չնայած վերջին ամիսներին պարենային ապրանքների համաշխարհային գները շարունակել են դրսևորել նվազման միտումներ՝ հունվարին կազմելով տ/տ -0.7%, տարբեր ապրանքախմբերում գնաճային միտումները զգալիորեն տարբեր են: Այսպես՝ պայմանավորված առավելապես առաջարկի գործոններով՝ հացահատիկի, շաքարավազի և կաթնամթերքի գները որոշակիորեն նվազել են: Մյուս կողմից՝ մամթերքի համաշխարհային գները պահպանվում են բարձր մակարդակներում՝ արտացոլելով վերջինիս նկատմամբ պահանջարկի որոշակի ավելացումը:

Առաջիկայում հիմնական անորոշությունները կապված կլինեն համաշխարհային տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների և հեռանկարի, ինչպես նաև եղանակային պայմանների, դրանց հնարավոր ազդեցության չափի և բնույթի հետ:

Պղինձի համաշխարհային գինը 2026 թ. առաջին եռամսյակում կայունացել է մեկ տոննայի դիմաց 13 հազար ԱՄՆ դոլարի շուրջ:

Գծապատկեր 3.Ա.10. Պղինձի համաշխարհային գին



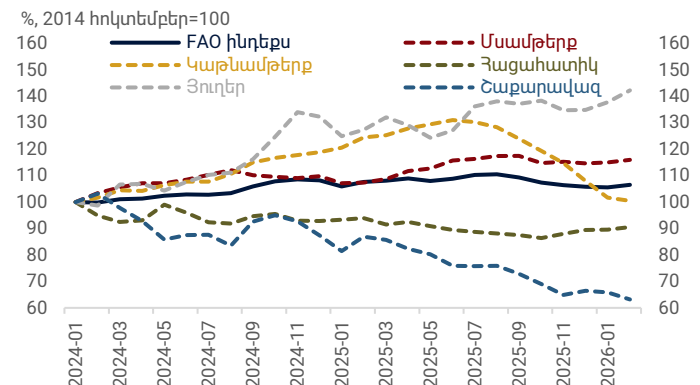
Մերձավոր Արևելքում իրավիճակի կտրուկ սրման պայմաններում նավթի համաշխարհային գների տատանողականությունը և դրա հեռանկարի շուրջ անորոշությունը զգալիորեն աճել են:

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



Պարենի համաշխարհային գները շարունակում են նվազել՝ մեծապես պայմանավորված առաջարկի գործոններով:

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



Աղբյուր՝ Միացյալ ազգերի պարենի և գյուղատնտեսության կազմակերպություն (FAO)

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

Աղբյուր/թեմա Ամսաթիվ	Նավթ (Brent, դոլար/բարել)			Պղինձ (դոլար/տոննա)			ՀԲ պարենի համ. գների կանխատեսում (տարեկան աճ)		
	ԷՏԳ Մրտ- 26	ՀԲ Հոկ- 25	Կոնսենսուս Մրտ- 26	ՀԲ Հոկ- 25	ՌԷԵ Սեպ- 25	Կոնսենսուս Մրտ- 25	Յուղեր և սնունդ Հոկ- 25	Հացահատիկ Հոկ- 25	Այլ պարեն Հոկ- 25
2026	70	60	75	9800	9554	12920	-0.4	0.1	-0.6
2027	64	65	69	10000	9763	13015	0.3	2.0	0.5

Աղբյուրը՝ ԷՏԳ, ՀԲ, Բլումբերգ, ՌԷԵ, ԱՄՅ

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

Աղբյուր	ԱՄՆ					ԵՄ						ՌԴ				
	ԱՄՅ Հնվ- 26	ՀԲ Հնվ- 26	ՏՀԶԿ Դեկ- 25	ԴՊՀ Դեկ- 25	Կոնսենսուս Դեկ- 25	ԱՄՅ Հնվ- 26	ՀԲ Հնվ- 26	ՏՀԶԿ Դեկ- 25	ԵՀ Նոյ- 25	ԵԿԲ Դեկ- 25	Կոնսենսուս Մրտ- 25	ԱՄՅ Հնվ- 26	ՀԲ Հնվ- 26	ՏՀԶԿ Դեկ- 25	ՌԿԲ Դեկ- 25	Կոնսենսուս Դեկ- 25
Ամսաթիվ																
Տնտեսական աճ (տարեկան, %)																
2025 (Փ*)			2.2						0.8					1.0		
2026	2.4	2.2	1.7	2.3	2.5	1.3	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2	0.8	0.8	0.5	1.0	0.9
2027	2.0	1.9	1.9	2.0	2.0	1.4	1.2	1.4	1.4	1.4	1.5	1.0	1.0	0.6	1.6	1.3
2028	-	-	-	1.9	2.0	-	-	-	-	1.4	1.3	-	-	-	1.8	1.7
Գնաճ (տարեկան, %)																
2025 (Փ*)			2.7						2.1					8.7		
2026	2.5	-	3.0	2.4	2.7	1.9	-	1.9	2.1	2.1	1.8	5.2	-	5.4	5.3	5.5
2027	-	-	2.3	2.1	2.5	-	-	2.0	1.9	1.7	1.9	-	-	4.3	4.4	4.5
2028	-	-	-	2.0	2.4	-	-	-	2.0	1.9	2.2	-	-	-	4.0	4.1

* Փաստացի

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

Բ. Ներքին պահանջարկի միջավայր

Համախառն առաջարկ և պահանջարկ

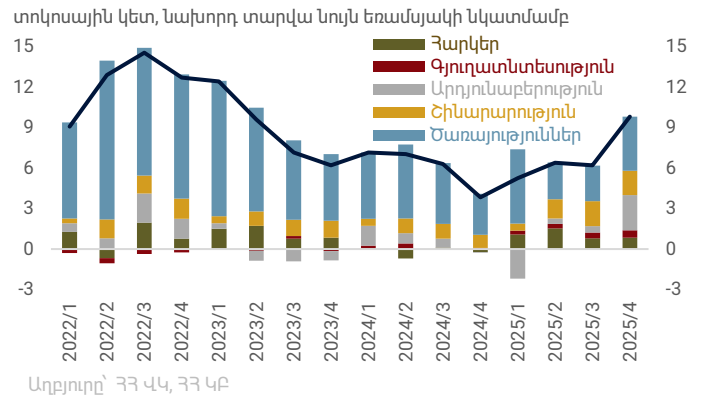
2025 թ. 4-րդ եռամսյակում Հայաստանի տնտեսական աճը, կրելով նաև որոշ ոչ կառուցվածքային գործոնների վերականգնման ազդեցությունը, զգալիորեն արագացել է՝ կազմելով տ/տ 9.8%, ինչն էականորեն բարձր է կայուն մակարդակի վերաբերյալ գնահատականից: Տնտեսական աճին շարունակել են մեծապես նպաստել ծառայությունների և շինարարության ճյուղերը: Շինարարության ճյուղը շարունակում է արագ տեմպերով աճել՝ վերջին ամիսներին զուգորդվելով նաև պահանջարկի և, հետևապես, անշարժ գույքի շուկայում գների որոշակի արագացմամբ: Թեև ծառայությունների ճյուղի աճին մեծապես նպաստել է ՏՏ ոլորտը, այնուամենայնիվ, հատկապես վերջին ամիսներին ճյուղի այլ ենթաճյուղերում աճի արձանագրված արագացումը վկայում է պահանջարկի պայմանների հնարավոր ընդլայնման մասին: Մյուս կողմից՝ թեև մշակող արդյունաբերության ճյուղում աճի արագացումն առավելապես պայմանավորված է ոչ կառուցվածքային գործոններով, «ավանդական» ենթաճյուղերում ևս արձանագրվում է բարձր աճ, իսկ ոլորտի արտահանման, վարկավորման պահանջարկի և արտադրական կարողությունների աճը դրական ազդակներ է պարունակում նաև երկարաժամկետ հեռանկարի տեսանկյունից:

Այս համատեքստում տարբեր ազդակներ կարող են վկայել 2026 թ. 1-ին եռամսյակում չեզոքին մոտ փոքր դրական ՀՆԱ ճեղքի ձևավորման մասին (գծապատկեր 3.Բ.3): Այնուամենայնիվ, տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները, տարբեր ճյուղերում անհամաչափ, ոչ միանշանակ զարգացումներն ավելացնում են տնտեսության մեջ համախառն պահանջարկի և առաջարկի հարաբերական դիրքի շուրջ առկա անորոշությունները: Մի կողմից՝ մասնավոր սպառման բարձր մակարդակը, ինչն ուղեկցվում է վարկավորման բարձր աճով, հիմնականում պահանջարկի ընդլայնմամբ պայմանավորված ճյուղերում բարձր աճի արձանագրումը՝ արագացող գնաճի պայմաններում, վկայում են տնտեսությունում մեծ ավելցուկային պահանջարկի առկայության մասին: Մյուս կողմից՝ աճի կենտրոնացվածությունը, ոչ արտահանելի կոշտ գների և աշխատավարձերի աճի ցուցանիշները համահունչ չեն ձևավորված ավելցուկային պահանջարկի պայմաններին:

Հարկ է նշել, որ ՀՀ տնտեսության աճի կարճաժամկետ և միջնաժամկետ հեռանկարի շուրջ անորոշությունը զգալիորեն մեծացել է՝ պայմանավորված Մերձավոր Արևելքում իրավիճակի կտրուկ սրմամբ: Չնայած տնտեսական և ֆինանսական կապերը ՀՀ-ի և Իրանի միջև բավականին սահմանափակ են, հակամարտությունը կարող է զգալի ազդեցություն ունենալ թե՛ համաշխարհային տնտեսությունում պահանջարկի թուլացման, թե՛ ՀՀ հիմնական առևտրային գործընկեր Բուսաստանի տնտեսությունում աճի և գնաճի միաժամանակյա արագացման վրա: Այս առումով, ՀՀ տնտեսական աճի վրա հակամարտության ազդեցության ուղղությունը միանշանակ չէ: Միևնույն ժամանակ, աշխարհաքաղաքական անորոշության էական աճը և Իրանի տարածքով առևտրային հոսքերի հնարավոր խաթարումների ռիսկերը կարող են լրացուցիչ զգուշավորության առիթ տալ տնտեսական գործակալներին: Այս իրադարձությունները կարող են զգալի ազդեցություն ունենալ նաև դեպի ՀՀ զբոսաշրջային հոսքերի վրա, որոնք ներկայումս պատմական բարձր մակարդակում են: Այս համատեքստում տնտեսության վրա հակամարտության ազդեցությունը մեծապես կախված կլինի հակամարտության տևողությունից և մասշտաբներից:

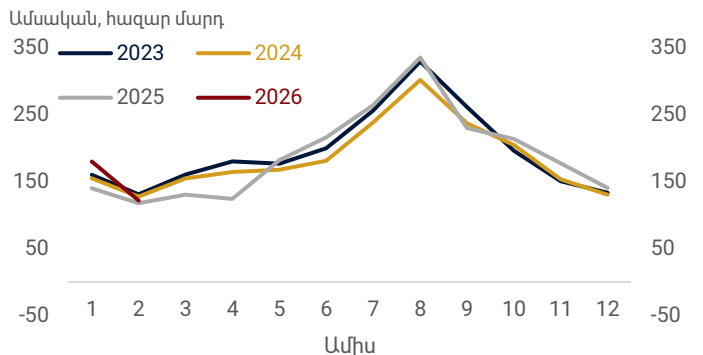
2025 թ. 4-րդ եռամսյակում տնտեսական աճը ՀՀ-ում զգալիորեն արագացել է, սակայն դրա կայունության շուրջ անորոշությունները պահպանվում են:

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



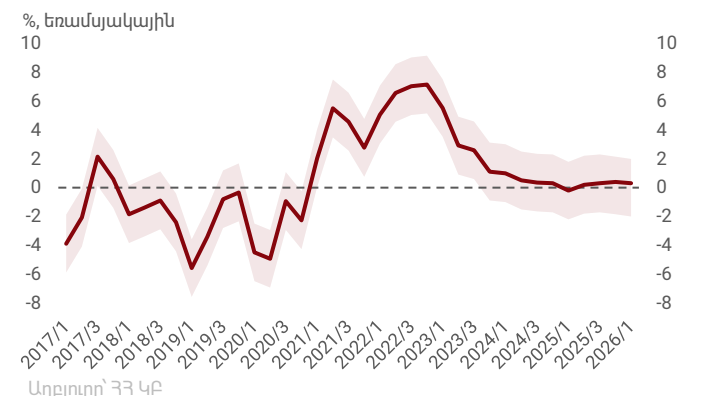
ՀՀ զբոսաշրջային հոսքերի հեռանկարը մնում է անորոշ՝ պայմանավորված հատկապես Մերձավոր Արևելքում ստեղծված աշխարհաքաղաքական լարվածությամբ:

Գծապատկեր 3.Բ.2. Զբոսաշրջիկների ներհոսք դեպի ՀՀ



Տնտեսական աճի կառուցվածքը, տարբեր ճյուղերում ոչ միանշանակ զարգացումները ավելացնում են տնտեսության մեջ պահանջարկի և առաջարկի հարաբերական դիրքի շուրջ առկա անորոշությունները:

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



Սպառում և ներդրումներ

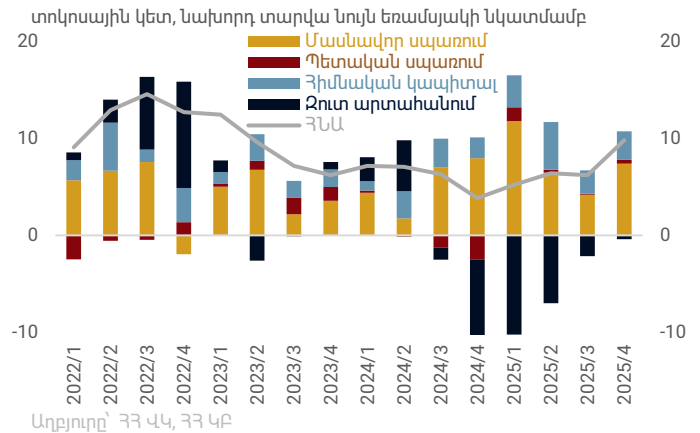
2025 թվականի 4-րդ եռամսյակում մասնավոր սպառման աճը պահպանվել է բարձր մակարդակում՝ կազմելով տ/տ 11.6% և նպաստելով տնտեսական աճին 7.4 տոկոսային կետով (գծապատկեր 3.Բ.4): Մասնավոր ծախսումների զգալի աճը պայմանավորվել է ինչպես վարկավորման նկատմամբ տնային տնտեսությունների բարձր պահանջարկի պահպանմամբ, այնպես էլ մասնավոր հատվածում եկամուտների բարձր աճով: Համախառն ներդրումների աճը 2025 թ. 4-րդ եռամսյակում ևս բավականին բարձր էր՝ 10.1%, որը պայմանավորված է եղել ինչպես մասնավոր (անշարժ գույք), այնպես էլ պետական (ենթակառուցվածքներ) ներդրումների աճով (գծապատկեր 3.Բ.5): Հաշվի առնելով շինարարության ճյուղի էական նպաստումը հիմնական կապիտալի կուտակմանը՝ 4-րդ եռամսյակում շինարարության ճյուղի առաջանցիկ աճը վկայում է ներդրումային միջավայրի ակտիվացման մասին: Մյուս կողմից՝ կապիտալ ապրանքների ներմուծման շարունակական նվազումը վկայում է տնտեսության այլ ճյուղերում համեմատաբար զուսպ ներդրումային ակտիվության մասին:

Ներքին պահանջարկի հեռանկարի շուրջ անորոշությունը պահպանվում է: Մի կողմից՝ ներքին պահանջարկը կարող է ընդլայնվել՝ պայմանավորված մասնավոր հատվածում վերջին տարիներին կուտակված խնայողությունների ծախսմամբ, ինչպես նաև վարկավորման աճի ընթացիկ միտումների տևական պահպանմամբ, այդ թվում՝ պայմանավորված վարկավորման պայմանների աստիճանական թուլացմամբ: Նման սցենարի դեպքում նշված գործոնները կարող են ընդլայնել պահանջարկը և գնաճային ճնշումները տնտեսությունում: Մյուս կողմից՝ տնտեսության որոշ ոլորտներում համեմատաբար թույլ աճը, կապիտալ ապրանքների ներմուծման ծավալների նվազումը, ինչպես նաև աշխատաշուկայի պայմանների կայունացումը փաստում են տնտեսությունում ձևավորված համեմատաբար թույլ պահանջարկի միջավայրի մասին: Ավելին, աշխարհաքաղաքական և տարածաշրջանային գործոններով պայմանավորված անորոշությունների աճը և դրանց երկար պահպանումը կարող են զսպել մասնավոր ծախսումների աճը թե՛ սպառման և թե՛ ներդրումների ուղղությամբ: Միաժամանակ, Հայաստան-Ադրբեջան հարաբերությունների շարունակական լավացման պարագայում տարածաշրջանային տրանսպորտային կապերի հնարավոր ապաշրջափակումը կարող է բարելավել ներդրումային միջավայրը և նպաստել տնտեսական ակտիվությանը:

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

Մասնավոր սպառման բարձր աճը վկայում է տնտեսությունում առկա ավելցուկային պահանջարկի պայմանների մասին

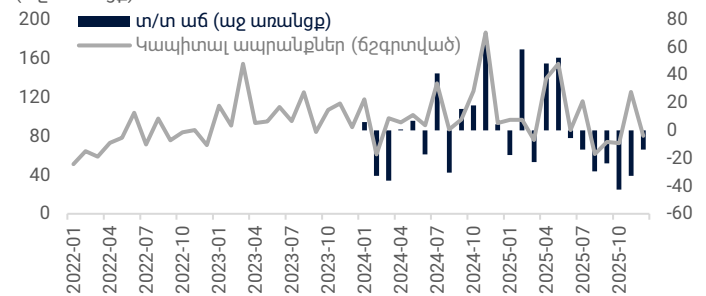
Գծապատկեր 3.Բ.4: ՀՆԱ իրական աճն ըստ ծախսային բաղադրիչների նպաստումների



Ներդրումների բարձր աճը և կապիտալ ապրանքների ներմուծման նվազումը անորոշություններ են ստեղծում ներդրումային միջավայրի, ակտիվության մեկնաբանման և դրանց հեռանկարի տեսանկյունից:

Գծապատկեր 3.Բ.5: Կապիտալ ապրանքների ներմուծումը

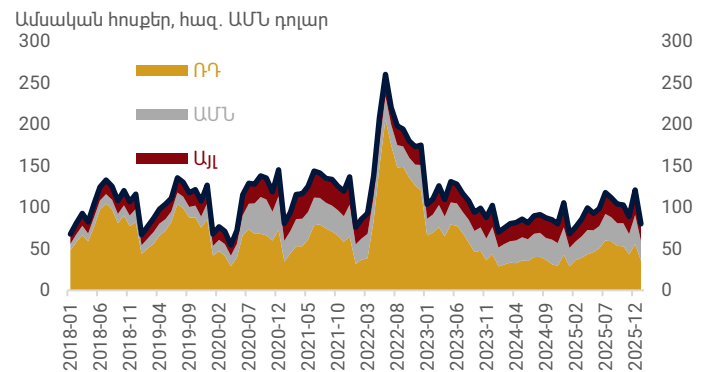
Մյուս դրամ (ծախ առանցք) %, խախտող տարվա նույն ամսվա նկատմամբ (աջ առանցք)



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

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

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



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

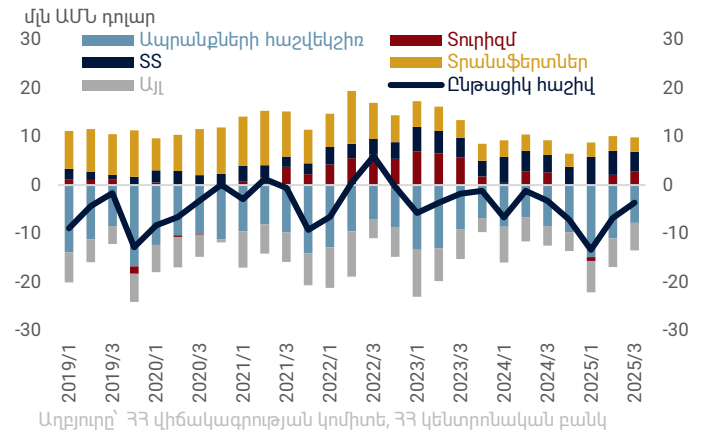
Արտաքին պահանջարկ և առևտուր

2025 թվականի հունվար-սեպտեմբերին ընթացիկ հաշվի պակասուրդի՝ Նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի նկատմամբ ավելացումը հիմնականում պայմանավորվել է ոչ կառուցվածքային գործոնների չեզոքացմամբ, չնայած դրանք դեռևս դրական նպաստում ունեն ընթացիկ հաշվին: Միաժամանակ, ՀՀ ավանդական արտահանման ապրանքների նկատմամբ արտաքին պահանջարկը դեռևս բարձր է: Արտաքին պահանջարկի ընդլայնումն արտացոլվել է ինչպես զբոսաշրջային հոսքերի ավելացմամբ, այնպես էլ տեղական արտադրության ապրանքների և, հատկապես, ծառայությունների արտահանման բարձր աճով: ՏՏ ծառայությունների արտահանումը պահպանվում է բարձր մակարդակում և 2025 թ. 3-րդ եռամսյակում կազմել է ՀՆԱ 4.1%-ը, իսկ ֆինանսական ծառայությունների արտահանումը՝ 2.0%-ը: Այդուհանդերձ, արտաքին պահանջարկի հեռանկարի հետ կապված անորոշությունները պայմանավորված են աշխարհաքաղաքական զարգացումներով և ՌԴ տնտեսության հեռանկարի շուրջ առկա ռիսկերով: Այս համատեքստում, հաշվի առնելով արտաքին առևտրի կառուցվածքում ՌԴ նշանակալի դերը (արտահանման մոտ 40%-ը), ՌԴ տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների հետագա թուլացումը միջնաժամկետում կարող է բացասական հետևանքներ ունենալ թե՛ առևտրային, թե՛ զբոսաշրջային հոսքերի վրա:

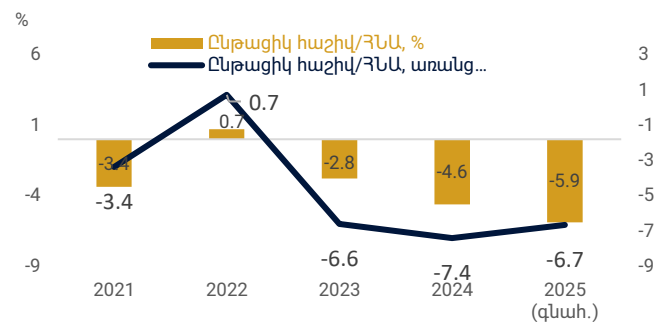
Ընթացիկ հաշվի պակասուրդ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը 2025 թ. շարունակել է վատթարանալ, իսկ դրա հավասարակշիռ մակարդակի շուրջ անորոշությունը զգալիորեն մեծացել է: Այսպես, վերջին տարիներին տնտեսական բացվածության ընդլայնման և միջազգային կապիտալի շուկաներին ավելի սերտ ինտեգրման, երկրի ռիսկի հավելավճարի հնարավոր նվազման պայմաններում ընթացիկ հաշվի պակասուրդի հավասարակշիռ մակարդակը կարող էր ավելի խորանալ: Դրա մասին են վկայում Նաև կապիտալի մեծածավալ հոսքերը և, հատկապես, խորացող ընթացիկ հաշվի պակասուրդի պայմաններում դրամի արժևորման ճնշումները: Մյուս կողմից՝ դիտարկվող պակասուրդը կարող է արտացոլել բարձր ներքին պահանջարկը՝ պայմանավորված Նախորդ տարիների կուտակված խնայողությունների արագ ծախսմամբ: Այս դեպքում ընթացիկ հաշվի պակասուրդը կարող է գերազանցել իր հավասարակշիռ մակարդակը, իսկ ներքին պահանջարկի աստիճանական ճշգրտման պարագայում ընթացիկ հաշիվ/ՀՆԱ ցուցանիշը կարող է բարելավվել՝ վերադառնալով Նախաքվիդյան մակարդակներին:

Այս համատեքստում իրական փոխարժեքի հիմնարար մակարդակի շուրջ ևս առկա են տարբեր մեկնաբանություններ, որոնք սերտորեն կապված են ընթացիկ հաշվի պակասուրդի հավասարակշիռ մակարդակի վերաբերյալ քննարկումների հետ: Փաստարկներից մեկն այն է, որ 2022 թվականից ի վեր իրական արդյունավետ փոխարժեքի արժևորումն արտացոլում է արտադրողականության և թողարկման ներուժային աճի նշանակալի ավելացում, ինչը ենթադրում է կառուցվածքային առումով ավելի արտադրողական տնտեսություն՝ զգալիորեն ավելացող երկարաժամկետ արտահանման ներուժով և արտադրական կարողություններով, ինչը հիմնավորում է փոխարժեքի հիմնարար արժևորման փաստարկը և ընթացիկ հաշվի հարաբերականորեն ավելի ցածր հավասարակշիռ մակարդակը: Հակառակ դեպքում, եթե տնտեսական աճը հիմնականում պարբերաշրջանային բնույթ է կրել, դա կհիմնավորի իրական արդյունավետ փոխարժեքի ավելի ցիկլիկ, ոչ հիմնարար արժևորումը, և դրա հետագա ճշգրտումը, հավանաբար, կարտացոլվի ընթացիկ հաշվի պակասուրդի համապատասխան ճշգրտմամբ: Միաժամանակ, եթե վերջին տարիներին արձանագրվող կապիտալի ներհոսքը դիտարկվի կայուն, ապա ընթացիկ հաշվի պակասուրդի հավասարակշիռ մակարդակը կարող է ավելի բարձր լինել: Այս դեպքում փաստացի զարգացումները կարող են վկայել ընթացիկ հաշվի փոքր ճեղքի կամ դրա բացակայության մասին, իսկ իրական փոխարժեքի հնարավոր շեղումը հավասարակշիռ մակարդակից նույնպես կզնադարձվի փոքր:

Ընթացիկ հաշվի պակասուրդ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը 2025 թ. շարունակել է վատթարանալ, իսկ դրա հավասարակշիռ մակարդակի վերաբերյալ անորոշությունը զգալիորեն մեծացել է:
Գծապատկեր 3.Բ.7. Ընթացիկ հաշիվ

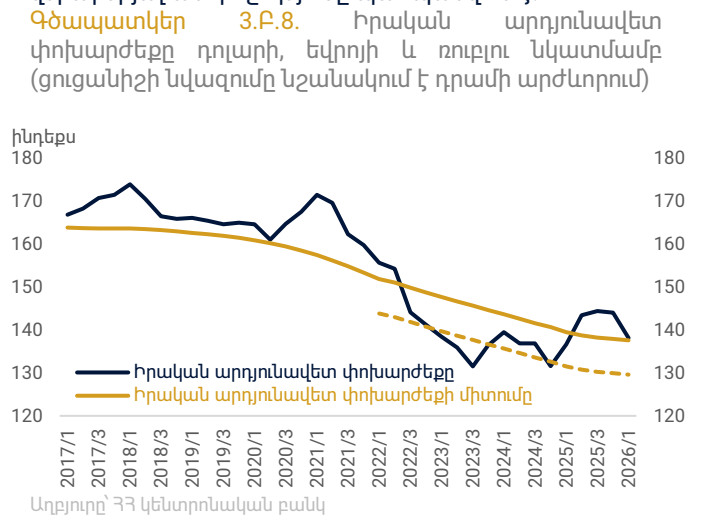


Ընթացիկ հաշվի պակասուրդի խորացումը կարող է արտացոլել ինչպես հավասարակշիռ մակարդակի փոփոխությունը՝ կապիտալի ներհոսքի ֆոնին, այնպես էլ ներքին պահանջարկի ավելացումը:
Գծապատկեր 3.Բ.7.1 Ընթացիկ հաշիվ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը



Աղբյուրը՝ ՀՀ կենտրոնական բանկ

Իրական փոխարժեքի պարբերաշրջանային դիրքի վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է:
Գծապատկեր 3.Բ.8. Իրական արդյունավետ փոխարժեքը դոլարի, եվրոյի և ռուբլու նկատմամբ (ցուցանիշի նվազումը նշանակում է դրամի արժևորում)



Հարկաբյուջետային քաղաքականություն

Պետական բյուջեի հարկային եկամուտները 2025 թ., նախորդ տարվա համեմատությամբ, աճել են շուրջ 14.0%-ով և կազմել 2025 թ. բյուջեի մասին օրենքով սահմանված ծրագրի շուրջ 100.2%-ը՝ պայմանավորված նաև սպասվածից բարձր տնտեսական աճով: Արդյունքում հարկային եկամուտներ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը կազմել է 24.1%՝ նախատեսված 25%-ի փոխարեն: Մյուս կողմից՝ պետական բյուջեի ծախսերը թերակատարվել են՝ կազմելով տարեկան ծրագրի 96.4%-ը, իսկ կապիտալ ծախսերի գծով՝ շուրջ 89.3%-ը կամ ՀՆԱ 6.1%-ը՝ նախատեսված 6.7%-ի փոխարեն: Արդյունքում 2025 թվականին հարկաբյուջետային քաղաքականությունն ամբողջական պահանջարկի վրա ունեցել է նախկին գնահատականների համեմատությամբ զգալիորեն ավելի թույլ, որոշակի զսպող ազդեցություն:

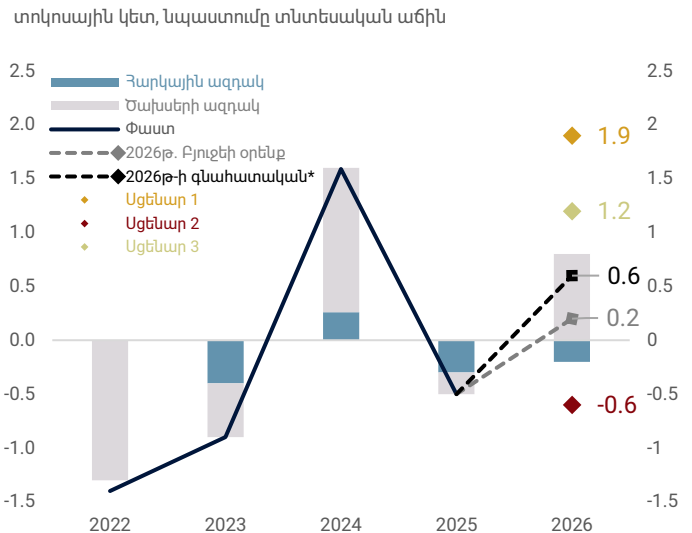
Հաշվի առնելով նախորդ տարում հարկային եկամուտների հավաքագրումների բարձր տեմպը՝ պահանջարկի վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության հետագա ազդեցության շուրջ անորոշությունը պայմանավորված է հիմնականում, տնտեսական բարձր աճերից հետո դրա կայունացման պայմաններում, հարկային վարչարարության հետագա խստացման հնարավորություններով (գծապատկեր 3.Բ.9, սց. 1): Այս սցենարի ներքո հարկային հավաքագրումների հնարավոր թերակատարումը, նախատեսված ծախսերի ամբողջական կատարման պայմաններում, կարող է նպաստել առավել ընդլայնողական դիրքի ձևավորմանը:

2025 թվականին պետական բյուջեի ծախսերի թերակատարման և սպասվածից զգալիորեն բարձր տնտեսական աճի պարագայում բյուջեի պակասուրդը ՀՆԱ-ում կազմել է 3.7%՝ նախատեսված 5.5%-ի փոխարեն, իսկ Կառավարության պարտքը ՀՆԱ-ում նույնիսկ նվազել է՝ կազմելով 47.3%: Հարկ է նշել, որ կապիտալ ծախսերի թերակատարումը, մի կողմից՝ նվազեցնելով պետական պարտքի բեռը, կարող է նպաստել միջին հավելվածի նվազմանը, մյուս կողմից՝ սահմանափակել միջնաժամկետում տնտեսության ներուժի ընդլայնումը: Այս համատեքստում, հաշվի առնելով ընթացիկ տարում կապիտալ ծախսերի կառուցվածքը, նախորդ տարիների կատարողականը և դրանց իրականացման սահմանափակ կարողությունները՝ պահպանվում են կապիտալ ծախսերի հնարավոր թերակատարման և, հետևաբար, պահանջարկի վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության ավելի թույլ ազդեցության ռիսկերը (գծապատկեր 3.Բ.9, սց. 2):

Մյուս կողմից՝ անորոշության նոր, էական աղբյուր է ընթացիկ տարում սոցիալական ծախսերի ավելացումը: Սա պայմանավորված է ինչպես ընթացիկ տարվա ապրիլի սկզբից կենսաթոշակների և նպաստների չնախատեսված բարձրացմամբ, այնպես էլ առողջապահության համընդհանուր ապահովագրության համակարգի ներդրման ներքո անհրաժեշտ ֆինանսավորման չափով՝ հիմնականում կապված որոշ առողջապահական ծառայությունների նկատմամբ առկա զսպված պահանջարկի հետ (ավելի մանրամասն տե՛ս ներգիր 1):

Հաշվի առնելով կենսաթոշակների և այլ սոցիալական վճարների բարձրացումը՝ համախառն պահանջարկի վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցությունը 2026 թ. կլինի ավելի ընդլայնող:

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



Աղբյուր՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

*Նշում: Գնահատականը ներառում է 2026 թ. ապրիլից թոշակների և նպաստների բարձրացումը:

Գծապատկեր 3.Բ.9-ի վերաբերյալ նշումներ.

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

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

Սցենար 3. Առողջապահության ուղղված ծախսերի գերակատարում հարկային եկամուտների ծրագրի ամբողջական կատարման պայմաններում:

Ներդիր 1. Առողջության համընդհանուր ապահովագրության համակարգի ներդրման և սոցիալական ծախսերի աճի հավանական տնտեսական ազդեցությունները կարճաժամկետում

2026 թ. հունվարից առողջության համընդհանուր ապահովագրության համակարգի ներդրումը, ինչպես նաև 2026 թվականի ապրիլից կենսաթոշակների և սոցիալական նպաստների չնախատեսված բարձրացումը զգալիորեն մեծացրել են հարկաբյուջետային քաղաքականության կողմից գնաճային ռիսկերը: Այս ծրագրերը ենթադրում են ինչպես ընթացիկ, այնպես էլ հետագա տարիների համար մեծածավալ ծախսերի իրականացման հանձնառություն: Այդուհանդերձ, միջոցառումների ընդհանուր մակրոտնտեսական ազդեցության չափի վերաբերյալ անորոշությունը բարձր է՝ պայմանավորված ինչպես ծախսերի ֆինանսավորման մեխանիզմներով, այնպես էլ տնային տնտեսությունների ու կազմակերպությունների վարքագծային արձագանքով: Այս համատեքստում, գների կայունության հանձնառության ապահովման նպատակով դրամավարկային քաղաքականության հնարավոր արձագանքի տեսանկյունից, կարևոր է գնահատել համախառն պահանջարկի պայմանների, գնաճի և գնաճային սպասումների հնարավոր արագացման ուղիներին ու չափերին վերաբերող սցենարները:

Այսպես, Կառավարության կողմից 2026 թ. մարտի 5-ին ընդունված **կենսաթոշակների, նպաստների և այլ սոցիալական ծախսերի բարձրացումը** ենթադրում է 2026 թ. ընթացքում այս ուղղությամբ շուրջ 80 մլրդ դրամ ծախսի կատարում, որը կկազմի ՀՆԱ շուրջ 0.6-0.8%-ը: Այդուհանդերձ, համախառն պահանջարկի վրա ազդեցության չափի տեսանկյունից կարևոր է գնահատել այս ծախսերի ֆինանսավորման հնարավոր աղբյուրները: Ընդհանուր առմամբ, կարելի է առանձնացնել ֆինանսավորման երկու հնարավոր ուղի (աղյուսակ Ն.2.1):

Մի կողմից՝ հաշվի առնելով 2025 թվականին սպասվածից զգալիորեն բարձր տնտեսական աճի արձանագրումը և, հետևաբար, 2026 թ. հարկային եկամուտների ծրագրի գերակատարման հնարավորությունը, ինչպես նաև պահուստային միջոցների առկայությունը՝ հավանական է, որ վերոնշյալ ծախսերը չեն հանգեցնի պակասուրդի ընդլայնմանը և Կառավարության պարտքի ավելի բարձր ուղեգծի ձևավորմանը: Այս պարագայում վերոնշյալ ծախսերի իրականացման լրացուցիչ ազդեցությունը համախառն պահանջարկի և գնաճի վրա կլինի համեմատաբար թույլ՝ համապատասխանաբար շուրջ 0.5 և 0.1 տոկոսային կետ:

Մյուս կողմից՝ հաշվի առնելով 2025 թ. աճի կառուցվածքը, հատկապես դրա կենտրոնացվածությունը որոշ համեմատաբար քիչ հարկումակ ենթադրություններով, ինչպես նաև 2026 թ. բյուջեի մասին օրենքով արդեն իսկ նախատեսված հարկային եկամուտների բարձր աճը՝ առկա են պետությունից պակասուրդի աճի ռիսկեր: Այս սցենարում լրացուցիչ ծախսերը ֆինանսավորվում են նոր պարտքի ներգրավման հաշվին: Արդյունքում՝ ծախսերի աճն առավել ընդլայնող ազդեցություն կունենա համախառն պահանջարկի վրա: Ընդհանուր առմամբ, ԿԲ գնահատման համաձայն, գնաճի վրա ազդեցությունը կարող է կազմել շուրջ 0.1–0.2 տոկոսային կետ, այդուհանդերձ, դա կախված կլինի նաև տնտեսությունում առկա պահանջարկի պայմաններից և ընդհանուր գնաճային միջավայրից: Ի հավելում՝ պայմանավորված այն հանգամանքով, թե ինչպես են շուկայի մասնակիցները գնանշում պարտքի աճի ուղեգծը, կարող են առաջանալ չափավոր ազդեցություններ ռիսկի և ժամանակային հավելվածարի վրա՝ արտահայտվելով եկամտաբերության կորի միջնաժամկետ-երկարաժամկետ հատվածում տոկոսադրույքների աճով:

2026 թ. հունվարից արձանագրվեց **առողջության համընդհանուր ապահովագրության (ԱՀԱ) համակարգի** գործնական փուլի մեկնարկը: Ծրագրի ներդրումը նախատեսվում է իրականացնել փուլային եղանակով՝ աստիճանաբար ընդլայնելով ապահովագրման ենթակա բնակչության շրջանակը և ապահովագրության ծածկույթը՝ համապատասխանաբար ավելացնելով պետական բյուջեի կողմից ֆինանսավորումը: Ըստ 2026 թ. բյուջեի ծրագրի՝ առաջին փուլում ապահովագրության համակարգում ընդգրկվելու են մինչև 18 տարեկան երեխաները, 65 և բարձր տարիք ունեցող բնակչությունը, 200 հազար դրամից ավելի բարձր աշխատավարձ ստացող զբաղվածները, ինչպես նաև 2.4 միլիոն ՀՀ դրամ և ավելի շրջանառություն ունեցող անհատ ձեռնարկատերերն ու ՆՈՒՄ-ները: Ընդհանուր առմամբ, ծրագրի մեկնարկային փուլում ապահովագրության համակարգում ընդգրկված կլինի շուրջ 1.6 մլն մարդ կամ ՀՀ բնակչության ավելի քան 50%-ը: Ծրագրի ներդրումը ենթադրում է առողջապահության ոլորտում պետական ծախսերի աճ, մասնավորապես՝ 2025 թ. 168.1 մլրդ դրամի փոխարեն 2026 թ.՝ 213.1 մլրդ դրամ¹, իսկ հաջորդող տարիներին՝ շուրջ 250 մլրդ դրամ: Արդյունքում՝ առողջապահության ուղղված ծախսերի մասնաբաժինը ՀՆԱ-ում, համաձայն ՀՀ ՖՆ գնահատումների, առաջիկա տարիներին կավելանա՝ 1.5%-ից հասնելով մոտ 1.8%-ի:

Միջազգային փորձը ցույց է տալիս, որ առողջության համընդհանուր ապահովագրության համակարգերի ներդրման ժամանակ տարբեր երկրներ կիրառում են ֆինանսավորման և գնային կարգավորման տարբեր մեխանիզմներ, որոնք նպատակ ունեն ապահովելու համակարգի կայուն ֆինանսավորումը և սահմանափակելու առողջապահական ծախսերի արագ աճը: Ապահովագրության ֆինանսավորումը որոշ երկրներում իրականացվում է առանձին նպատակային հարկատեսակների կամ պարտադիր վճարների միջոցով (Լիտվա, Հունգարիա, Եստոնիա), այլ երկրներում այն ֆինանսավորվում է ընդհանուր դրույքաչափերի բարձրացմամբ (Վրաստան, Լատվիա, Թաիլանդ), ինչը կարող է նպաստել պետական ծախսերի կառավարման ավելի բարձր ճկունությանը և որոշ չափով սահմանափակել առողջապահական ծառայությունների նկատմամբ հնարավոր ավելցուկային պահանջարկը²:

Աղյուսակ Ն.1.1. Կենսաթոշակների, նպաստների և այլ սոցիալական ծախսերի աճի ազդեցությունը Կառավարության պարտքի վրա

մլրդ դրամ

		2026 թ.*	2027 թ.	2028 թ.
Տարեկան լրացուցիչ ծախս, մլրդ ՀՀ դրամ		~80	~110	~110
Նոր պարտքի ներգրավում	Պակասուրդի աճ	50-90	114	114
	Պարտք/ՀՆԱ**, %	51.0 (+0.5-0.9)	52.3 (+0.9)	52.3 (+0.8)
Եկամուտների աճի և այլ ծախսային հոդվածների հաշվին ֆինանսավորում	Պակասուրդի աճ	0.0	0.0	0.0
	Պարտք/ՀՆԱ**, %	50.6 (0.0)	51.4 (0.0)	51.5 (0.0)

Աղբյուրը՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ, Նշում:

*Թոշակները 2026 թ. բարձրանալու են ապրիլից, այդ պատճառով լրացուցիչ ծախսը գնահատված է 9 ամսվա կտրվածքով:

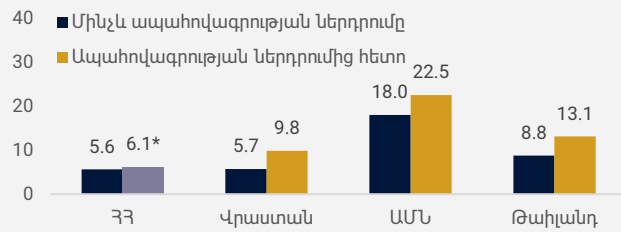
**Փակագծերում նշված է շեղումը բյուջեի ծրագրից՝ 2025 թ. տնտեսական փաստացի աճի պայմաններում:

¹ Որից մոտ 130 մլրդ-ն ուղղված է հենց ԱՀԱ ներդրմանը:

² European Observatory on Health Systems and Policies՝ «Health Systems in Action: Insights», 2024, 2025 (միջազգային փորձը ուսումնասիրվել է մի շարք երկրների տվյալների հիման վրա, այդ թվում՝ Վրաստան, ԱՄՆ, Եստոնիա, Լատվիա, Լիտվա):

Գծապատկեր Ն.1.1. Պետական բյուջեում առողջապահության ծախսերը ընդհանուր պետական ծախսերի մեջ

5 տարվա միջին կշիռ, %



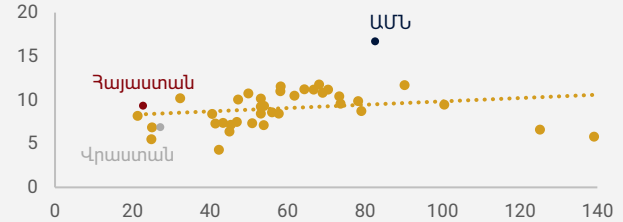
Աղբյուր՝ Համաշխարհային բանկ, Peterson-KFF Health System Tracker

*Ըստ 2026 թ. բյուջեի ծրագրի:

Գծապատկեր Ն.1.2. Առանձին երկրներում առողջապահական ընդհանուր ծախսերի համեմատական

Ընթացիկ առողջապահական ծախսերը ՀՆԱ-ում %, (ուղղ. առ.)

ՀՆԱ մեկ շնչի հաշվով (2023 թ. և PPP-ճշգրտված), հազ. դոլար (իրզ. առ.)



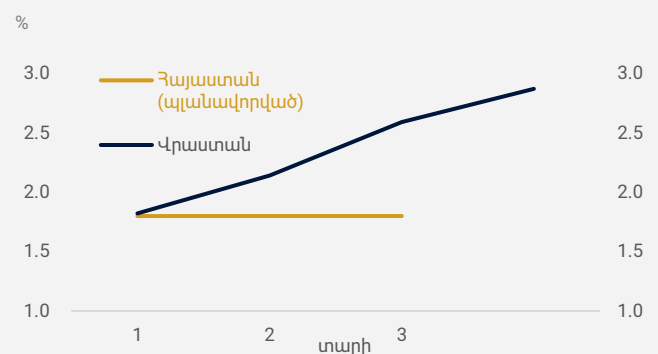
Միաժամանակ, կարևոր դեր ունեն նաև առողջապահական ծառայությունների գնային կարգավորման մեխանիզմները: Որոշ երկրներում կիրառվում են ուղղորդիչ գներ կամ ծառայությունների գների սահմանաչափեր, որոնք նպատակ ունեն վերահսկելու առողջապահական ծախսերի աճը: Սակայն, գների սահմանափակման պայմաններում, երբեմն կարող է առաջանալ ոչ ֆորմալ վճարումների աճ՝ պայմանավորված երկարատև փաստաթղթավորման գործընթացներից խուսափելու, որակյալ բուժօգնություն ստանալու ու հերթերից խուսափելու ցանկությամբ, ինչպես նաև հարաբերական գների ճեղքեր ոչ միայն առողջապահության պետական և մասնավոր հատվածների, այլև առանձին ապրանքների ու ծառայությունների գների միջև: Մյուս կողմից՝ այն երկրներում, որտեղ պետական գնային կարգավորումը սահմանափակ է կամ բացակայում է, առողջապահության ուղղված ծախսերի աճը հաճախ ավելի բարձր է (ԱՄՆ), որը, ի տարբերություն վերը քննարկված դեպքերի, կարող է հանգեցնել պետական ծախսերի առավել մեծ աճի: Այսպիսով, միջազգային փորձը ցույց է տալիս, որ ԱՀԱ ներդրման մակրոտնտեսական ազդեցությունները մեծապես կախված են ինչպես ֆինանսավորման ընտրված մոդելից, այնպես էլ առողջապահական ծառայությունների գների կարգավորման մեխանիզմներից²:

Հայաստանում ԱՀԱ համակարգի ներդրման մակրոտնտեսական հետևանքները հասկանալու համար կարևոր է գնահատել հնարավոր փոխանցման ուղիները, որոնց միջոցով այս միջոցառման ներդրումը կարող է ազդել տնտեսությունում համախառն պահանջարկի և ընդհանուր գնաճային միջավայրի վրա:

Թեև ԱՀԱ ծրագիրը նախատեսված է իրականացնել փուլային եղանակով, առաջին փուլում ընդգրկվող բնակչության թիվն արդեն բավականին մեծ է՝ շուրջ 1.6 մլն մարդ կամ բնակչության 53%-ը: Չնայած այն հանգամանքին, որ այստեղ ներառված խմբերի մեծ մասը բնակչության և հատկապես ծածկույթի նման աճը, նմանատիպ համակարգերի ներդրման փորձ ունեցող այլ երկրների համեմատությամբ, բավականին մեծ է, իսկ նախատեսված լրացուցիչ ֆինանսավորման չափը՝ ավելի փոքր: Այս պայմաններում, հաշվի առնելով նաև մի շարք այլ ազդակներ, առկա են առողջապահության ուղղվող ծախսերի ծրագրային մակարդակների հնարավոր գերակատարման ռիսկեր: Իհարկե, տարբեր երկրների դեպքում, կախված ընտրված մոդելից, արդյունքները պետական ծախսերի ավելացման տեսանկյունից կարող են էապես տարբեր լինել: Այդուհանդերձ, առողջապահական համակարգի ֆինանսավորման տարբեր մեխանիզմներ որդեգրած մի շարք երկրների փորձը ցույց է տալիս, որ միջինում առողջության համապարփակ ապահովագրության ներդրումն ավելացնում է առողջապահությանն ուղղվող ծախսերի մասնաբաժինը ընդհանուր պետական ծախսերում շուրջ 4-5 տոկոսային կետով (գծապատկեր Ն.1.1.): Հաշվի առնելով նաև այն հանգամանքը, որ մեկ շնչի հաշվով առողջապահության գծով ծախսումները՝ եկամտի հարաբերակցությամբ, Հայաստանում, ընդհանուր առմամբ, ավելի բարձր են ոչ միայն եկամտի նույն մակարդակ ունեցող երկրների, այլև որոշ զարգացած երկրների համեմատությամբ, (գծապատկեր Ն.1.2.), կարելի է եզրահանգել, որ առողջապահությանն ուղղվող պետական ծախսումների կշռի աճը կարող է ավելի բարձր լինել նաև Հայաստանում ԱՀԱ ներդրումից հետո:

Հատկանշական է նաև Վրաստանի փորձի ուսումնասիրությունը՝ հաշվի առնելով ՀՀ և Վրաստանի տնտեսությունների կառուցվածքի, չափերի, ինչպես նաև հասարակության վարքագծային հնարավոր նմանությունը: Ի տարբերություն Հայաստանի, Վրաստանի դեպքում առողջապահական ապահովագրության ներդրումը իրականացվել է շահառուների ընդգրկման ավելի աստիճանական տեմպերով և ավելի փոքր ծածկույթով: Նույնիսկ այդ պայմաններում Վրաստանում առողջապահության ոլորտի պետական ծախսերը ՀՆԱ-ում էականորեն աճել են՝ հասնելով ՀՆԱ շուրջ 3%-ի: Այսինքն՝ ավելի փոքր ծածկույթով և բնակչության ընդգրկվածությամբ, միևնույն է, առողջապահության ոլորտում պետական ծախսեր/ՀՆԱ կշռի աճի հետագիծն ավելի բարձր է, քան նախատեսված է ՀՀ-ում (գծապատկեր Ն.2.3)³:

Գծապատկեր Ն.1.3. Առողջապահությանն ուղղվող պետական ծախսեր/ՀՆԱ ցուցանիշի փաստացի աճը Վրաստանում ԱՀԱ ներդրումից հետո և դրա պլանավորված մակարդակը ՀՀ-ում



Աղբյուր՝ Համաշխարհային բանկ

Նշում: Գծապատկերի հորիզոնական առանցքը սկսվում է ԱՀԱ ներդրման մեկնարկային տարվանից:

³ Համաշխարհային բանկ, «Georgia Public Expenditure Review: Building a Sustainable Future», 2017:

Ամփոփելով կարելի է եզրակացնել, որ առողջապահության համապարփակ ապահովագրության ներդրման ուղղությամբ առկա են նախատեսված ծախսերի գերակատարման ռիսկեր (գծապատկեր 3.Բ.9, սցենար 3): Այս պարագայում, առողջապահական համակարգի կարողությունների ընդլայնման սահմանափակ հնարավորություններով պայմանավորված, կարելի է ակնկալել առողջապահական ծառայությունների գների զգալի բարձրացում: Հարկ է նշել, որ ապահովագրության ծրագրի ներդրումից ի վեր արդեն իսկ արձանագրվում է առողջապահական ծառայությունների գների շոշափելի աճ՝ արտացոլելով վերոնշյալ զարգացումները: Մասնավորապես՝ առողջապահության ոլորտում գնաճը նախորդ ամսվա նկատմամբ 2026 թ. հունվարին կազմել է 0.7%, փետրվարին՝ արդեն 2.0%, իսկ փետրվարին կուտակային ցուցանիշը՝ 2025 թ. դեկտեմբերի նկատմամբ՝ 2.7% (աղյուսակ Ն.2.2.):

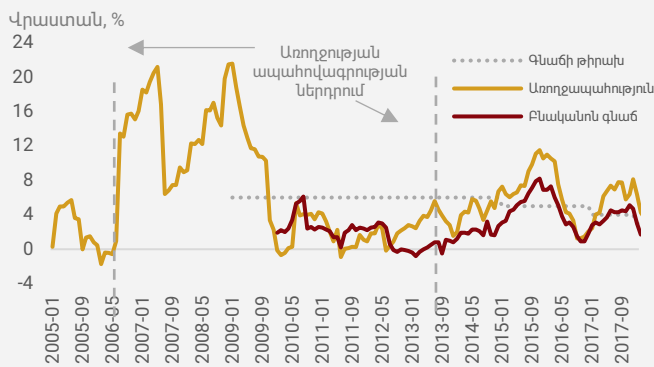
Անհրաժեշտ է փաստել, որ նմանատիպ իրավիճակներում Կենտրոնական բանկերի քաղաքականության դիրքավորումը միանշանակ չէ: Դա մեծապես կախված է ինչպես տնտեսության նախնական պայմաններից և կատարվող բարեփոխումների արդյունքում համախառն պահանջարկի ընդլայնման ու գնաճի վրա ազդեցության չափից, այնպես էլ հատկապես այն հանգամանքից, թե որքանով կարող է առողջապահական ծառայությունների գնաճը հանգեցնել աշխատավարձերի և գների աճի նաև այլ ոլորտներում (գծապատկեր Ն.2.4): Այս առումով, կառուցվածքային տեղաշարժերի և առաջարկի կողմից մեկնազամյա գների ճշգրտման դեպքում, ԿԲ-ից պահանջվող արձագանքը սովորաբար լինում է աննշան: Մյուս կողմից՝ եթե առողջապահական ծառայությունների գնաճը լինի զգալի և երկարատև, կարող են արձանագրվել գնաճային սպասումների ապահարսման ռիսկեր: Այս պարագայում ապագային միտված դրամավարկային քաղաքականությունը պետք է արձագանքի կտրուկ և համարժեք՝ երկրորդային ազդեցությունները զսպելու և միջնաժամկետ հորիզոնում գների կայունության նպատակն ապահովելու համար:

Աղյուսակ Ն.1.2. Առողջապահական որոշ
ծառայությունների գների աճը վերջին ամիսներին

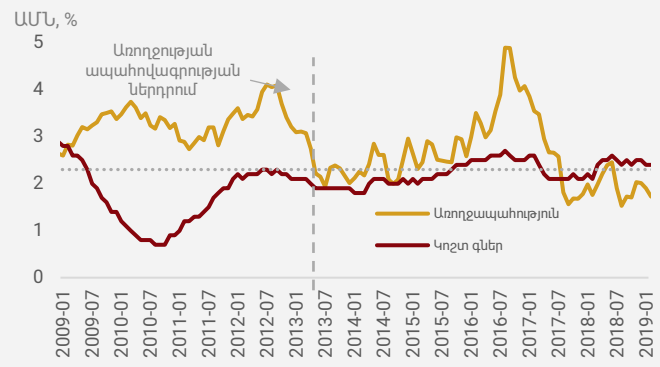
Առողջապահական ծառայություններ.	հունվար		փետրվար	
	ամ/ամ	տ/տ	ամ/ամ	տ/տ
Բժիշկների	1.2	1.5	4.3	5.2
Օժանդակ բժշկական	0.9	2.8	5.7	7.7
Հիվանդանոցների	1.2	2.9	2.8	5.2
Բժշկական	1.2	2.8	3.4	5.6
Էնդոկրինոլոգիական	3.8	5.7	5.9	10.2
Սրտաբանական	1.7	3	1.1	3.1

Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ

Գծապատկեր Ն.1.4. Գնաճը և քաղաքականության տոկոսադրույքը Վրաստանում և ԱՄՆ-ում



Աղբյուրը՝ Վրաստանի ՎԿ, Վրաստանի ազգային բանկ, ԱՄՆ



Աղբյուրը՝ Նեյթ Լուիսի դաշնային բանկ, Ատլանտայի դաշնային բանկ

Հարկ է նաև նշել, որ ի լրումն վերը ներկայացված հարկաբյուջետային ուղիների՝ ԱՀԱ համակարգի ներդրումը կարող է ազդել նաև համախառն պահանջարկի վրա տնային տնտեսությունների տնօրինվող եկամուտների փոփոխության միջոցով: Մասնավորապես՝ այն տնային տնտեսությունները, որոնք նախկինում առողջապահական ծառայությունների դիմաց կատարել են ուղղակի վճարումներ, ապահովագրության ներդրումից հետո տնօրինվող միջոցների մի մասը կարող են ազատել սպառման այլ ուղղությունների համար: ՀՀ-ում առողջապահական ծառայությունների դիմաց «գրպանից» ուղղակի վճարումները համեմատաբար բարձր են՝ ընդհանուր առողջապահական ծախսերի մոտ 80%-ը⁴, իսկ ՀՆԱ-ում, ըստ ԿԲ գնահատականների, շուրջ 480 մլրդ դրամ կամ մեկ անձի հաշվով մոտ 155 հազար դրամ: Ներդրված ԱՀԱ համակարգի պայմաններում բնակչության տարբեր խմբերի հարկային բեռի փոփոխությունը, մասնավորապես՝ դրոշմանիշային վճարների նվազմամբ և, զուգահեռաբար, առողջապահության ապահովագրական վճարի ներդրումով պայմանավորված, տնտեսությունում կարող է ձևավորել մոտ 63 մլրդ դրամի լրացուցիչ ծախսումների ներուժ, որը համարժեք է ՀՆԱ մոտ 0.5–0.6%-ին: Այս լրացուցիչ միջոցները կարող են ուղղվել այլ ապրանքների և ծառայությունների սպառմանը՝ նպաստելով համախառն պահանջարկի ընդլայնմանը:

Այդուհանդերձ, նշված ազդեցությունների գնահատականների վերաբերյալ անորոշությունները զգալի բարձր են, մասնավորապես՝ պայմանավորված ինչպես ԱՀԱ ներդրման և իրականացման արագությամբ, առողջապահական ծառայությունների առաջարկի ճկունությամբ, այնպես էլ տնային տնտեսությունների հնարավոր վարքագծային արձագանքներով:

⁴ Համաշխարհային բանկ, «Out-of-pocket expenditure (% of current health expenditure)», 2023:

Գ. Աշխատանքի շուկայի և գնաճի զարգացումներ

Աշխատուժի առաջարկ և պահանջարկ

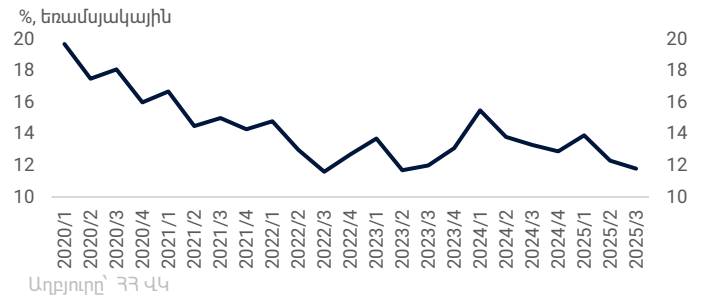
Գործազրկության մակարդակը Հայաստանում 2025 թվականի ընթացքում աստիճանաբար նվազել է՝ ձևավորվելով պատմական ցածր մակարդակում. 3-րդ եռամսյակում կազմել է 11.8%: Հարկ է նշել, որ, ըստ աշխատուժի հետազոտության արդյունքների, 2025 թվականի 3-րդ եռամսյակում, նախորդ տարվա նույն եռամսյակի համեմատությամբ, աշխատանքային ռեսուրսներն ավելացել են, որոնք, սակայն, հիմնականում հաշվառվել են տնտեսապես ոչ ակտիվ բնակչության կազմում, իսկ զբաղվածների թիվը նույնիսկ նվազել է: Թեև վերջինս կարող է արտահայտել տնտեսությունում աշխատուժի նկատմամբ ձևավորված ցածր պահանջարկը, այնուամենայնիվ, դա համահունչ է 2-րդ կիսամյակում տնտեսությունում արձանագրված բարձր տնտեսական աճին կամ աշխատավարձերի կայուն աճին: Մյուս կողմից՝ ըստ ՊԵԿ-ի տվյալների, պաշտոնապես գրանցված աշխատողների թիվը շարունակում է կայուն տեմպերով աճել, ինչը աշխատուժի նկատմամբ բարձր պահանջարկի ազդակ է փոխանցում: Այնուամենայնիվ, հարկ է փաստել, որ գրանցված աշխատողների թվի ավելացումը վկայում է նաև տնտեսությունում կառուցվածքային փոփոխությունների մասին՝ արտահայտելով ոչ ֆորմալ զբաղվածությունից աշխատուժի տեղաշարժը դեպի ֆորմալ զբաղվածություն:

Աշխատավարձերի աճը կայունացել է տ/տ 5-6%-ի շուրջ, իսկ աճի կենտրոնացվածությունը՝ էականորեն նվազել: Միևնույն ժամանակ, գործազրկության ընթացիկ մակարդակը կարող է մասամբ արտացոլել նաև աշխատաշուկայում ձևավորված որոշակի ավելցուկային պահանջարկը, հատկապես այն պայմաններում, երբ 2025 թ. 2-րդ կեսին գործազրկության նվազումը, հնարավոր է, գերազանցել է գնահատվող բնական մակարդակը, իսկ դրանից բխող աշխատավարձի ու գնաճի ռիսկերը դեռևս կարող են դրսևորվել աշխատավարձերի կոշտությունների պատճառով: Չի բացառվում նաև, որ վերջին տարիներին գործազրկության բնական մակարդակը աստիճանաբար նվազել է՝ ձևավորվելով 11-13% միջակայքում: Դրան կարող էին նպաստել 2022 թ-ից արտադրողականության և արտահանման կարողությունների ընդլայնումը, բարձր որակավորում ունեցող աշխատուժի ինտեգրումը և երկարաժամկետ հաստատումը ՀՀ տնտեսությունում, տարբեր էլեկտրոնային հարթակների զարգացմամբ պայմանավորված՝ աշխատատեղերի և աշխատուժի համապատասխանեցման արդյունավետության բարձրացումը, տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները և այլ գործոններ:

Հիմնական անորոշությունները կապված են ՌԴ միգրացիոն քաղաքականության խստացման հետևանքով դեպի ՌԴ սեզոնային միգրացիայի միտումների, ՀՀ աշխատաշուկայի մասնակցության մակարդակի, ինչպես նաև աշխատուժի կազմում տնտեսապես ոչ ակտիվ բնակչության ինտեգրման արագության հետ: Մի կողմից՝ ՌԴ տնտեսության աճի հեռանկարի շուրջ առկա անորոշությունները, ինչպես նաև ՌԴ-ում միգրացիոն կարգավորումների խստացումը կարող են սահմանափակել արտագնա աշխատանքի հոսքերը՝ հանգեցնելով տնտեսությունում աշխատուժի առաջարկի աճի և գնանկումային ռիսկերի ձևավորման:

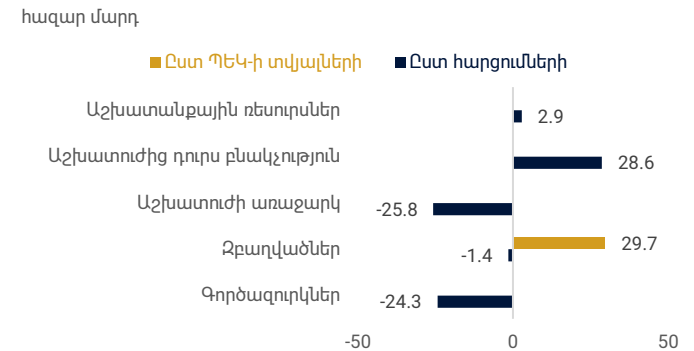
Չնայած գործազրկության մակարդակի շարունակական նվազմանը, որոշ զարգացումներ վկայում են, որ աշխատանքի շուկայում էական անհաշվեկշռվածություններ չկան:

Գծապատկեր 3.Գ.1. Գործազրկության մակարդակ



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

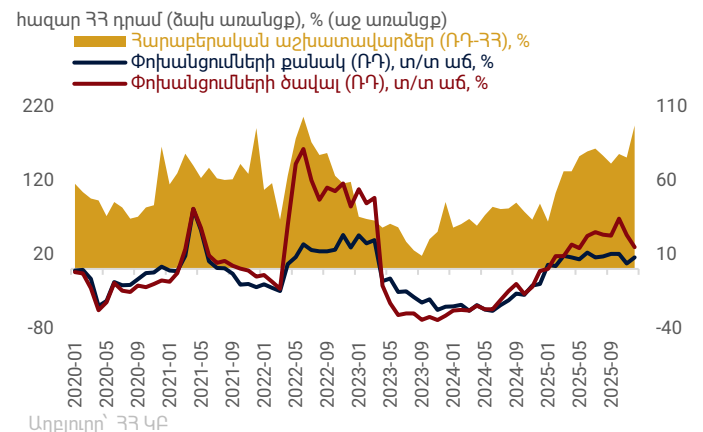
Գծապատկեր 3.Գ.2. Աշխատանքային ռեսուրսների փոփոխությունը, 2025 թ. 3-րդ եռ. / 2024 թ. 3-րդ եռ.



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԿ

Դեպի ՌԴ աշխատանքային միգրացիայի ընթացիկ մակարդակը և դրա հեռանկարը մնում են ՀՀ-ում աշխատուժի առաջարկի ավելացման հիմնական անորոշության աղբյուրները:

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



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԿ

Մյուս կողմից՝ ՌԴ-ից ՀՀ ոչ առևտրային դրամական փոխանցումների ծավալները վերջին ամիսներին որոշակիորեն աճել են (գծապատկեր 3.Գ.3), ինչը փաստում է, որ ռուբլու արժևորման ու Ռուսաստանում աշխատուժի պակասուրդի շարունակական խնդիրները գերակշռել են միգրացիոն հոսքերը սահմանափակող գործոնների ազդեցությունը՝ խթանելով աշխատանքային հոսքերի աճը:

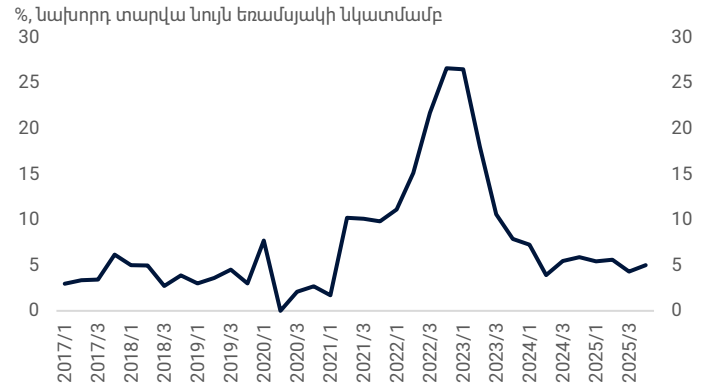
Ամփոփելով նշենք՝ չնայած աշխատաշուկայից եկող ոչ միանշանակ ազդակներին, որոշ զարգացումներ կարող են վկայել, որ վերջին եռամսյակներում աշխատանքի շուկայի անհաշվեկշռվածությունները զգալիորեն թուլացել են: Առաջիկայում հիմնական անորոշությունը վերաբերում է աշխատուժի առաջարկի աճի հետագա ընթացքին, հատկապես, եթե պահանջարկի պայմաններն ընդլայնվեն: Միաժամանակ, արտագնա աշխատանքի հոսքերի հնարավոր աճը կարող է հանգեցնել աշխատաշուկայում պայմանների խստացման ստեղծելով գնաճային ռիսկեր:

Աշխատավարձերի աճ

Մասնավոր անվանական աշխատավարձերի աճը 2025 թ. 4-րդ եռամսյակում մի փոքր արագացել է՝ կազմելով տ/տ 5.0% (գծապատկեր 3.Գ.4): Այս համատեքստում, աշխատավարձերի աճի վերջին զարգացումները տարբեր մեկնաբանությունների տեղիք են տալիս: Մի կողմից՝ 2025 թ. 4-րդ եռամսյակում աշխատավարձերի աճի՝ դեկտեմբերին արձանագրված եռամսյակային կտրվածքով 5%-ի շուրջ կայունացումը կարող է տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների որոշակի թուլացման ազդակներ պարունակել: Մյուս կողմից՝ աշխատավարձերի աճի ճյուղային կենտրոնացվածության թուլացումը և ծառայությունների ոլորտի (առանց ֆինանսական հատվածի և ՏԿ ցուցանիշների ներառման) աշխատավարձերի աճի արագացումը 4-րդ եռամսյակում (դեկտեմբեր ամսին, եռամսյակային կտրվածքով՝ տ/տ 7.7%) վկայում է տնտեսությունում համեմատաբար բարձր պահանջարկի պայմանների մասին:

Աշխատավարձերի աճի կայունացումը 5-6% մակարդակում վկայում է աշխատաշուկայում առավել հավասարակշռված պայմանների և ավելցուկային գնաճային ճնշումների բացակայության մասին:

Գծապատկեր 3.Գ.4. Մասնավոր հատվածի անվանական աշխատավարձերի աճը



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ

Գնաճ

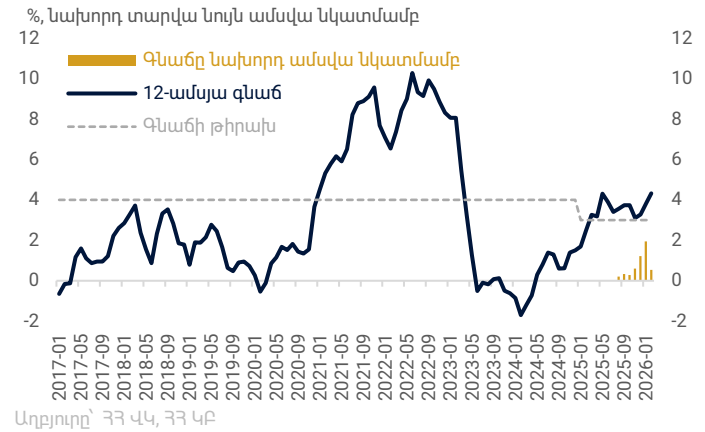
2026 թվականի 1-ին եռամսյակի ընթացքում գնաճը Հայաստանում շարունակել է որոշակիորեն ավելանալ. փետրվարին, Նախորդ ամսվա նկատմամբ, կազմել է շուրջ 0.5%, իսկ Նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի նկատմամբ՝ 4.3%: Դա հիմնականում պայմանավորված է բնականոն գնաճի արագացմամբ, որը ձևավորվել է ավելի բարձր՝ տ/տ 4.7% մակարդակում: Այն իր հերթին արտացոլում է ներմուծվող և տեղական ոչ սեզոնային պարենային ապրանքներից փոխանցվող գնաճային միտումները՝ պայմանավորված վերջին եռամսյակներում համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումներով և ներքին տնտեսությունում առաջարկի որոշ գործոնների ազդեցությամբ: Առաջիկայում հիմնական անորոշությունները կապված են համաշխարհային պարենային շուկաներում վերջերս նկատվող գնանկումային միտումների տևականության և, դրա ֆոնին՝ ներքին գների ճշգրտման արագության ու չափի հետ: ՀՀ-ում գնաճի արագացմանը կարող են նպաստել Մերձավոր Արևելքում իրավիճակի սրման պայմաններում էներգակիրների գների զգալի աճը, ինչպես նաև առաջարկի արժեքների խաթարումն ու առևտրային ուղիների փոփոխությունները: Այս գործոնների ազդեցության չափը պայմանավորված կլինի հակամարտության տևողությամբ և մասշտաբներով: Հարկ է նաև նշել, որ, չնայած առաջարկի հստակ գործոնների առկայությանը, բնականոն գնաճի արագացումը վերջին ամիսներին, ըստ ապրանքախմբերի, կրում է ավելի համատարած բնույթ, ինչը վկայում է ձևավորված բարձր պահանջարկի պայմանների մասին: Բնականոն գնաճի արագացմանը նպաստել է նաև ծառայությունների գների աճի արագացումը, որը, սակայն, մեծապես պայմանավորվել է առողջապահական ծառայությունների գնաճով, մինչդեռ ծառայությունների գնաճը, առանց առողջապահական ծառայությունների ցուցանիշների ներառման, պահպանվել է թիրախին մոտ մակարդակում՝ փետրվարին կազմելով տ/տ 2.9%: Կոշտ գներով բնութագրվող ոչ արտահանելի ապրանքների գնաճը, որը հիմնականում նկարագրում է պահանջարկի միջավայրով և գնաճային սպասումներով պայմանավորված գների վարքագիծը, նույնպես, առանց առողջապահական ծառայությունների ցուցանիշների ներառման, շարունակել է ձևավորվել թիրախից ցածր մակարդակում՝ փետրվարին կազմելով տ/տ 2.6%: Այդուհանդերձ, պետք է նկատի ունենալ, որ, սովորաբար, կոշտ գներով աչքի ընկնող ապրանքների և ծառայությունների գներն ավելի դանդաղ են արձագանքում տնտեսությունում պահանջարկի միջավայրի ընդլայնմանը/թուլացմանը, իսկ, օրինակ, բնականոն գնաճը վերջին շրջանում արձանագրում է զգալի արագացում՝ 2026 թ. փետրվարին կազմելով 3ամ/3ամ տարեկանացված 5.9%:

Գնաճային սպասումներ

Համաձայն տնային տնտեսությունների գնաճային սպասումների վերաբերյալ ՀՀ ԿԲ-ի կողմից իրականացվող հարցման արդյունքների՝ 2026 թ. 1-ին եռամսյակում անորոշությունները փոքր-ինչ ավելացել են (հարցվողների 47%-ը՝ Նախորդ եռամսյակի 43%-ի համեմատությամբ), ինչը մասամբ պայմանավորվել է ցածր գնաճային սպասումների նվազմամբ: Այս զարգացումներն արտացոլում են մի կողմից՝ որոշ պարենային ապրանքների՝ տարվա ընթացքում արձանագրված բարձր գնաճի վերաբերյալ հանրային ընկալումները և վերջին շրջանում աշխարհաքաղաքական իրավիճակով պայմանավորված անորոշությունը: Մյուս կողմից՝ չնայած փետրվարին արձանագրված որոշ արագացմանը, ոչ արտահանելի կոշտ գները և մասնավոր հատվածի աշխատավարձերը շարունակում են ձևավորվել երկարաժամկետ կայուն մակարդակների շուրջ՝ վկայելով թիրախին մոտ գնաճային սպասումների մասին:

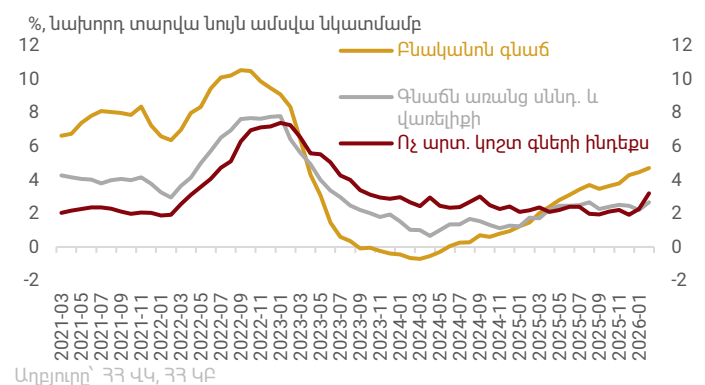
Գնաճը շարունակել է արագանալ՝ հիմնականում պայմանավորված համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող ճնշումներով և ներքին տնտեսությունում առաջարկի որոշ գործոնների ազդեցությամբ:

Գծապատկեր 3.Գ.5. Գնաճ



Հիմնարար գնաճի ցուցանիշների տարամիտումը երկակի ազդակներ է տալիս տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների և գնաճային սպասումների մասով:

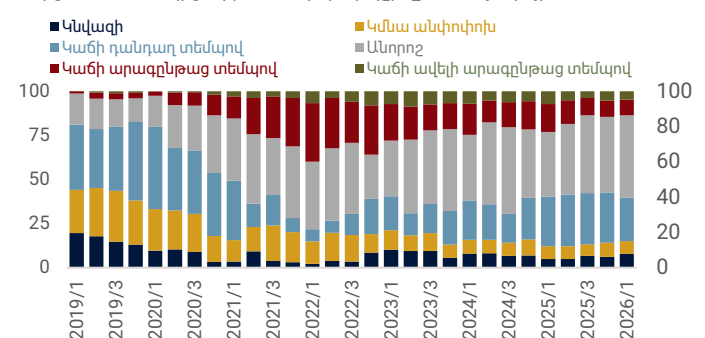
Գծապատկեր 3.Գ.6. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները



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

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

Հարցման մասնակիցների տեսակարար կշիռը, եռամսյակային



Ներգիր 2. Մերձավոր Արևելքում իրավիճակի հնարավոր ազդեցությունները ՀՀ տնտեսության գնաճային միջավայրի վրա

Մերձավոր Արևելքում լարվածության աճի հնարավոր տնտեսական ազդեցությունը Հայաստանի վրա ներկա փուլում գնահատվում է հիմնականում արտաքին փոխանցման մի քանի ուղիների միջոցով, մասնավորապես՝ միջազգային շուկայում ապրանքահումքային և, առաջնահերթ՝ նավթի գների, առևտրային և լոգիստիկ շղթաների հնարավոր խաթարումների, ինչպես նաև ընդհանուր աշխարհաքաղաքական և տարածաշրջանային անորոշության աճի ազդեցությամբ: Հարկ է նշել, որ ազդեցությունների գնահատականի շուրջ առկա է չափի և փոխանցման արագության առումով մեծ անորոշություն, ինչը մեծապես կախված է հակամարտության տևողությունից, դրա աշխարհագրական հնարավոր ընդգրկումից, ինչպես նաև արժեշղթաների ու տարածաշրջանային առևտրային ուղիների վրա ազդեցության խորությունից:

Չնայած վառելիքի շուկայում մատակարարումների հնարավոր խաթարումների առումով ռիսկերը թույլ են՝ պայմանավորված Իրանից Հայաստանի անմիջական կախվածության սահմանափակությամբ, այդուհանդերձ, նավթի միջազգային գների՝ ներկայիս բարձր մակարդակներում երկար պահպանման պայմաններում պետք է ակնկալել դրանց փոխանցում ՀՀ ներքին գներին: Հակամարտության սկզբից ի վեր դրա ազդեցությունը զգալիորեն ընդլայնվել է ներգրավված կողմերի սահմաններից դուրս՝ ազդելով լայն տարածաշրջանային քաղաքացիական ենթակառուցվածքների, օդային ու ցամաքային բեռնափոխադրումների վրա և, ամենակարևորը, հանգեցրել է համաշխարհային վառելիքի առաջարկի ու առևտրի խաթարմանը:

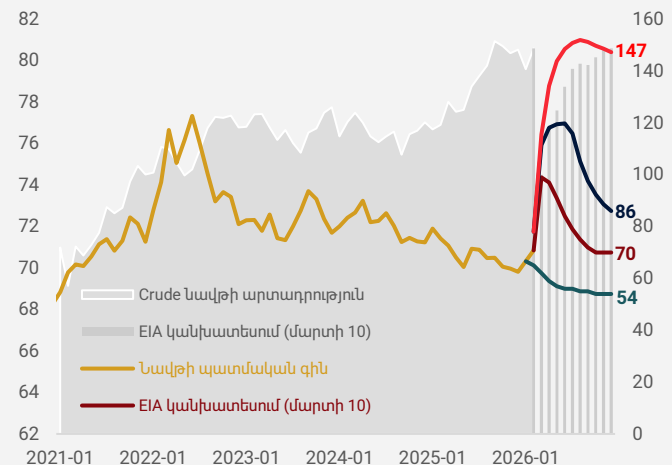
Հարկ է նշել, որ Մերձավոր Արևելքի երկրներում է արդյունահանվում նավթի և նավթամթերքի համաշխարհային մատակարարումների մոտ 20-25%-ը, որի շուրջ 15%-ն անցնում է Հորմուզի նեղուցով, որով անցանելիությունը ներկայումս զգալիորեն սահմանափակված է⁵: Ի պատասխան վերոնշյալ զարգացումների՝ էներգիայի միջազգային գործակալությունը (IEA) մարտի 11-ին հայտարարել է անդամ երկրների պահեստարաններից առաջիկայում շուրջ 400 միլիոն բարել նավթի բացթողման մասին, ինչն աննախադեպ ծավալ է գործակալության ամբողջ պատմության ընթացքում: Այդուհանդերձ, նույնիսկ այս պայմաններում նավթի գները ձևավորվում են զգալիորեն բարձր՝ մեկ բարելի դիմաց 95-105 ԱՄՆ դոլար միջակայքում, ինչը տարեկան համեմատությամբ բարձր է շուրջ 50-60%-ով: Այս պարագայում IEA-ը մարտի 12-ին հրապարակված իր ամսական զեկույցում զգալիորեն բարձրացրել է 2026 թ. համար նավթի գների կանխատեսումները: Վերջիններիս համաձայն՝ նավթի գները, կարճաժամկետ աճից հետո, տարեվերջին զգալիորեն կվերականգնվեն՝ ձևավորվելով 70 ԱՄՆ դոլարի շուրջ (գծապատկեր Ն.2.1): Սա ենթադրում է 2026 թ., նախորդ կանխատեսումների համեմատությամբ, նավթի գների միջին մակարդակի շուրջ 40% աճ: Այս սցենարի ներքո, համաձայն ՀՀ ԿԲ ընթացիկ գնահատումների, նավթի գների աճի փոխանցման ուղղակի ազդեցությունը ՀՀ ընդհանուր գնաճի վրա կկազմի շուրջ 0.6-0.8 տոկոսային կետ:

Այդուհանդերձ, հակամարտության երկար պահպանման (գծապատկեր Ն.2.1, սցենար 1) և/կամ հատկապես տարածաշրջանի երկրներում էներգետիկ ենթակառուցվածքների վնասման (գծապատկեր Ն.2.1, սցենար 2) տարբեր սցենարների պարագայում նավթի գների աճի չափը և հակամարտության ավարտից հետո դրանց վերականգնման արագությունը կարող է զգալիորեն տարբեր լինել (գծապատկեր Ն.2.1):

Իրանը նաև կարևոր տարանցիկ ուղի է դեպի Հայաստան ապրանքային հոսքերի տեսանկյունից: Ներկայումս հայ-իրանական առևտրային և լոգիստիկ շղթաների մասով համակարգային խաթարումների հստակ դրսևորումներ չեն արձանագրվել, սակայն ռիսկերն ակնհայտորեն աճել են: Տարբեր գնահատումներով՝ Հայաստանի ապրանքային առևտրի մոտ 30-40%-ն առնչվում է Մերձավոր Արևելքի և մի շարք ասիական երկրներին, որոնց համար այս ուղղությունը հաճախ ամենակարճ և տնտեսապես ամենաարդյունավետ երթուղին է: Հակամարտության խորացման դեպքում բեռնափոխադրումների ուղիների հնարավոր վերադասավորումները կարող են հանգեցնել ծախսերի Նշանակալի աճի: Ըստ ՀՀ ԿԲ ընթացիկ գնահատումների՝ լոգիստիկ վերադասավորումների պարագայում այլընտրանքային երթուղով (Իրանի նավահանգիստների փոխարեն, օրինակ՝ Վրաստանի Փոթի նավահանգստի օգտագործում) ներմուծման գնաճային ազդեցությունները գնահատվում են լրացուցիչ 0.5-0.8 տոկոսային կետ միջակայքում: Հարկ է նաև նշել, որ որոշ հայկական ապրանքների (սննդամթերք, ծխախոտ և այլն) սպառման վերջնական շուկան Մերձավոր Արևելքի երկրներն են (Իրան, Իրաք, ԱՄԷ և այլն), որոնց հետ ցամաքային կապի հասանելիության սահմանափակումը և արտահանման խնդիրները ներքին տնտեսությունում կարող են առաջացնել հակառակ թույլ գնանկումային ազդեցություններ:

Գծապատկեր Ն.2.1. Նավթի շուկայի զարգացման սցենարներ

Մլն բարել/օրական (ծախ առանցք)
ԱՄՆ դոլար/բարել (աջ առանցք)



Աղբյուրը՝ էներգետիկ տեղեկատվության վարչություն, Սենթ Լուիսի դաշնային պահուստային բանկ

Նշում: Սցենարները կառուցված են ինտելեկտուալ օգտվել են Aretzki, Jakab, Laxton, Matsumoto, Nurbekyan, Wang (2017) առաջադրականության գնահատականներից՝ հաշվի առնելով շուկայի ընթացիկ պայմանները և որոշակի կառուցվածքային փոփոխություններ վերջին տասնամյակի ընթացքում:

⁵ <https://www.iea.org/reports/oil-market-report-march-2026#overview>

Մյուս կողմից՝ իրանը շրջափելի կշիռ ունի նաև ՀՀ ներմուծման կառուցվածքում, որը վերջին տարիներին կազմում է շուրջ 7-8% (Իրանի կշիռը ՀՀ վերաարտահանումը գտած ներմուծման կառուցվածքում), որի զգալի մասը, սակայն, կազմում է բնական գազը՝ էլեկտրաէներգիայի փոխանցման համաձայնագրի շրջանակում: Այդուհանդերձ, սպառողական զամբյուղում Իրանից ներմուծվող հիմնական ապրանքները ներառում են հատկապես գյուղատնտեսական (մրգեր, բանջարեղեն), կենցաղային և սպառողական ապրանքներ:

Իրանում պարենային ապրանքների արտահանման ընթացիկ սահմանափակումների պարագայում ներմուծողները պետք է փոխարինեն մատակարարման աղբյուրները, ինչի հետևանքով կարող են դիտվել որոշակի գնաճային ճնշումներ՝ հատկապես միրգ-բանջարեղեն ապրանքախմբում: Այդուհանդերձ, այս ապրանքների ներմուծման շուկաները բավականին բազմազանեցված են, և, ՀՀ ԿԲ գնահատումների համաձայն, ներմուծման աղբյուրների փոփոխությունը կունենա թույլ գնաճային ազդեցություն՝ մոտ 0.1 տոկոսային կետի չափով: Իհարկե, առանձին պարենային և գյուղատնտեսական ապրանքների դեպքում այս ազդեցությունները կարող են նաև կանխել:

Այսպիսով՝ վերը նշված երեք առաջնային ուղիների ազդեցությունը ՀՀ ընդհանուր գնաճի վրա գնահատվում է լրացուցիչ 1.2-1.7 տոկոսային կետ միջակայքում (աղյուսակ Ն.1.1):

Հարկ է նշել, որ ՀՀ ԿԲ-ն տարածաշրջանային իրավիճակը գնահատում է տարբեր սցենարների զարգացման տեսանկյունից: Իհարկե, եթե հակամարտությունն ունենա սահմանափակ ընդգրկվածություն (ընթացիկ իրավիճակ), իսկ տևողությունը կարճ լինի, Հայաստանի տնտեսության վրա ազդեցությունը հիմնականում կարող է արտահայտվել միջազգային ապրանքային գների որոշակի աճով և լոգիստիկ ծախսերի ժամանակավոր բարձրացմամբ: Ավելի երկարատև դառնալու և/կամ շրջանակի ընդլայնման դեպքում կարող են արտահայտվել մի քանի ռիսկային սցենարներ, այդ թվում՝ ֆինանսական շուկայում տարածաշրջանային ռիսկերի վերագնահատում, առևտրային և տարանցիկ շղթաների ամբողջական խաթարումներ, զբոսաշրջային և միգրացիոն հոսքերի փոփոխություններ և այլն: Միաժամանակ, կարևոր են նաև ՀՀ գործընկեր հիմնական տնտեսություններում և, ընդհանուր առմամբ, համաշխարհային տնտեսությունում ու միջազգային պարենային շուկաներում ընթացող զարգացումները: Այս պարագայում հարկ է արձանագրել, որ արտաքին հատվածից ՀՀ փոխանցվող գնաճային ճնշումներն առաջիկայում կարող են զգալիորեն ավելանալ, այդուհանդերձ, դրանց չափը պայմանավորված կլինի ինչպես գործընկեր երկրներում, այնպես էլ ՀՀ ԿԲ-ի կողմից դրամավարկային քաղաքականության արձագանքով և դրամավարկային պայմանների համապատասխան ճշգրտումներով:

Աղյուսակ Ն.1.1. Մերձավոր Արևելքում հակամարտության սրման հնարավոր առաջնային ազդեցությունը ՀՀ ներքին գների վրա

Ազդեցության ուղի	Ազդեցությունը 12-ամսյա գնաճի վրա, տ.կ.
2026 թ. նավթի գների՝ միջինում 40% աճ	0.6-0.8
Ներմուծման այլընտրանքային ճանապարհի օգտագործում	0.5-0.8
Իրանից ներմուծվող պարենային ապրանքների փոխարինում	0.1
Ընդհանուր ազդեցություն	1.2 – 1.7

Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ գնահատականներ

Դ. Ֆինանսական շուկայի զարգացումներ

Ֆինանսական շուկայի սպասումները տոկոսադրույքի վերաբերյալ

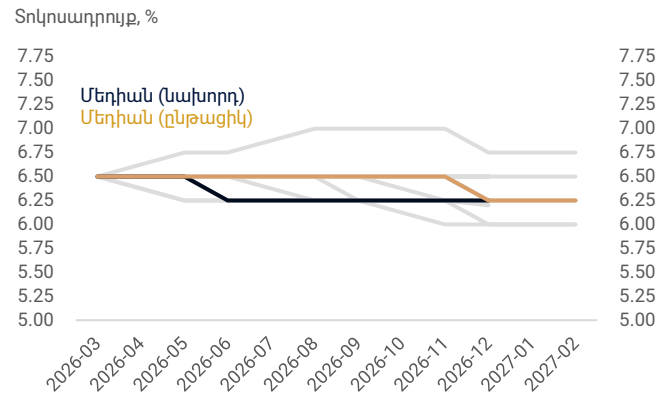
Համաձայն ՀՀ ԿԲ-ի կողմից 2026 թ. մարտի 11-ին ֆինանսական շուկայի մասնակիցների շրջանում անցկացված վերջին հարցման՝ մասնակիցները միջինում ակնկալում են, որ ԿԲ-ն փոքր-ինչ երկար կպահպանի տոկոսադրույքի ընթացիկ մակարդակը, որից հետո կիրականացնի քաղաքականության տոկոսադրույքի չափավոր նվազեցում: Սա համահունչ է շուկայի մասնակիցների՝ առաջին եռամսյակի մակրոհարցման արդյունքներին (տե՛ս Ներգիր 4), որտեղ մասնակիցները, միջնաժամկետ հորիզոնում, ակնկալում են քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազեցում (շուրջ 6.25%): Շուկայի սպասումների համաձայն՝ միջնաժամկետ հորիզոնում տնտեսական աճն ու գնաճը կկայունանան համապատասխանաբար՝ երկարաժամկետ կայուն մակարդակի և թիրախի շուրջ:

Վերջին ամիսներին եկամտաբերության կորն ամբողջ երկայնքով զգալի նվազել է: Սա կարող է պայմանավորված լինել մի շարք գործոններով, մասնավորապես՝ ա) զարգացող երկրների նկատմամբ ընդհանուր տրամադրվածության բարելավմամբ, ինչպես նաև ՀՀ-ին ներհատուկ որոշ գործոնների ազդեցությամբ, որոնք կարող էին ազդել շուկաների կողմից ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի դեպի ներքև վերազնադասման վրա, բ) կառուցվածքային, երկարաժամկետ գործոնների աստիճանական ազդեցությամբ, մասնավորապես՝ տարեսկզբից գնաճի թիրախի նվազեցման արդյունքում երկարաժամկետ գնաճային սպասումների նվազում, պետական պարտքի ուղեգծի վերաբերյալ սպասումների բարելավում, տնտեսության արտահանելի հատվածի կարողությունների ընդլայնում և հիմնարար արժեքների սպասումների ձևավորում, գ) դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության աստիճանական փոխանցում, դ) ոչ կառուցվածքային գործոններ, ինչպիսիք են, օրինակ, ներքին ֆինանսական շուկայում դրամային իրացվելիության աճը՝ հատկապես պարտադիր պահուստավորման նորմատիվի նվազեցման արդյունքում և այլն:

Չեզոք տոկոսադրույք

Տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների, ընդհանուր առմամբ, չեզոք դիրքը, աշխատաշուկայի պայմանները և գնաճային միջավայրը վկայում են նաև չեզոքին մոտ քաղաքականության դիրքի առկայության մասին: Այդուհանդերձ, չեզոք տոկոսադրույքի հիմնարար բոլոր բաղադրիչների շուրջ անորոշությունը մեծ է: Այս համատեքստում, ԱՄՆ պետական պարտքի և բյուջեի պակասուրդի զգալի աճը կարող է հանգեցնել ԱՄՆ չեզոք տոկոսադրույքի աճին: Վերջին շրջանում ՀՀ արտադրության պարտատոմսերի սփռեղները շարունակաբար նվազել են (գծապատկեր 3.Դ.6)՝ արտացոլելով թե՛ համաշխարհային, թե՛ ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների ազդեցությունը: Այս առումով՝ հիմնական անորոշությունները կապված են այն հարցի հետ, թե որքանով են զարգացող երկրներում նկատվող ընթացիկ միտումները կրում հիմնարարներով պայմանավորված գործոնների ազդեցությունը: Վերջին տարիներին ՀՀ-ում արտահանման ծավալների և արտադրական կարողությունների՝ գործընկերների համեմատությամբ ավելի բարձր աճը հանգեցրել է իրական արդյունավետ փոխարժեքի ավելի բարձր հիմնարար արժեքի և դրա սպասումների ձևավորման: Ավելին, 2025 թ. հունվարին գնաճի թիրախի նվազեցումը և 3% սահմանումը, ինչպես նաև ոչ արտահանելի կոշտ գների ցածր մակարդակում երկար պահպանումը վկայում են երկարաժամկետ գնաճային սպասումների աստիճանական նվազման և թիրախի շուրջ խարսխման մասին, ինչը ևս հիմնավորում է առավել ցածր մակարդակում չեզոք տոկոսադրույքի ձևավորումը:

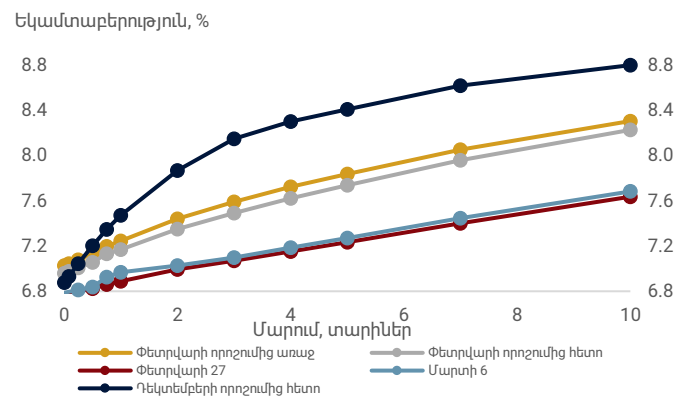
Շուկայի մասնակիցների սպասումները ցույց են տալիս ԴՎԹ տոկոսադրույքի՝ ընթացիկ մակարդակում ավելի երկար պահպանման ուղեգիծ: **Գծապատկեր 3.Դ.1.** Տոկոսադրույքի վերաբերյալ շուկայի սպասումները (11 մարտ, 2026 թ. հարցում), առևտրային բանկեր



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

Եկամտաբերության կորը ողջ երկայնքով տեղաշարժվել է ներքև:

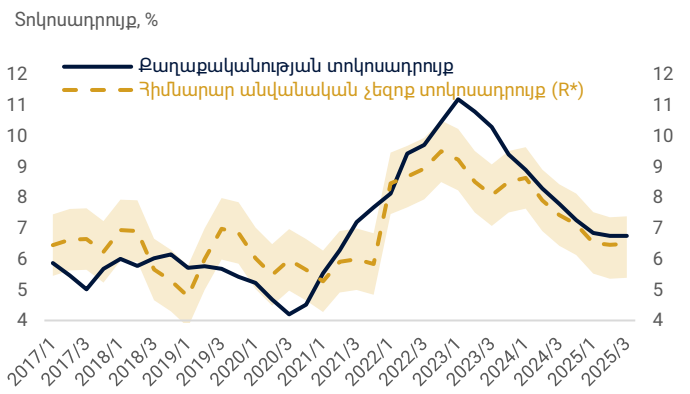
Գծապատկեր 3.Դ.2. Եկամտաբերության կոր



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

Որքան՝ խիստ են դրամավարկային պայմանները:

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



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

Վարկավորման պայմաններ

2026 թ. առաջին եռամսյակում վարկավորման ծավալների աճը ձևավորվել է բավականին բարձր մակարդակում՝ հունվարին կազմելով տ/տ 22.0%, ինչը, հավանաբար, արտացոլում է տնտեսությունում վարկերի նկատմամբ պահպանվող բարձր պահանջարկը: Տնային տնտեսություններին տրամադրվող սպառողական վարկերի բարձր աճը վկայում է ներքին պահանջարկի պայմանների հետագա ընդլայնման ներուժի առկայության մասին: Մյուս կողմից՝ չնայած հիպոտեկային վարկերի աճի տեմպերը դանդաղել են, այնուամենայնիվ, վերջին ամիսներին անշարժ գույքի գների աճի արագացումն այլ ազդակներ է նախանշում՝ մեծացնելով ոլորտի հեռանկարի շուրջ անորոշությունները: Միաժամանակ, ՀՀ ԿԲ 4-րդ եռամսյակի հարցումները ցույց են տալիս, որ սպառողական և բիզնես վարկերի պահանջարկի աճի վերաբերյալ բանկերի սպասումները որոշ չափով մեղմվել են: Բիզնես վարկավորման պայմանները, ընդհանուր առմամբ, պահպանվել են կայուն, իսկ սպառողական վարկավորման պայմանները՝ որոշակիորեն դյուրացվել: Այս առումով, վարկավորման բարձր աճի պահպանումը կարող է նպաստել կայուն սպառման և պահանջարկի պայմանների ընդլայնմանը՝ նպաստելով հնարավոր գնաճային ճնշումների ավելացմանը:

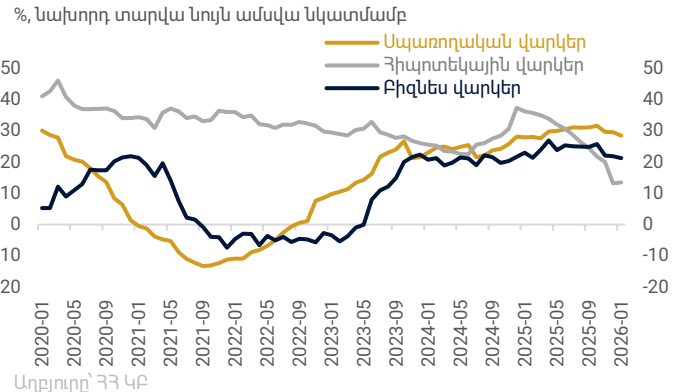
Անվանական փոխարժեք

2026 թ. հունվար-փետրվար ամիսներին ՀՀ դրամի անվանական փոխարժեքը եվրոյի և ռուբլու նկատմամբ պահպանվել է հարաբերականորեն կայուն մակարդակում, իսկ ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ դրսևորել է արժևորման միտում (գծապատկեր 3.Դ.5): Սա արտացոլում է ինչպես ներքին տնտեսության, այնպես էլ արտաքին միջավայրի ընթացիկ զարգացումները, որի արդյունքում ձևավորվող արժեզրկման և արժևորման ճնշումները հիմնականում հավասարակշռվել են: Առաջիկայում հիմնական ռիսկերն ու անորոշությունները կապված են առաջատար տնտեսություններում դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքների ուղեգծի, ՀՀ-ում ապրանքների և ծառայությունների արտահանման և առևտրի կայուն աճի հնարավորությունների, ինչպես նաև կապիտալի ներհոսքի շարունակականության հետ: Մյուս կողմից՝ տարածաշրջանում պահպանվող անորոշությունները, ինչպես նաև տնտեսությունում ավելի բարձր ներքին պահանջարկի պայմանների առկայության հնարավորությունը կարող են հանգեցնել ներմուծման աճի և որոշակի արժեզրկման ճնշումների ձևավորման:

ՀՀ երկրի կարճաժամկետ ռիսկի հավելավճարը վերջին եռամսյակներում նվազել է՝ արտացոլելով թե՛ համաշխարհային, թե՛ ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների ազդեցությունը: Մի կողմից՝ զարգացած երկրներում հարկաբյուջետային ու առևտրային քաղաքականություններից բխող անորոշության, մյուս կողմից՝ զարգացող երկրներում կառուցվածքային բարեփոխումների պայմաններում նկատվել է զարգացող երկրների նկատմամբ տրամադրվածության բարելավում: Միաժամանակ, թեև ՀՀ ռիսկի հավելավճարի զարգացումները հետևել են զարգացող երկրների ընդհանուր միտումներին, այնուամենայնիվ, վերջին ամիսներին նկատվել է նաև ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների ազդեցություն, այդ թվում՝ կապված ՀՀ-ի շուրջ անվտանգային ռիսկերի նվազման սպասումների հետ: Այս համատեքստում, հիմնական անորոշությունները կապված են այն հարցի հետ, թե որքանով են զարգացող երկրներում նկատվող ընթացիկ միտումները կրում երկարաժամկետ, հիմնարար բնույթ: Սա, իր հերթին, էական անորոշություն է ստեղծում ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի երկարաժամկետ, կայուն մակարդակի և չեզոք տոկոսադրույքի մեկնաբանման տեսանկյունից:

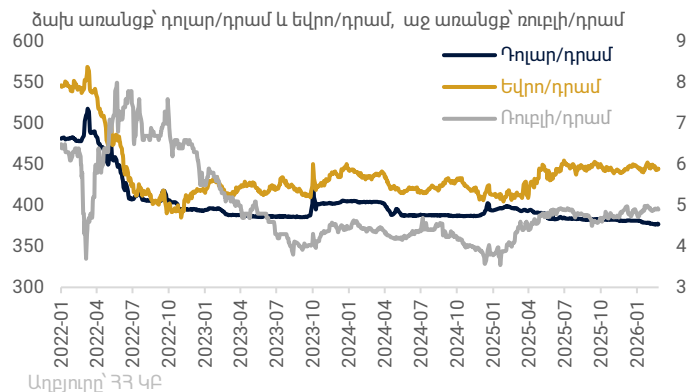
Վարկավորման շարունակական բարձր աճը կարող է վկայել ձևավորված բարձր պահանջարկի մասին:

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



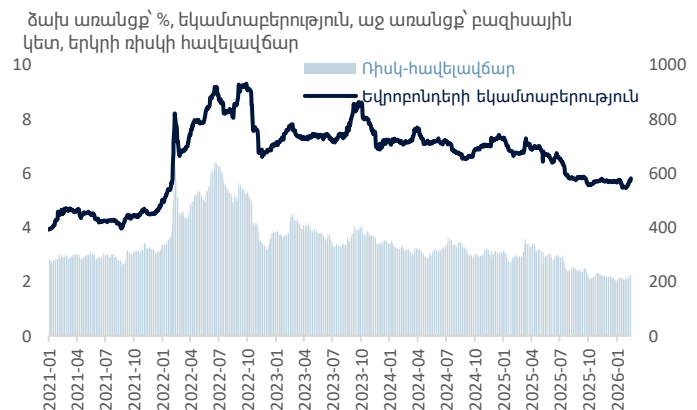
Անվանական փոխարժեքի զարգացումները կրել են մի կողմից՝ կապիտալի մեծածավալ հոսքերի և դոլարի թուլացման, մյուս կողմից՝ եվրոյի և ռուբլու արժևորման ազդեցությունը:

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



Չնայած երկրի կարճաժամկետ ռիսկի հավելավճարը շարունակում է նվազել, դրա հիմնարար մակարդակի շուրջ անորոշությունները պահպանվում են:

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



Ներգիրք 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 մասնակիցներին տնտեսական պայմանների զարգացման եզակի տեսակետի շուրջ համախմբելու փոխարեն ՀՀ ԿԲ-ն քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ շուկայի սպասումները դիտարկում է որպես քաղաքականությանը վերաբերող քննարկումների մեկնարկային կետ: Շուկայի սպասումները, ըստ էության, պարունակում են ընթացիկ տնտեսական զարգացումների, ինչպես նաև ապագա տնտեսական զարգացումների համատեքստում դրամավարկային քաղաքականության համապատասխան արձագանքի մասին կարևոր տեղեկատվություն:

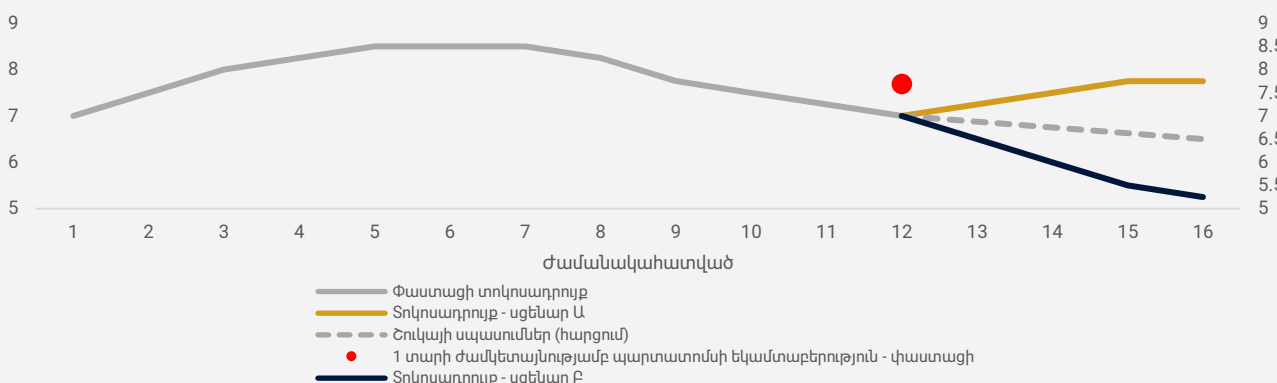
Մինչ ճկուն գնաճի նպատակադրման հայեցակարգային մոտեցումների զարգացումը, դրամավարկային քաղաքականության հաղորդակցումը հիմնականում կենտրոնացված էր ուղղակի գործողությունների, օրինակ՝ կարճաժամկետ տոկոսադրույքների սահմանման վրա: Հասարակության մեծամասնության շրջանակում, սակայն, երկարաժամկետ տոկոսադրույքների համեմատությամբ կարճաժամկետ տոկոսադրույքներն այդքան էլ մեծ շեշտադրում չունեն: Երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա համեմատաբար ավելի մեծ շեշտադրումը բացատրվում է այն հանգամանքով, որ դա այն ժամկետայնությունն է, որով տնային տնտեսություններն ու ձեռնարկությունները սովորաբար վարկեր և փոխառություններ են վերցնում կամ տրամադրում: Երկարաժամկետ տոկոսադրույքների երկու հիմնական բաղադրիչներն են ժամկետայնության ու ռիսկի հավելվածարը և քաղաքականության տոկոսադրույքի անկախվող ուղեգծը: Այս բաղադրիչներից քաղաքականության տոկոսադրույքի անկախվող ուղեգծը համեմատաբար ավելի կարևոր նշանություն ունի: Գնաճի նպատակադրման ռեժիմի որոշեցումից հետո ԿԲ տեսակետի և դրա հիմնավորման հաղորդակցման թափանցիկությունը դարձավ վերջինիս արդյունավետության անհրաժեշտ պայմանը: Առավել հստակ հաղորդակցման շնորհիվ ֆինանսական շուկաները, քաղաքականության որոշումների միջև ընկած ժամանակահատվածում, կարողացան ձեռք բերել վերահսկահատումներ 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 հավելվածարի բարձր տատանողականություն, պարտատոմսերի շուկան բախվում է իրացվելիության և բազմաթիվ այլ ցնցումների, ինչը դժվարացնում է գնային փոփոխությունների բնույթի (որ մասն է պայմանավորված շուկայի սպասումների փոփոխությամբ, որը՝ այլ գործոններով) վերաբերյալ ամբողջական ենթադրություններ անելու գործընթացը: Հաշվի առնելով վերոնշյալ՝ առաջին մոտեցմանը զուգահեռ, ՀՀ ԿԲ-ի կողմից եռամսյակային պարբերականությամբ իրականացվում է ֆինանսական շուկայի մասնակիցների (այդ թվում՝ առևտրային բանկեր, ինստիտուցիոնալ ներդրողներ, հիմնադրամների կառավարիչներ և այլն) մակրոտնտեսական հարցում: Հարցման շրջանակներում մասնակիցները ներկայացնում են միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճի, տնտեսական աճի, փոխարժեքի և քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ մակրոհամաձայնեցված կանխատեսումներ և դրանց հիմքում առկա գործոնների հիմնավորումներ: Այդուհանդերձ, ֆինանսական շուկաների կողմից տրամադրվող կանխատեսումները նույնպես զուրկ չեն սահմանափակումներից և ոչ միշտ են համընկնում շուկայի փաստացի գնաճումների 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, %



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

Ե. Սցենարների բազմություն

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

Աղյուսակ Ե.1. Սցենարների բազմության կառուցվածքը

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

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

Սցենարների բազմություն. 2026 թվականի առաջին եռամսյակ

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

Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ
Պահանջարկի ընդլայնում. – ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ առկա անորոշություն. ԱՄՆ-ում, հարկաբյուջետային կարգավորումների վերափոխումների արդյունքում, մեծացել են խթանման չափի և հատկապես երկարաժամկետ հատվածում պարտքի բեռի աճի վերաբերյալ անորոշությունները՝ հաշվի առնելով նաև մաքսատուրքային եկամուտների հետագա հավաքագրման շուրջ առկա անորոշությունը: Դա կարող է նպաստել ԱՄՆ-ում չեզոք տոկոսադրույքի աճին՝ դրանով իսկ ազդելով նաև զարգացող երկրների, այդ թվում՝ ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի վրա: – Մերձավոր Արևելքում իրավիճակի կտրուկ սրման պայմաններում տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական ռիսկերի խորացում, ինչը կարող է արտահայտվել ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի ավելացմամբ: – Սոցիալական ծախսերի զգալի աճի հետևանքով ՀՀ բյուջեի պակասուրդի և պարտքի աճ՝ երկրի ռիսկի հավելավճարի հիմնարար մակարդակի վրա համապատասխան ազդեցությամբ: – Ներքին տնտեսությունում համախառն պահանջարկի պայմանների շուրջ անորոշություններ, ձևավորված ավելցուկային պահանջարկի միջավայր և դրա պահպանում: – Գնահատվող երկարաժամկետ ներուժային մակարդակից բարձր տնտեսական աճի շարունակական արձանագրում հիմնականում պայմանավորված տնային տնտեսությունների սպառման առաջանցիկ աճով, զուգորդվելով նաև գնաճի արագացմամբ, կարող է վկայել ՀՀ տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների առկայության մասին: – Մասնավոր հատվածում կուտակված խնայողությունների և հարստության աճը, տնտեսության վարկավորման շարունակական բարձր աճերի պահպանումը, ինչպես նաև արտահանման դրական զարգացումներից ածանցվող եկամուտների կուտակումը միջնաժամկետում կարող են նպաստել պահանջարկի պայմանների ընդլայնմանը: – Առողջության համընդհանուր ապահովագրության ներդրմամբ և կենսաթոշակների ավելացմամբ պայմանավորված բյուջեի ծախսերը կարող են ձևավորվել նախատեսվածից բարձր մակարդակում՝ ընդլայնելով պահանջարկի պայմանները: – ՀՀ ապրանքների և հատկապես ծառայությունների (այդ թվում՝ զբոսաշրջություն, ֆինանսական և այլն) նկատմամբ բարձր արտաքին պահանջարկի պահպանումը կարող է տնտեսությունում ձևավորել լրացուցիչ պահանջարկ և գնաճային ճնշումներ: – Ռուս-ուկրաինական հակամարտության կարգավորման վերաբերյալ անորոշության պայմաններում ՌԴ-ի նկատմամբ կիրառված պատժամիջոցների երկար պահպանումը և հետագա խստացումը կարող է լրացուցիչ ուժեղացնել կապիտալի ներհոսքը դեպի ՀՀ տնտեսություն՝ առավելապես նպաստելով պահանջարկի և գնաճային միջավայրի ընդլայնմանը: – Գլոբալ անհաշվեկշռվածությունների և բարձր անորոշության պայմաններում կապիտալի հոսքեր դեպի զարգացող տնտեսություններ, այդ թվում՝ ՀՀ, կխթանեն սպառումը, վարկավորման աճը և ներդրումները պարունակելով առավելապես գնաճային ռիսկեր: – Բնականոն գնաճի թիրախից բարձր մակարդակում երկար պահպանումը, հաշվի առնելով նաև գնաճի համեմատաբար համատարած բնույթը պարենային ապրանքների մասով,	Պահանջարկի զսպում. – Համաշխարհային տնտեսությունում, հատկապես Եվրոգոտում և Չինաստանում, կառուցվածքային խնդիրների առկայության պայմաններում ձևավորված թույլ ներքին պահանջարկը կարող է՝ երկար պահպանվել՝ հանգեցնելով միջազգային ապրանքային և հումքային շուկաներում ցածր գնաճային միջավայրի տնական պահպանմանը: – Հաշվի առնելով ԱՄՆ-ում տնտեսական ակտիվության և աշխատանքի շուկայի պայմանների վատթարացման, ինչպես նաև ֆինանսական ակտիվների գերազնահատման ռիսկերը՝ ակտիվների գների հնարավոր արագ ճզգրտումը կարող է գնանկումային ճնշումներ ստեղծել թե՛ համաշխարհային, թե՛ ՀՀ տնտեսությունում: – Ծառայությունների և ոչ արտահանելի կոշտ գնաճի երկար պահպանումը ցածր մակարդակներում, աշխատավարձերի աճի կայունացող մակարդակը, մանրածախ առևտրի ակտիվության թույլ միտումները, ինչպես նաև տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները կարող են վկայել արդեն իսկ ձևավորված թույլ պահանջարկի միջավայրի մասին, ինչի երկար պահպանումը կարող է տնական գնանկումային միջավայրի ձևավորման ռիսկեր պարունակել: – Շինարարության ոլորտի ու անշարժ գույքի գների աստիճանական, բնականոն ճզգրտման պայմաններում նաև տնտեսության հարակից ոլորտներում աճի, պահանջարկի թուլացման ու գնանկումային ազդեցությունների ձևավորում: – Տնտեսական աճի կենտրոնացվածությունը և տնտեսության առանձին հատվածներում պարտքի բեռի անհամաչափ կուտակումը տնտեսական աճի դանդաղման ռիսկեր կարող է պարունակել: – Աշխարհաքաղաքական տարբեր հակամարտությունների շուրջ իրավիճակի սրման պայմաններում երրորդ երկրների նկատմամբ հնարավոր պատժամիջոցների սահմանումը կարող է լուրջ սահմանափակումներ ստեղծել առևտրային և կապիտալի հոսքերի տեսանկյունից՝ բացասաբար անդրադառնալով համախառն պահանջարկի պայմանների վրա ՀՀ-ում: – ՌԴ տնտեսությունում պահանջարկի նվազումը և իրական եկամուտների աճի դանդաղումը կարող են հանգեցնել հատկապես զբոսաշրջային ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկի դանդաղման՝ ստեղծելով գնանկումային ճնշումներ: – Ռուս-ուկրաինական հակամարտության հանգուցալուծման և պատժամիջոցների ամբողջական կամ դրանց մեծ մասի չեղարկման պայմաններում ՀՀ-ից կապիտալի և աշխատուժի զգալի արտահոսքի հնարավորություն, ինչը կարող է պարունակել ամբողջական պահանջարկի և, առավելապես, գնաճային միջավայրի զգալի թուլացման ռիսկեր: – ՀՀ շուրջ տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական լարվածության հնարավոր թուլացումը կարող է նպաստել երկրի ռիսկի հավելավճարի և չեզոք տոկոսադրույքի երկարաժամկետ մակարդակի՝ հիմնարարներով պայմանավորված դեպի ներքև վերափոխումներին:

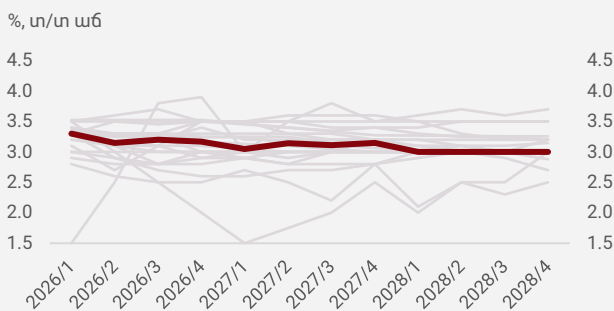
կարող է հանգեցնել գնաճային սպասումների ապախարսխման: – Տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական լարվածության հնարավոր թուլացումը պարունակում է կապիտալի հոսքերի ավելացման ռիսկեր, ինչը կարող է նպաստել տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների ընդլայնմանը: – Մերձավոր Արևելքում իրավիճակի սրման և ներկայիս բարձր անորոշության պայմաններում զարգացող երկրներից կապիտալի հնարավոր արտահոսք և ԱՄՆ դոլարի գլոբալ արժևորում: – Ֆինանսական շուկայում իրացվելիության առաջարկի աճը կարող է նպաստել վարկավորման պայմանների հետագա դյուրացմանը, ինչն իր հերթին կարող է խթանել տնտեսությունում պահանջարկը:	
Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ
Առաջարկի զսպում – Մերձավոր Արևելքում իրավիճակի կտրուկ սրման և դրա երկար պահպանման պայմաններում հնարավոր է առաջանան տարածաշրջանային արժեզրեթևների խաթարումներ՝ դրանից բխող գնաճային ճնշումներով: – Հաշվի առնելով Ռուսաստանի դերը ՀՀ ներմուծման կառուցվածքում, ինչպես նաև լոգիստիկական կապուղիների բազմազանեցման ցածր մակարդակը՝ ավելանում են ՌԴ տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ռիսկերը: – Աշխարհաքաղաքական լարվածության երկար պահպանումը և/կամ հետագա խորացումը կարող են լրացուցիչ ճնշումներ գործադրել նավթի գների և դրանց տատանողականության վրա:	Առաջարկի ընդլայնում – ՀՀ տնտեսությունում աշխատուժի առաջարկի շարունակական աճ՝ պայմանավորված ՌԴ տնտեսության միջնաժամկետ զարգացումների հետ կապված անորոշություններով և, հատկապես, ՌԴ-ում միգրացիոն քաղաքականության խստացման պայմաններում դեպի ՌԴ ՀՀ սեզոնային միգրացիայի շարունակական նվազմամբ: – Համաշխարհային տնտեսության առևտրային քաղաքականությունների սրման, միևնույն ժամանակ, Չինաստանի կողմից շարունակվող արտահանման խթանման քաղաքականության համատեքստում, առևտրային հոսքերի կտրուկ վերադասավորումների պայմաններում, համաշխարհային շուկայում գնանկումային միջավայրի ռիսկեր:

Ներդիր 4. Շուկայի ուղղորդիչ սցենար

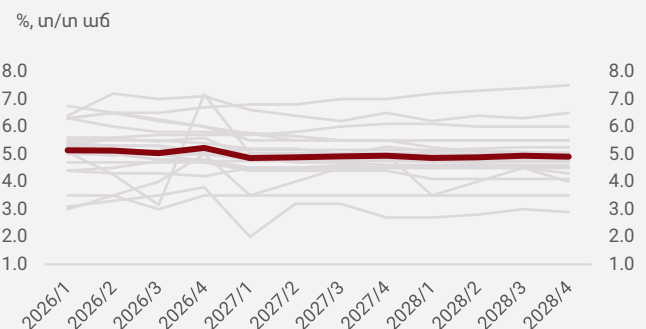
ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգի ներքո Կենտրոնական բանկն իր մակրոտնտեսական կանխատեսումները չի ներկայացնում մեկ հիմնական կամ բազային սցենարի տեսքով: Փոխարենը, հիմք ընդունելով ֆինանսական շուկայի մասնակիցների (այդ թվում՝ առևտրային բանկեր, ներդրումային ֆոնդի կառավարիչներ, ինստիտուցիոնալ ներդրողներ և այլն) եռամսյակային հարցումներից ստացվող տեղեկատվությունը, ԿԲ-ն կառուցում է մակրոտնտեսական հիմքերով (macro consistent) շուկայի ուղղորդիչ սցենար: Այդ առումով, շուկայի ուղղորդիչ սցենարը կարող է ծառայել Նույն Նպատակին, ինչին հիմնական կամ բազային սցենարը, քանի որ վերջինս ներկայացնում է շուկայի «ապագայի վերաբերյալ ամենահավանական» գնահատականը՝ հիմնված տվյալ պահի դրությամբ շուկայի մասնակիցներին հասանելի տեղեկատվության վրա: Շուկայի ուղղորդիչ սցենարի կիրառությունը ԿԲ-ին թույլ է տալիս շուկայական «ամենահավանական» սպասումներին զուգահեռ, ուշադրությունը կենտրոնացնել այն անորոշությունների, ռիսկերի ու սցենարների վրա, որոնք կարող են 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 մակրոհետևողական սցենար, որն ընդգրկի սցենարի հիմքում առկա որակական գործոնների և համապատասխան Ա և Բ տիպի ռիսկերի նկարագրությունը, ինչպես նաև առաջիկա 12 եռամսյակների կտրվածքով գնաճի, տնտեսական աճի, ՀՀ ԿԲ քաղաքականության տոկոսադրույքի և դրամ/դոլար անվանական փոխարժեքի քանակական կանխատեսումները: 2026 թվականի 1-ին եռամսյակի հարցումներն իրականացվել են հունվար-փետրվար ամիսներին: Հարցմանը մասնակցել են 17 առևտրային բանկ, 19 ներդրումային ընկերություն, 7 ապահովագրական ընկերություն, 24 վարկային կազմակերպություն:

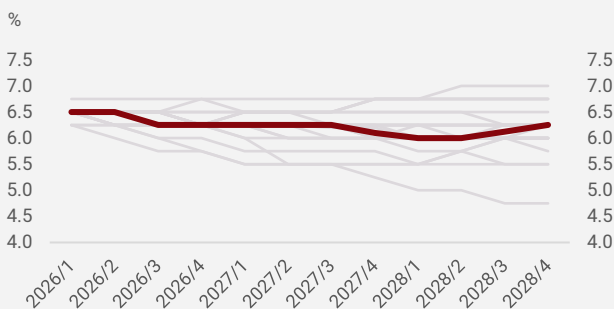
Գծապատկեր Ն.4.1. Գնաճ



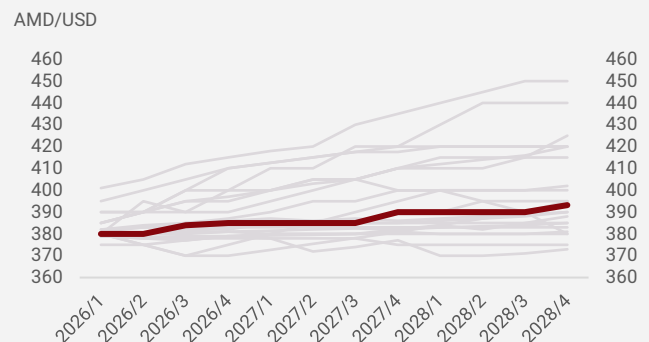
Գծապատկեր Ն.4.3. Իրական ՀՆԱ աճ



Գծապատկեր Ն.4.2. ԿԲ քաղաքականության տոկոսադրույք



Գծապատկեր Ն.4.4. Անվանական փոխարժեք



* ՀՀ ԿԲ մակրոհարցման արդյունքները ներկայացվում են որպես հարցման պատասխանների միջին (գծի), նվազագույն և առավելագույն պատասխանների միջև ընկած միջակայք (ստվածագծված պատկեր):

Աղյուսակ Ն.4.1. Հայաստանի տնտեսական աճի և գնաճի կանխատեսումներ

Աղբյուր Ամսաթիվ	ԱՄԴ Հոկտ.-25	ԿԲ մակրոհարցում 2026 թ. 1-ին եռ.	Կոնսենսուս Մարտ-26
ՀՆԱ աճ (տարեկան, %)			
2025 (փաստացի)		7.2	
2026	4.9	5.0	4.8
2027	5.5	4.9	4.3
2028	4.8	4.9	
Գնաճ (տարեկան, %)			
2025 (փաստացի)		3.3	
2026	2.8	3.0	3.2
2027	2.9	3.0	3.0
2028	3.2	3.0	

2. Դրամավարկային քաղաքականության հեռանկար

Սցենար Ա. Ներքին տնտեսությունում ձևավորված ավելցուկային պահանջարկի պայմաններ, ինչը ենթադրում է շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ

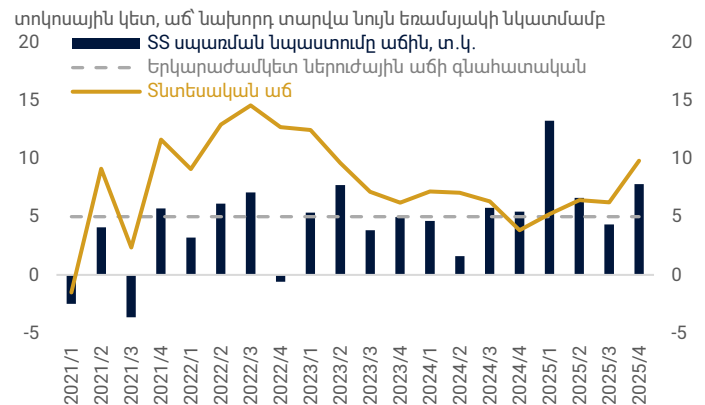
Գնահատվող երկարաժամկետ ներուժային մակարդակից զգալի բարձր տնտեսական աճի արձանագրում հիմնականում պայմանավորված տնային տնտեսությունների մասնավոր սպառմամբ, որն ուղեկցվում է նաև գնաճի արագացմամբ, վկայում է ՀՀ տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների առկայության մասին:

2025 թ. ընթացքում, հատկապես երկրորդ կիսամյակում, տնտեսական աճը ՀՀ-ում արագացել է՝ չորրորդ եռամսյակում կազմելով տ/տ 9.8%: Արձանագրված բարձր տնտեսական աճը մեծապես պայմանավորվել է տնային տնտեսությունների սպառման բարձր աճով: Այսպես՝ 2025 թ. մասնավոր սպառման իրական աճը կազմել է 10.7%, որը միջինում ավելին է, քան նախորդ՝ ավելի բարձր տնտեսական ակտիվությամբ բնութագրվող 2022 թ. և 2023 թ., իսկ միայն 2025 թ. 4-րդ եռամսյակում մասնավոր սպառման նպաստումը տնտեսական աճին կազմել է շուրջ 8 տոկոսային կետ: Սպառման աճի արագացման պայմաններում նկատվում է ընթացիկ հաշվի պակասուրդի զգալի խորացում, ինչը 2025 թ., համաձայն ՀՀ ԿԲ գնահատումների, կարող է հասնել մինչև 6.0-7.0%-ի:

Սպառման աճի բարձր տեմպերը, հավանաբար, վկայում են տնտեսությունում արդեն իսկ ձևավորված բարձր ավելցուկային պահանջարկի մասին: Սպառման նման տեմպերի պահպանումը կամ հետագա արագացումն արտացոլվում է հատկապես տնտեսության առանձին հատվածների աշխատավարձերի բարձր աճում: Վերջին շրջանում ոչ առևտրային փոխանցումների արագացումը, նախորդ տարիներին կուտակված խնայողությունների ծախսումը, ինչպես նաև վարկավորման պայմանների դյուրացումը կարող են նպաստել սպառման հետագա արագացմանը: Ի դեպ, քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազեցման պայմաններում վարկավորման տոկոսադրույքների բարձր մակարդակներում պահպանումն ինքնին ավելցուկային պահանջարկի առկայության ցուցիչ է: Հարկ է նշել, որ սպառողական վարկերի ծավալները գրեթե բոլոր ենթախմբերով շարունակում են գրանցել երկնիշ աճ: Այս համատեքստում, վերջին տարիներին ոչ ֆինանսական ակտիվների գների աճը և վարկավորման պայմանների նկատվող որոշակի դյուրացումը կարող են նպաստել վարկավորման և պահանջարկի պայմանների հետագա ընդլայնմանը:

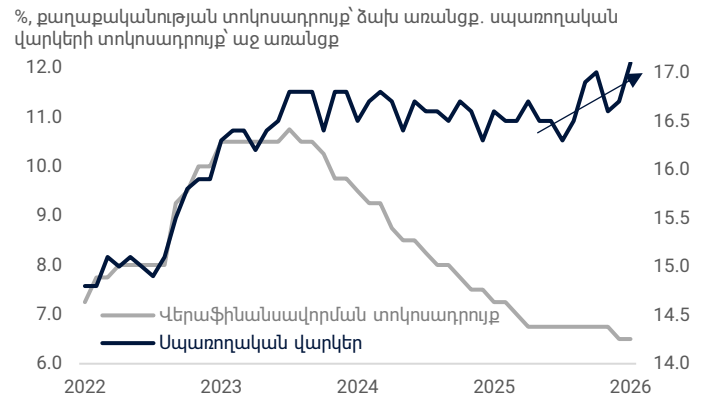
Վերոնշյալ զարգացումներին զուգահեռ, վերջին շրջանում արձանագրվում է բնականոն գնաճի (որի կազմում չեն ներառվում սեզոնային պարենային ապրանքներն ու կարգավորվող ծառայությունները) զգալի արագացում՝ փետրվարին կազմելով տ/տ 4.7%, իսկ 3ամ/3ամ տարեկանացված՝ շուրջ 5.9%: Հարկ է նաև նշել, որ բնականոն գնաճի արագացումն ըստ ապրանքախմբերի կրում է համատարած բնույթ, ինչը ևս արտացոլում է տնտեսությունում առկա ավելցուկային պահանջարկը: Այս իրավիճակում ֆինանսական շուկայի կողմից պահանջարկի պայմանների հնարավոր թերազնահատումը կարող է հանգեցնել պահանջարկի պայմանների հետագա ընդլայնման՝ իր հերթին նպաստելով տնտեսությունում գնաճային սպասումների արագացմանը: Վերոնշյալ ռիսկերի կառավարումը պահանջում է դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր ուղեգիծ՝ զսպելու տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի ձևավորումը, գնաճային միջավայրի ընդլայնումը և վերևի ուղղությամբ գնաճային սպասումների հնարավոր ապախարսխումը:

Գծապատկեր 3.2.1. Տնտեսական աճ և տնային տնտեսությունների մասնավոր սպառում



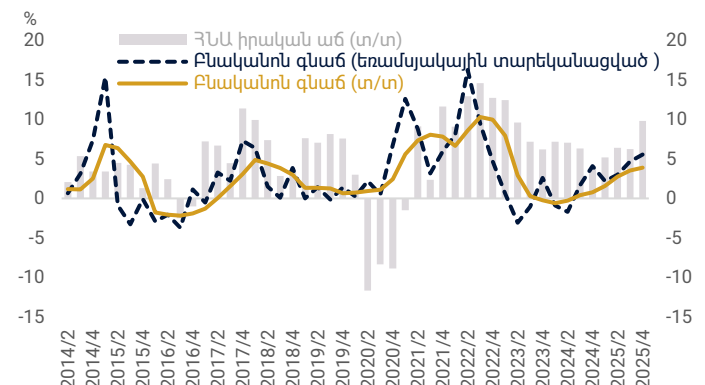
Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Գծապատկեր 3.2.2. Սպառողական վարկերի և դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքներ



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

Գծապատկեր 3.2.3. Բնականոն գնաճ և տնտեսական աճ



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ, ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Սցենար Բ. Ռիսկի հավելավճարի հիմնարար մակարդակի նվազման արդյունքում չեզոք տոկոսադրույքի ավելի ցածր մակարդակ, ինչը պահանջում է քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի արագ նվազեցում

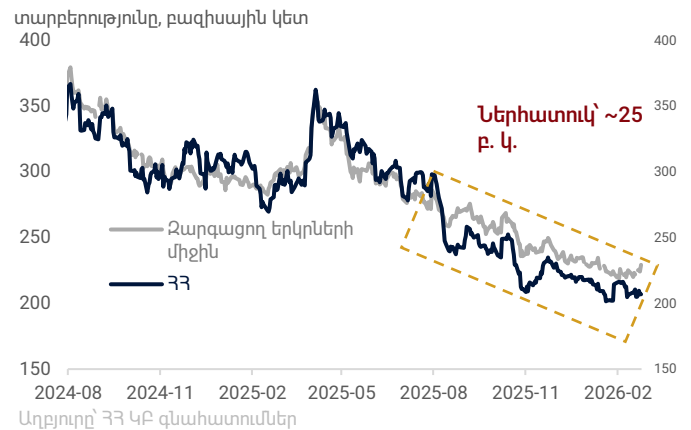
ՀՀ-ի շուրջ անվտանգային ռիսկերի թուլացումը և դրանց հետագա բարելավման սպասումները նպաստել են երկրի ռիսկի հավելավճարի հիմնարար մակարդակի և չեզոք տոկոսադրույքի կայուն նվազմանը:

Վերջին տարիների ընթացքում զարգացած երկրներում, տարբեր հակամարտությունների սրման և հատկապես ԱՄՆ-ի կողմից տնտեսական քաղաքականության վերափոխումների պայմանավորված, վատթարացել է տնտեսական հեռանկարը՝ արտահայտվելով նաև պարտքային խնդիրների խորացմամբ: Միաժամանակ, մի շարք զարգացող երկրներում մակրոտնտեսական հիմնարարների շարունակական բարելավումը, խելամիտ տնտեսական քաղաքականությունների վարման պայմաններում, հանգեցրել է զարգացող երկրների խմբում ռիսկի հավելավճարների նվազման և ներդրողների վստահության աճի: Ի հավելումս այս զարգացումների՝ աստիճանաբար թուլացել են նաև անվտանգային ռիսկերը Հայաստանի շուրջ՝ առավել նկատելի դառնալով 2025 թվականի օգոստոսի 8-ի պայմանավորվածություններից հետո Հայաստան-Ադրբեջան հարաբերությունների փաստացի և հետագա բարելավման սպասումների ձևավորմամբ: Այսպես՝ օգոստոսի 8-ից հետո հստակորեն նկատվում է մեր տնտեսությանը ներհատուկ վերոնշյալ գործոնով պայմանավորված արտարժույթային պարտատոմսերի սփրեդի առավել արագ նվազում՝ զարգացող երկրների խմբի համեմատությամբ, ինչը, ՀՀ ԿԲ գնահատումների համաձայն, կազմել է շուրջ 25 բազիսային կետ (գծապատկեր 3.2.4):

Վարկանիշային գործակալությունները ևս, որոնցից Fitch Ratings-ը 2026 թ. հունվարի 16-ին և S&P Global-ը փետրվարի 20-ին վերանայել են ՀՀ հեռանկարը՝ «կայուն»-ից դարձնելով «դրական», որը նախադրյալներ է ստեղծում հետագայում ՀՀ սուվերեն վարկանիշի հնարավոր բարձրացման համար: Հեռանկարի վերանայումը պայմանավորվել է մակրոտնտեսական հիմնարարների ամրապնդմամբ, տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական և անվտանգային միջավայրի բարելավման ներուժով, մասնավորապես՝ Հայաստանի և Ադրբեջանի միջև դիվանագիտական և առևտրային հարաբերությունների կարգավորման ուղղությամբ հետագա առաջընթացի հնարավորությամբ⁶: Երկրի սուվերեն վարկանիշի վերանայումը մեկ քայլով, ըստ Ա.Դամոդարանի գնահատման, միջինում նշանակում է երկրի ռիսկի հավելավճարի հիմնարար մակարդակի՝ ներքևի ուղղությամբ նվազում շուրջ 0.8%-ի չափով (աղյուսակ 3.2.1)⁷՝ նպաստելով նաև չեզոք տոկոսադրույքի համապատասխան նվազմանը:

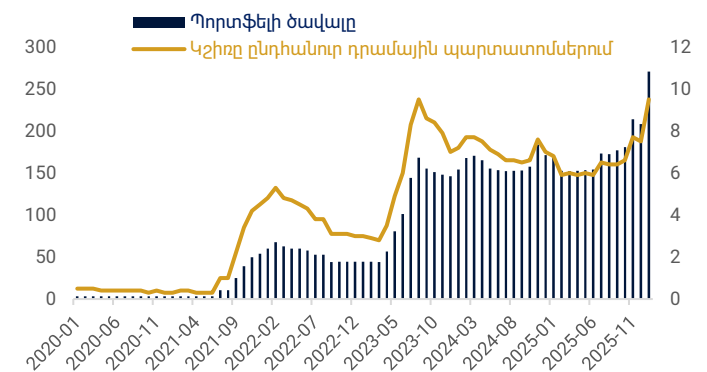
Վերոնշյալ զարգացումների և ՀՀ-ի նկատմամբ բարելավված սենտիմենտի մասին է վկայում նաև վերջին եռամսյակներում կապիտալ ներհոսքի ծավալների զգալի աճը՝ արտացոլվելով նաև դրամային պետական պարտատոմսերում ներդրումներով (գծապատկեր 3.2.5): Այս միտումները վկայում են ներկայումս ձևավորված դրամավարկային խիստ պայմանների մասին, որոնց երկար պահպանումը գնանկումային միջավայրի ձևավորման ռիսկեր է պարունակում: Հետևապես՝ այս ռիսկերի կառավարումը ենթադրում է շուկայական սպասումների համեմատությամբ տոկոսադրույքի ավելի արագ նվազեցման ուղեգիծ:

Գծապատկեր 3.2.4. Զարգացող երկրների խմբի և ՀՀ արտարժույթային պարտատոմսերի սփրեդը հարաբերականորեն ոչ ռիսկային, ուղենիշային ակտիվների նկատմամբ (SOFR):



Գծապատկեր 3.2.5. Ոչ ռեզիդենտների ներդրումները ՀՀ դրամային պարտատոմսերում

Ճախ առանցք՝ մլրդ դրամ, աջ առանցք՝ %



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Աղյուսակ 3.2.1 Ասվաթ Դամոդարանի ընթացիկ գնահատումները տարբեր վարկանիշների համապատասխան երկրի սուվերեն սփրեդի և ռիսկի հավելավճարի վերաբերյալ:

Վարկանիշ (Moody's)	Սուվերեն սփրեդ	Ռիսկի հավելավճար
Ba3 խմբի միջին	3.06%	4.66%
Ba2 խմբի միջին	2.56%	3.90%
Տարբերություն	0.5%	0.76%

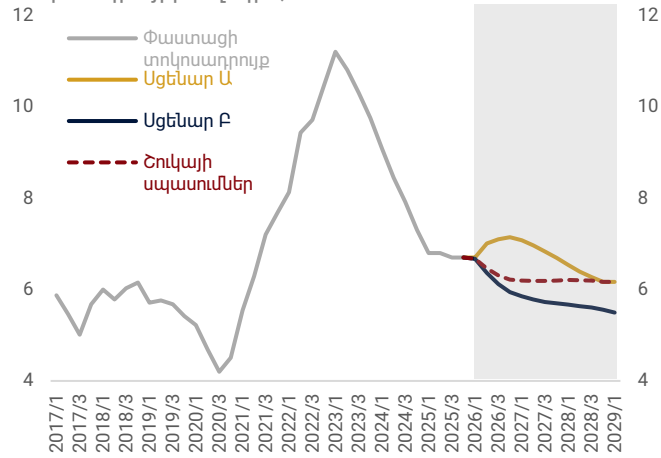
Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

⁶ <https://www.spglobal.com/ratings/en/regulatory/article/-/view/type/HTML/id/3520693>

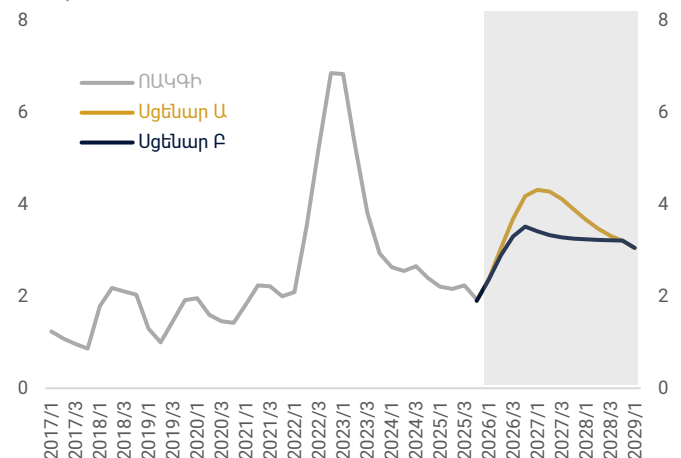
⁷ Ասվաթ Դամոդարան, Նյու Յորքի համալսարան, 2026 թ. հունվարի գնահատումներ՝ <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>:

Տիպային Ա և Բ սցենարների մակրոտնտեսական կանխատեսումների ամփոփում

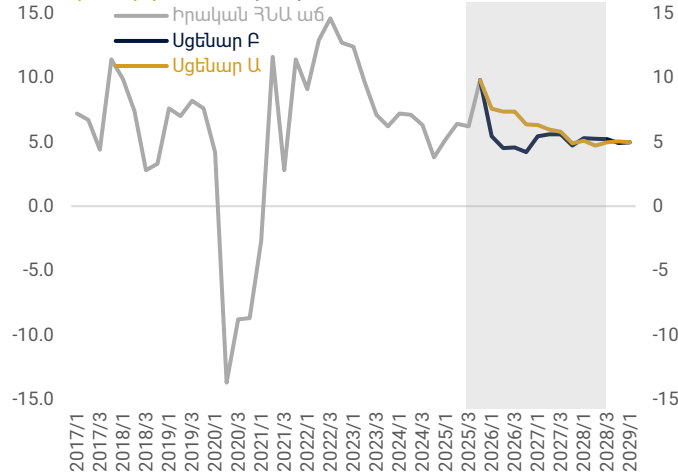
Գծապատկեր 3.2.6. Ներքին քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգիծ, %



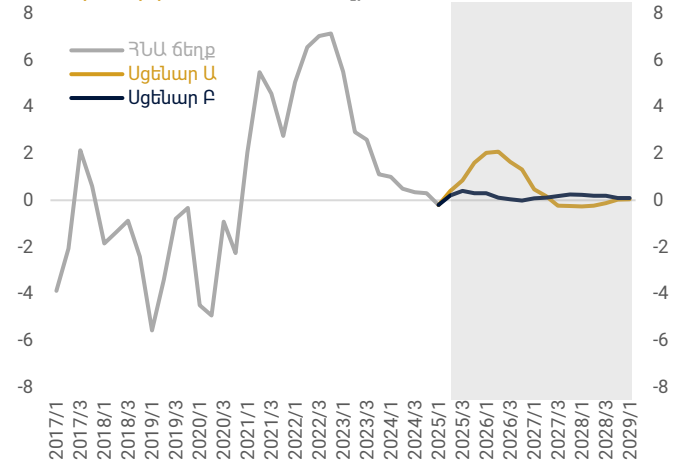
Գծապատկեր 3.2.9. Ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքս, տ/տ, %



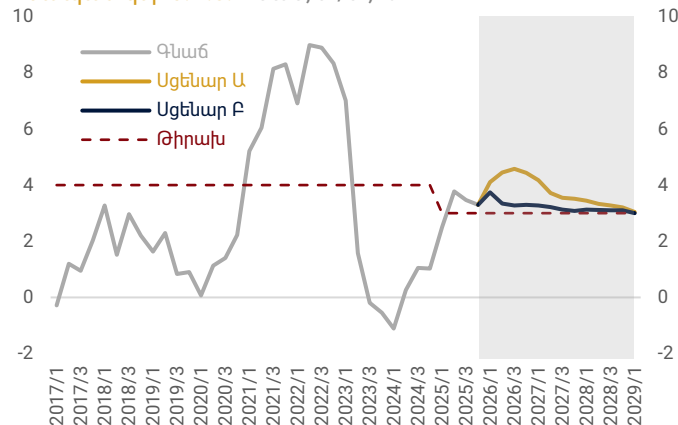
Գծապատկեր 3.2.7. Իրական ՀՆԱ աճ, տ/տ, %



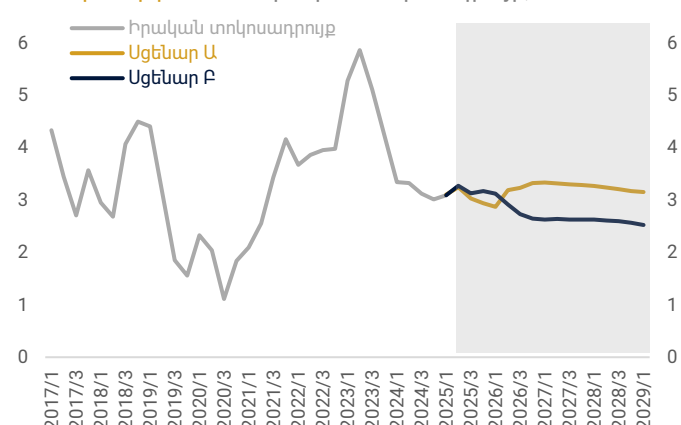
Գծապատկեր 3.2.10. ՀՆԱ ճեղք, %



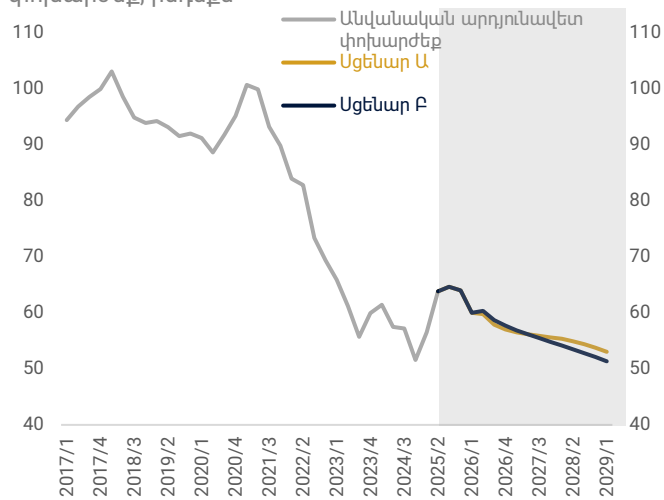
Գծապատկեր 3.2.8. Գնաճ, տ/տ, %



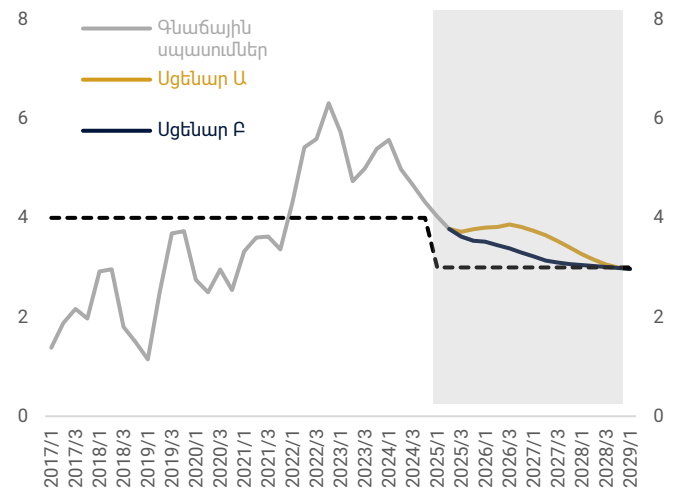
Գծապատկեր 3.2.11. Իրական տոկոսադրույք, %



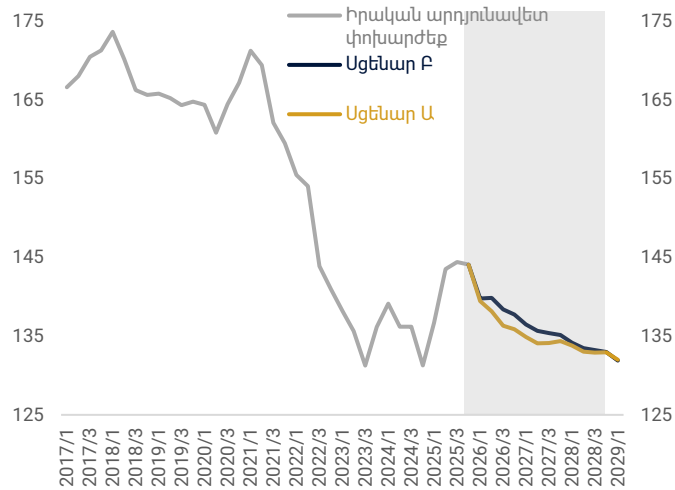
Գծապատկեր 3.2.12. Անվանական արդյունավետ փոխարժեք, ինդեքս



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	2.6	2.6	2.4	2.4	2.5	2.5	2.5	2.5
Եվրոգոտու տնտեսական աճ	%, իր. աճ	0.9	1.4	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
Ռուսաստանի տնտեսական աճ	%, իր. աճ	4.1	1.0	0.9	0.9	1.5	1.5	1.7	1.7	1.8	1.8
ԱՄՆ գնաճ	միջին, %	3.0	2.7	2.5	2.5	2.3	2.3	2.1	2.1	2.1	2.1
Եվրոգոտու գնաճ	միջին, %	2.6	2.4	1.8	1.8	1.8	1.8	1.9	1.9	2.0	2.0
Ռուսաստանի գնաճ	միջին, %	8.4	9.0	5.8	5.8	4.4	4.4	4.1	4.1	4.0	4.0
Նավթի գին	դոլար/բարել	80.5	69.1	78.6	78.6	64.4	64.4	62.3	62.3	59.9	59.9
Պղնձի գին	դոլար/տոննա	9142	9947	12029.5	12029.5	12623.9	12623.9	12915.9	12915.9	12955.5	12955.5
ՖԱՕ ինդեքս	ինդեքս	122.00	127.2	125.9	125.9	125.0	125.0	122.5	122.5	119.6	119.6
Ներքին տնտեսություն											
Գներ											
Գնաճ	տ/տ, ժամ. վերջ, %	1.5	3.3	4.4	3.3	3.5	3.1	3.2	3.1	3.0	3.0
Սպառողական գների ինդեքս	տ/տ, միջին, %	0.3	3.3	4.4	3.4	3.7	3.2	3.3	3.1	3.0	3.0
Ոչ արտահանելի կոշտ գներ	տ/տ, միջին, %	2.6	2.2	3.3	3.0	4.1	3.3	3.4	3.2	3.0	3.0
Համախառն եկամուտ											
ՀՆԱ	մլրդ. դրամ	10193.4	11317.5	12623.3	12232.5	13818.7	13272.8	14960.5	14370.9	16175.3	15532.7
ՀՆԱ	%, իր. աճ	5.9	7.2	7.1	4.7	5.7	5.3	4.9	5.2	5.0	5.0

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

		2024	2025	2026		2027		2028		2029	
		Փաստ	Փաստ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ	Սց. Ա	Սց. Բ
Պահանջարկ											
Սպառում	%, իրական աճ	5.9	9.9	7.9	5.2	5.3	4.5	4.6	4.7	4.0	4.2
Պետական սպառում	%, իրական աճ	-9.5	4.7	5.7	4.3	2.6	0.6	0.8	0.8	1.3	1.1
Մասնավոր սպառում	%, իրական աճ	8.8	10.7	7.4	6.6	5.4	5.2	4.9	5.1	4.5	4.5
Հիմն. միջոցների հմխոն կուտ.*	%, իրական աճ	11.2	15.6	20.3	25.7	8.8	12.7	7.2	5.7	5.7	4.9
Պետական ներդրումներ**	%, իրական աճ	11.8	10.4	6.2	6.2	4.3	4.3	2.1	2.1	1.8	1.8
Մասն. հիմն. միջ. հմխոն կուտ.	%, իրական աճ	11.0	13.6	17.5	23.5	12.3	12.1	6.8	5.3	5.1	4.7
Ապր. և ծառ. արտահանում	%, իրական աճ	30.9	-30.5	25.5	28.5	16.0	19.0	10.5	14.5	8.4	11.4
Ապր. և ծառ. ներմուծում	%, իրական աճ	32.7	-23.7	36.7	34.9	11.0	14.3	5.6	8.9	6.3	8.2
Ընթացիկ հաշիվ											
Առևտրային հաշվեկշիռ	մլն ԱՄՆ դոլար	-2195.0	-2928.4	-3423.9	-3064.9	-3463.8	-3007.4	-3301.1	-3105.4	-3395.1	-3316.9
Ծառայությունների հաշվեկշիռ	մլն ԱՄՆ դոլար	1463.3	1509.0	1555.8	1555.8	1602.3	1602.3	1648.3	1648.3	1693.5	1693.5
Դրամական փոխանցումներ	մլն ԱՄՆ դոլար	803.6	934.6	957.5	957.5	984.9	984.9	1013.2	1013.2	1042.4	1042.4
Ընթացիկ հաշիվ	մլն ԱՄՆ դոլար	-1194.5	-1713.7	-2066.3	-1707.3	-2042.4	-1586.0	-1810.4	-1614.7	-1829.0	-1750.7
Առևտրային հաշվեկշիռ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-8.4	-4.8	-10.5	-9.8	-10.3	-9.3	-9.2	-8.9	-8.7	-8.8
Ծառայությունների հաշվեկշիռ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	5.6	5.1	4.8	5.0	4.8	4.9	4.6	4.7	4.3	4.5
Դրամական փոխանցումներ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	3.1	3.2	2.9	3.1	2.9	3.0	2.8	2.9	2.7	2.8
Ընթացիկ հաշիվ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-4.6	-5.8	-6.4	-5.4	-6.1	-4.9	-5.0	-4.6	-4.7	-4.6
Պետական հատված***											
Եկամուտներ և դրամաշնորհներ	մլրդ դրամ	2579.2	2886	3090.9	3090.9	3352.6	3352.6	3638.2	3638.2	3939.5	3939.5
Հարկային եկամուտներ	մլրդ դրամ	2390.9	2725.2	2972.9	2972.9	3244.9	3244.9	3533.9	3533.9	3835.5	3835.5
Ծախսեր	մլրդ դրամ	2413.6	2612.6	3627.6	3627.6	3801.1	3801.1	4030.7	4030.7	4213.1	4213.1
Պակասուրդ	մլրդ դրամ	-376.1	-419.3	-536.7	-536.7	-448.5	-448.5	-392.5	-392.5	-273.6	-273.6
Եկամուտներ և դրամաշնորհներ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	25.3	25.5	24.5	25.3	24.3	25.3	24.3	25.3	24.4	25.4
Հարկային եկամուտներ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	23.5	24.1	23.6	24.3	23.5	24.4	23.6	24.6	23.7	24.7
Ծախսեր	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	23.7	23.1	28.7	29.7	27.5	28.6	26.9	28.0	26.0	27.1
Պակասուրդ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-3.7	-3.7	-4.3	-4.4	-3.2	-3.4	-2.6	-2.7	-1.7	-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 հաշվեկշիռի հոդված և չի արտահայտում համախառն կուտակման իրական ծավալները: Տե՛ս https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf

** Պետական ներդրումների փաստացի ցուցանիշները համախմբված բյուջեի կապիտալ ծախսերն են, իսկ կանխատեսումները հիմնված են տվյալ պահին առկա 2026-2028 թթ. վերանայված մակրոշրջանակի վրա:

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

Դիմումավարկային քաղաքականության զեկույց | 2026 թ. 1-ին եռամսյակ



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ