



Հայաստանի  
Հանրապետության  
Կենտրոնական բանկ

2024 թ. 1-ին եռամսյակ

# Դրամավարկային քաղաքականության զեկույց

Դրամավարկային  
քաղաքականության ծրագիր

Հրատարակման ամսաթիվ՝ 12 մարտի 2024 թ.

# Բովանդակություն

01.	Գլխավոր ամփոփագիր	3
	ա. Դրամավարկային քաղաքականության հաղորդագրություն	
	բ. Տնտեսական իրավիճակի ամփոփագիր	
02.	Դրամավարկային քաղաքականության նպատակներ և համակարգ	6
	ա. Հայտարարություն դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ նպատակների վերաբերյալ	
	բ. Դրամավարկային քաղաքականության մշակման և իրականացման ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգ	
03.	Դրամավարկային քաղաքականության հեռանկար	10
	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 հրապարակում է նաև լրացուցիչ վերլուծական նյութեր, այդ թվում՝ Տեղեկագիր, Գծապատկերներ և աղյուսակներ (ներառում են վիճակագրական գծապատկերներ և աղյուսակներ համաշխարհային և ներքին տնտեսությունում տնտեսական զարգացումների վերաբերյալ, ինչպես նաև տիպային սցենարների կանխատեսումներ), Թափանցիկության զեկույց (հնարավորություն է տալիս առավել մանրամասն ծանոթանալու ԿԲ խորհրդի կողմից դրամավարկային քաղաքականության որոշման կայացման ընթացքին):

**ԾԱՆՈՒԹՈՒՄ:** Սույն զեկույցում ներկայացված տեղեկատվությունը հիմնված է մինչև 2024 թվականի մարտի 7-ը հասանելի փաստացի տեղեկատվության վրա:



Դրամակարգային քաղաքականության զեկույց | 2024 թ. 1-ին եռամսյակ



Հայաստանի  
Հանրապետության  
Կենտրոնական բանկ

01 |

Գլխավոր  
ամփոփագիր



# Ա. Դրամավարկային քաղաքականության հաղորդագրություն

**ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշեց նվազեցնել վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը, սահմանելով 8.5%:**

2024 թ. մարտի 12-ի կիստուր ԿԲ խորհուրդը (այսուհետ՝ խորհուրդ) որոշեց քաղաքականության տոկոսադրույքը նվազեցնել 0.25 տոկոսային կետով՝ սահմանելով 8.5%: Միաժամանակ, խորհուրդը ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից տրամադրվող լուծարողային ռեպո գործիքի տոկոսադրույքը սահմանել է 10.0%, իսկ դրամական միջոցների ներգրավման գործիքի տոկոսադրույքը՝ 7.0%: Խորհուրդը գնահատում է, որ ավելի ցածր վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքն անհրաժեշտ է միջնաժամկետում գնաճի 4% մակարդակի և գների կայունության նպատակի իրագործման համար:

12-ամսյա գնաճը շարունակել է նվազել՝ 2024 թվականի փետրվարին կազմելով -1.7%: 12-ամսյա բնականոն գնաճը ևս շարունակել է նվազել՝ հունվարին կազմելով -0.4%:

Համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ազդեցությունները Հայաստանի տնտեսության վրա շարունակում են զգալիորեն թուլանալ: 2024 թվականի առաջին եռամսյակում համաշխարհային և Հայաստանի հիմնական առևտրային գործընկեր երկրների տնտեսական ակտիվությունը շարունակում է դանդաղել, իսկ տարեկան գնաճը՝ նվազել: Այնուամենայնիվ, գնաճային միջավայրը պահպանվում է բարձր մակարդակներում՝ պայմանավորված աշխատաշուկայից ածանցվող գնաճային ճնշումներով: Սպասվում է, որ առաջիկայում հիմնական գործընկեր երկրների կենտրոնական բանկերը կպահպանեն դրամավարկային քաղաքականության զսպող դիրքը, ինչը կարող է ռիսկեր ստեղծել համաշխարհային պահանջարկի կրճատման և գնաճի նվազման համար: Մերձավոր Արևելքում, աճող աշխարհաքաղաքական լարվածության պայմաններում, մատակարարման շղթաների խաթարման, ինչպես նաև Հինաստանում ֆինանսատնտեսական խնդիրների սրման հետևանքով առկա են Համաշխարհային տնտեսական աճի դանդաղման և միջազգային ապրանքահումքային շուկաներում գների տատանողականության հետ կապված ռիսկեր:

2023 թվականի չորրորդ եռամսյակում Հայաստանի տնտեսական ակտիվությունը պահպանվել է բարձր մակարդակում, ինչին շարունակել է նպաստել շինարարության և առևտրի ոլորտների բարձր աճը: Արտաքին պահանջարկը դանդաղում է, սակայն ներքին պահանջարկը շարունակում է պահպանվել համեմատաբար բարձր մակարդակներում: Հայաստանում գնաճը շարունակում է մնալ ցածր, ինչին հիմնականում նպաստել են ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից իրականացված զսպող դրամավարկային քաղաքականությունը, արտաքին հատվածից փոխանցվող գնանկումային ազդեցությունները և դրամի արժևորման հետևանքները: Միաժամանակ, աշխատուժի առաջարկի ավելացումը որոշակիորեն նպաստել է համախառն պահանջարկի և առաջարկի միջև անհավասարակշռության կրճատմանը, ինչն էլ արտահայտվել է աշխատավարձերի և կոշտ գներով աչքի ընկնող ապրանքների ու ծառայությունների գնաճի և գնաճային սպասումների նվազմամբ:

Բարձր անորոշության պայմաններում, հաշվի առնելով գների կայունության նպատակին հասնելու իր հանձնառությունը, խորհուրդն իր քննարկումների ընթացքում դիտարկում է բազմաթիվ սցենարներ: Մի կողմից՝ խորհուրդը քննարկել է սցենարներ, որոնց հիմքում առկա զարգացումները, այդ թվում՝ դեռևս պահպանվող բարձր գնաճային սպասումները, ինչպես նաև երկրի ռիսկի հավելավճարի հետ կապված անորոշությունները պահանջում են քաղաքականության ավելի կոշտ արձագանք՝ միջնաժամկետում ներքին պահանջարկը զսպելու, գնաճային սպասումները խարսխելու և գների կայունության նպատակը ապահովելու համար: Մյուս կողմից, խորհուրդը քննարկել է սցենարներ, որտեղ հնարավոր տնտեսական զարգացումները, այդ թվում՝ աշխատուժի առաջարկի շարունակական ընդլայնումը և պահանջարկի որոշակի թուլացումը, կձևավորեն ավելցուկային առաջարկ՝ հանգեցնելով գնաճի ցածր մակարդակի երկար պահպանմանը: Սա ենթադրում է քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի արագ և մեծ չափով նվազման ուղի միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճը՝ նպատակային ցուցանիշի շուրջ կայունացնելու համար:

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

Հաստատված է Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհրդի կողմից:  
12 մարտի, 2024 թ.

**Նախագահ**  
Մարտին Գալստյան

**Նախագահի տեղակալներ**  
Հովհաննես Խաչատրյան  
Արմեն Նուբեկյան

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



# Բ. Տնտեսական իրավիճակի ամփոփագիր

## Համաշխարհային տնտեսություն

2023 թ. 2-րդ կիսամյակում, չնայած գործընկեր երկրներում ոչ միանման տնտեսական զարգացումներին, համաշխարհային տնտեսությունում պահպանվել են ակտիվության դանդաղման ռիսկերը: ԱՄՆ-ում և ՌԴ-ում, չնայած դրամավարկային մարմինների կողմից վարվող զսպող դրամավարկային քաղաքականությանը, տնտեսական աճի բարձր տեմպերը պահպանվել են: Եվրոգոտու տնտեսության՝ ռեցեսիայի շեմին գտնվելու ռիսկերը, ինչպես նաև Չինաստանի դանդաղող տնտեսական աճի պարագայում ֆինանսական համակարգի կայունության վերաբերյալ մտահոգությունները շարունակում են դիտարկվել որպես համաշխարհային տնտեսության ավելի թույլ հեռանկարների հիմնական, մտահոգիչ աղբյուրներ: Միևնույն ժամանակ, Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական լարվածությունը շարունակում է որոշակի ռիսկեր պարունակել էներգակիրների համաշխարհային գների աճի տատանողականությամբ և առաջարկի արժեզրեզանցների հնարավոր խաթարման տեսանկյունից: Համաշխարհային տնտեսությունում գնաճային միջավայրը շարունակել է թուլանալ: Այնուամենայնիվ, տարբեր երկրներում աշխատաշուկայի գերտաքացած պայմանները նպաստել են բարձր պահանջարկի պահպանմանը, որի հետևանքով կոշտ գներով աչքի ընկնող ապրանքների և ծառայությունների գները շարունակել են գտնվել բարձր մակարդակներում: Գնահատվում է, որ առաջիկայում հիմնական գործընկեր երկրներում դրամավարկային քաղաքականության խիստ պայմանները կպահպանվեն: Այս իրավիճակում համաշխարհային տնտեսությունից ՀՀ տնտեսության վրա գնանկումային ազդեցությունները ևս կպահպանվեն:

## Ներքին թողարկում

2023 թ. 4-րդ եռամսյակում տնտեսական աճը պահպանվել է երկարաժամկետ կայուն տնտեսական աճի գնահատականից (5%-ի շուրջ) բարձր մակարդակում (տ/տ 7.8%): Առևտրի և շինարարության ճյուղերի բարձր աճը շարունակում է մնալ տնտեսական աճի հիմնական շարժիչ ուժը: Նույն միտումները պահպանվել են նաև հունվար ամսին (SUS՝ տ/տ 10.7%): Այնուամենայնիվ, տնտեսական աճի կառուցվածքի և որոշ ենթաճյուղերում կենտրոնացվածության միտումները տնտեսական աճի կայունության վերաբերյալ որոշակի ռիսկեր են առաջացնում: Չնայած անորոշությունների պահպանմանը, տնտեսությունում համախառն պահանջարկի և առաջարկի միջև անհավասարակշռվածությունը հետևողականորեն փոքրացել է:

## Աշխատանքի շուկա և գնաճ

Բարձր տնտեսական աճի և համախառն պահանջարկի պայմաններում աշխատաշուկայից բխող ճնշումները, թեև որոշակիորեն թուլացել են, այնուամենայնիվ, պահպանվել են բարձր մակարդակներում: Նախորդ եռամսյակների համեմատությամբ աշխատաշուկայի գերլարվածությունը որոշակիորեն թուլացել է: Արդյունքում մասնավոր աշխատավարձերի աճի տեմպը որոշակիորեն թուլացել է (4-րդ եռամսյակում տ/տ 7.9%, իսկ 2024 թ. հունվարին՝ տ/տ 6.0%)՝ պայմանավորված աշխատուժի առաջարկի աճով:

Աշխատուժի առաջարկի հետագա հնարավոր աճը (դեպի ՀՀ աշխատանքային միգրանտների ներհոսք, Արցախից բռնի տեղահանված բնակչության ինտեգրում աշխատանքի շուկային և այլն) կարող է որոշ չափով մեղմել աշխատաշուկայի պայմանները՝ միջևաժամկետում և երկարաժամկետում թուլացնելով նաև աշխատաշուկայից բխող գնաճային ճնշումները:

Գնաճային միջավայրը շարունակել է մեղմվել՝ պայմանավորված համաշխարհային տնտեսությունից ածանցվող գնաճային ճնշումների թուլացմամբ և ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությամբ: Այս համատեքստում, 2023 թ. ապրիլից սկսած, 12-ամսյա գնաճը պահպանվել է թիրախայինից ցածր մակարդակում 2024 թ. փետրվարին կազմելով -1.7%: Ոչ արտահանելի կոշտ գների աճը, որը հիմնականում բնութագրում է ներքին պահանջարկով պայմանավորված գների վարքագիծը, պահպանվել է համեմատաբար կայուն մակարդակում 2024 թ. հունվարին կազմելով տ/տ 3.0%: Միևնույն ժամանակ, արտաքին պահանջարկով պայմանավորված ծառայությունների գնաճը նվազում է:

## Դրամավարկային քաղաքականություն

ԴՎԷ զեկույցի մեջ ներկայացված տիպային Ա սցենարի (որտեղ ենթադրվում է շուկայի սպասումներից ավելի բարձր քաղաքականության տոկոսադրույք) հիմնական շարժառիթը առավել բարձր և արմատացած գնաճային սպասումների ռիսկերն են, որոնք կարող են քողարկված լինել ցածր գնաճով և միջևաժամկետ հորիզոնում գների կայունության տեսանկյունից ներկայացնել լուրջ ռիսկեր: Վերոնշյալ սցենարի պարագայում, համեմատաբար ցածր իրական տոկոսադրույքները կարող են նվազեցնել խնայելու շարժառիթները և խթանել սպառումը՝ ավելացնելով տնտեսությունում պահանջարկի ճնշումները: Այսպիսի զարգացումները կարող են հանգեցնել գնաճի արագացմանը, և ներկայիս գնանկումային պայմանների աստիճանական վերացմանը: Նման սցենարում, գնաճային սպասումների խարսխման և գների կայունության երաշխավորման նպատակով, դրամավարկային քաղաքականությունը պետք է արձագանքի շուկայի սպասումների համեմատությամբ առավել կոշտ դիրքորոշմամբ:

ԴՎԷ զեկույցի մեջ ներկայացված տիպային Բ սցենարի (որտեղ ենթադրվում է շուկայի սպասումներից ավելի ցածր քաղաքականության տոկոսադրույք) հիմնական շարժառիթը աշխատաշուկայի հնարավոր ընդլայնման ու աշխատուժի ավելցուկային առաջարկի հետ կապված ռիսկերն են: Այս սցենարը ենթադրում է, որ աշխատանքի շուկայում 2023 թ. ընթացքում նկատված միտումները (այդ թվում՝ Արցախից բռնի տեղահանված բնակչության աստիճանական ինտեգրում աշխատանքի շուկային, Հնդկաստանից աշխատանքային միգրանտների ներհոսք, աշխատուժի մասնակցության աճ և այլն) կշարունակվեն արագացված տեմպերով, ինչը կհանգեցնի աշխատուժի առաջարկի աճի՝ ավելացնելով ներուժային ՀՆԱ-ն և նվազեցնելով աշխատավարձի աճի վրա ճնշումները: Նման սցենարում չափազանց մեծ են գնանկումային ճնշումները, և, աշխատավարձերի նվազման, միջևաժամկետ հորիզոնում գնաճը կայուն կերպով թիրախին մոտեցնելու նպատակով, պետք է նախանշել շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի առավել արագ և մեծ քայլով նվազեցման ուղեգիծ:

Ընթացիկ ժամանակահատվածին բնորոշ հիմնարար ռիսկերի և անորոշությունների պայմաններում, հնարավոր ռիսկերի խելամուտ կառավարման և անորոշությունների աղբյուրների վերաբերյալ քննարկներն մտածելու ու վերլուծելու նպատակով, ՀՀ ԿԲ-ն կառուցում և դիտարկում է տարբեր սցենարներ: Քաղաքականությանը վերաբերող բնախնայողական ինչպես նաև սցենարների նկարագրված ռիսկերի հարողակցման նպատակով դիտարկվել է տիպային երկու սցենարների առավել մասնամասն ամփոփում: Տիպային այս սցենարները չեն ներկայացնում ամենախավանական ապագան, չեն կարևորում և չեն կրում որոշակի հավանականություններ հիմնական արդյունքների, ինչպես նաև ամբողջությամբ չեն ակնկալում տնտեսությանը բնորոշ բոլոր ռիսկերն ու անորոշությունները:



# 02 |

## Դրամավարկային քաղաքականության նպատակներ և համակարգ



# Դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ նպատակների վերաբերյալ

Ընդունման ամսաթիվը՝ 12 մարտի 2024 թվական

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

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

Գների կայունության նպատակի իրագործման համար Կենտրոնական բանկը մշակում և իրականացնում է դրամավարկային քաղաքականություն: Վերջինիս հիմնարար դերը տնտեսությունում գնաճի և գնաճային սպասումների խարսխումն է: Խորհուրդը վստահ է, որ միջնաժամկետ հատվածում գնաճի նպատակային 4% ցուցանիշը համադրելի է երկրում գների կայունության ապահովման նպատակի հետ: Գնաճի նպատակային ցուցանիշն արտահայտվում է սպառողական գների ինդեքսի (ՍԳԻ) միջոցով, քանի որ դա լավագույնս է արտացոլում կենսաապահովման ծախսերի, վերջնական սպառման ապրանքների և ծառայությունների գների ընդհանուր մակարդակի փոփոխության չափը, ինչպես նաև տնտեսավարողների կողմից որոշումների կայացման և պայմանագրերի կնքման հիմնական ուղեհիշն է: Այնուհանդերձ, ՍԳԻ գամբյուրում ներառված առանձին ապրանքների և ծառայությունների շուկաներում սեզոնային և արտաձին գործոնների պատճառով առաջացած գների ժամանակավոր տատանումների վրա դրամավարկային քաղաքականությունն ուղղակի ազդեցություն չի կարող ունենալ: Դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացման գործընթացում Խորհուրդը դիտարկում է նաև գնաճի այլընտրանքային ցուցանիշներ, ինչպիսիք են բնականոն գնաճի կամ ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսները, որոնք տնտեսությունում հիմնարար գնաճային միջավայրը բնութագրող օգտակար ցուցանիշներ են:

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

Շեշտադրելով միջնաժամկետ հատվածում գների կայունության և ֆինանսական կայունության նպատակների ապահովման ամառային քաղաքականությունը՝ 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 ծախսերով գնաճը միջնաժամկետ հորիզոնում (12 եռամսյակների ընթացքում) նպատակային ցուցանիշին մոտեցնելու համար:

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

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

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

# Դրամավարկային քաղաքականության մշակման և իրականացման ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգ

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

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

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

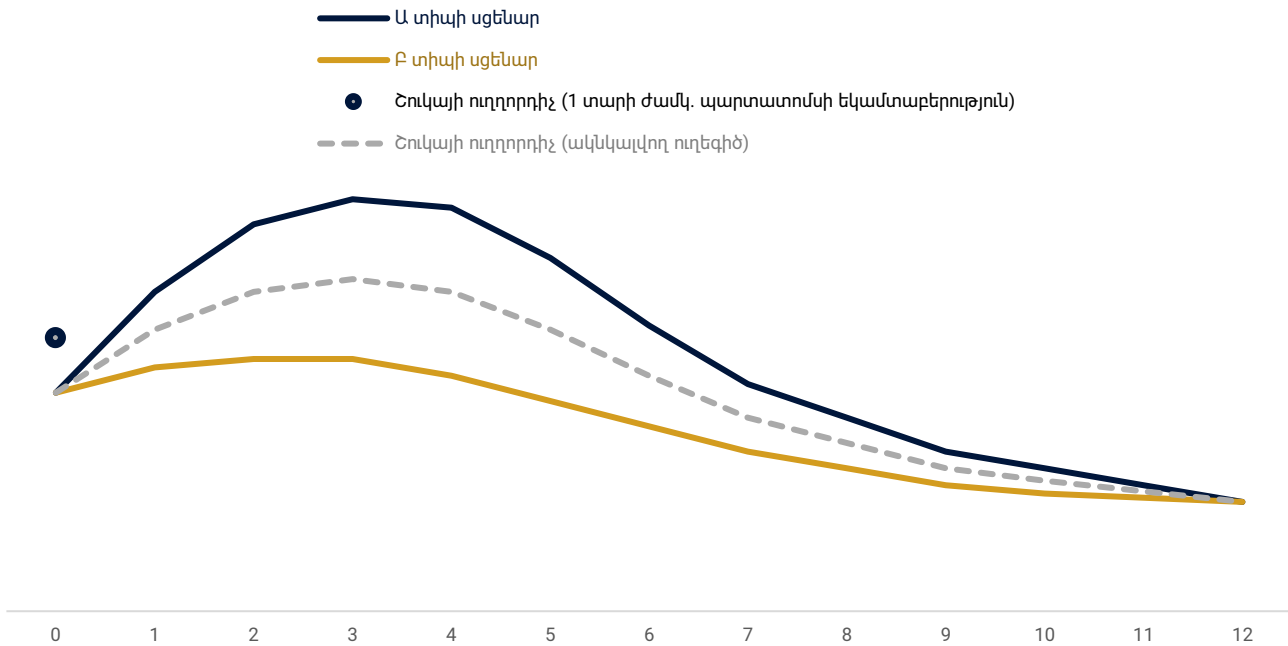
դրամավարկային քաղաքականության հստակ ուղղություններ և ոչ թե վերացական կամ անիրատեսական ռիսկերը նկարագրող սցենարներ: Վերոնշյալ սցենարները մշակվում են հետևյալ տրամաբանությամբ.

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

**Ա տիպի սցենարներ (Case A)**, որտեղ ենթադրվում է շուկայի սպասումներից ավելի բարձր քաղաքականության տոկոսադրույք: Սա ներառում է վերևի ուղղությամբ այնպիսի գործոններ (ռիսկեր, անորոշություններ), որոնք տնտեսությունում կարող են ձևավորել ավելի գնաճային միջավայր:

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

## Գծապատկեր 2.1. Քաղաքականության տոկոսադրույքի սցենարային ուղեգծեր



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

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

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



## Ձեկույցի կառուցվածքը

Դրամավարկային քաղաքականության զեկույցը սկսվում է Գլխավոր ամփոփագրով (դրամավարկային քաղաքականության հաղորդագրությունը): Այն 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 ակտիվների քաղաքականության» հայեցակարգի և համակարգի ներքո ռիսկերի կառավարման մոտեցման արդյունքները: Վերջինս կազմված է դրամավարկային քաղաքականության ընթացիկ փուլի համար առավել իրատեսական և կարևոր սցենարների բազմությունը ամփոփող աղյուսակից, որը կառուցվել է՝ հաշվի առնելով ԿԲ խորհրդի, դրամավարկային քաղաքականության թիմի, ինչպես նաև շուկայի մասնակիցների հիմնական ռիսկերի, անորոշությունների և մտավախությունների վերաբերյալ տեղեկատվության հիման վրա: Այս համատեքստում, դրամավարկային քաղաքականության զեկույցը ներկայացնում է երկու (կամ ավելի) տիպային սցենարներ, որոնք ընդգրկում են նաև սցենարներում դիտարկված գործոնների պայմաններում գների կայունության ապահովման նպատակով դրամավարկային քաղաքականության համապատասխան արձագանքը:

ԿԲ-ի կողմից դրամավարկային քաղաքականության զեկույցը հրապարակվում է Խորհրդի կողմից դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացման նույն օրը: Դա հնարավորություն է տալիս օպերատիվ կերպով հանրությանը տրամադրելու դրամավարկային քաղաքականության որոշման հիմքում առկա վերլուծությունների և մտածողության վերաբերյալ բավարար մանրամասներ: Դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացմանը հաջորդում է ԿԲ նախագահի մամուլի ասուլիսը, որից հետո հրապարակվում է նաև զեկույցի Դրամավարկային քաղաքականության թափանցիկության հատվածը: Այն ներառում է դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի որոշման նիստի արձանագրությունը, իսկ

2024 թվականի հունիսից կընդգրկի Խորհրդի անդամների քվեարկության վերաբերյալ անվանական տեղեկատվություն: 2024 թվականի սեպտեմբերից սկսած՝ Թափանցիկության զեկույցը կներառի նաև Խորհրդի յուրաքանչյուր անդամի՝ դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ քվեարկության հիմնավորումը:

## Ծանուցում

Սույն զեկույցում ներկայացված տեղեկատվությունը հիմնված է մինչև 2024 թվականի մարտի 7-ը հասանելի փաստացի տվյալների, ԿԲ-ի կողմից անցկացված հարցումների արդյունքների, ինչպես նաև մակրոտնտեսական միջավայրի հետագա զարգացումների վերաբերյալ ձևավորված դատողությունների վրա:

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

Դրամավարկային քաղաքականության զեկոյց | 2024 թ. 1-ին եռամսյակ



Հայաստանի  
Հանրապետության  
Կենտրոնական բանկ

03 |

Դրամավարկային  
քաղաքականության  
հեռանկար



# Ա. Համաշխարհային տնտեսության զարգացումներ

## ԱՄՆ-ի տնտեսության զարգացումներ

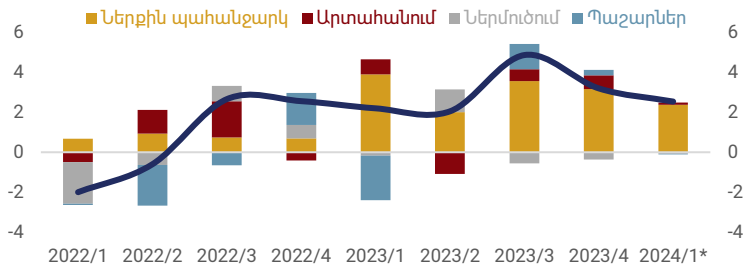
ԱՄՆ-ի տնտեսությունը 2023 թ. 4-րդ եռամսյակում պահպանել է աճի բարձր տեմպերը, ինչը, ակնկալվում է, կշարունակվի նաև 2024 թ. առաջին եռամսյակում։ Ատլանտայի ԴԴՀ GDPNow-ի գնահատականներով եռամսյակային աճը սպասվում է 2.5%: Խնայողությունների ցածր մակարդակի (մինչհամավարակային մակարդակից 3.7 տոկոսային կետով ցածր) և գերտաքացած աշխատաշուկայով (3.7% գործազրկության մակարդակ, որը ցածր է NAIRU-ի մի շարք գնահատականներից) պայմանավորված աշխատավարձերի աճի բարձր տեմպերի պարագայում (5%, գծապատկեր 3.Ա.2) ՀՆԱ աճին հիմնականում նպաստել է սպառման աճը (4-րդ եռամսյակի 3.2% աճի 2 տոկոսային կետ-ն ապահովվել է մասնավոր սպառման աճի հաշվին)։ Այս գործոնները, զուգորդվելով տնային տնտեսությունների հարստության Նշանակալի աճով, ենթադրում են պահանջարկի աճի բարձր տեմպերի պահպանում և գնաճային միջավայրի ընդլայնում (գծապատկեր 3.Ա.2)՝ հաշվի առնելով նաև այն հանգամանքը, որ ԱՄՆ-ի տնտեսությունը կշարունակի գրանցել տնտեսական ներուժի աճի գնահատականից (1.8-2%) բարձր աճ։ Նշված գործոնները որոշակիորեն կաշկանդում են ԴԴՀ-ի կողմից տոկոսադրույքների նվազեցման վճռականությունը՝ արտահայտվելով նաև ֆինանսական շուկայի տոկոսադրույքների իջեցման ուղու վերաբերյալ սպասումներում (2024 թ. հունվարի համեմատությամբ ներկայումս շուկաները տարվա համար ակնկալում են տոկոսադրույքի նվազեցման երեք փուլ)։

Բնականոն գնաճի այլընտրանքային ցուցանիշները՝ Ատլանտայի դաշնային պահուստային բանկի կոշտ գներով աչքի ընկնող ապրանքախմբերի գները և աշխատավարձերի աճը, ի տարբերություն ԴԴՀ նախընտրած և թիրախավորած ցուցանիշի՝ անձնական սպառման ծախսերի ցուցանիշի, չեն գրանցել էական գնանկում (գծապատկեր 3.Ա.2)։ Եթե կոշտ գներով ապրանքախմբերի գներն ավելի լավ արտացոլեն գնաճի հիմքում ընկած փոփոխությունները, ապա ԴԴՀ ներկայիս քաղաքականության դիրքորոշումը կգնահատվի ոչ այնքան զսպող։ Մյուս կողմից՝ գնաճը և տնտեսական աճը կարող են մոտ լինել իրենց երկարաժամկետ մակարդակին՝ արտահայտվելով համեմատաբար ցածր PCE գնաճով և բարձր արտադրողականությամբ։ Սա կարող է ենթադրել տնտեսության դանդաղման էական ռիսկեր՝ պայմանավորված ֆինանսական խիստ պայմաններով, որոնց ազդեցությունը իրական տնտեսության վրա դեռևս լիովին չի փոխանցվել։

Վերոնշյալ ռիսկը նկարագրող վստահելի ցուցանիշ է բանկերի վարկավորման պայմանների վերաբերյալ ԴԴՀ հարցումը, որի համաձայն այն 2023 թ. բարձրացել է պատմականորեն տնտեսական անկման սկիզբ ազդարարող մակարդակին մոտ (գծապատկեր 3.Ա.3)։ Չնայած վերջին շրջանում վարկային պայմանների խստացման տեմպի որոշակի դանդաղմանը, դրանք շարունակում են մնալ խիստ։ Տնային տնտեսությունների հաշվեկշռի վերոնշյալ զարգացումները կարող են որոշակիորեն չեզոքացնել վարկային պայմանների խստացման ազդեցությունը։ Ավելին, այս փուլում քաղաքականության փոխանցումային ազդեցության լազերը կարող են լինել ավելի երկար, և ցանկացած պահի, հնարավոր է, դիտարկվի տնտեսական ակտիվության կտրուկ անկում գնաճի ավելի արագ դանդաղման հետևանքով։

Սպառմամբ պայմանավորված տնտեսական աճին նպաստում է համախառն պահանջարկը, որը, ըստ գնահատումների, գերազանցում է տնտեսության արտադրական կարողությունները։

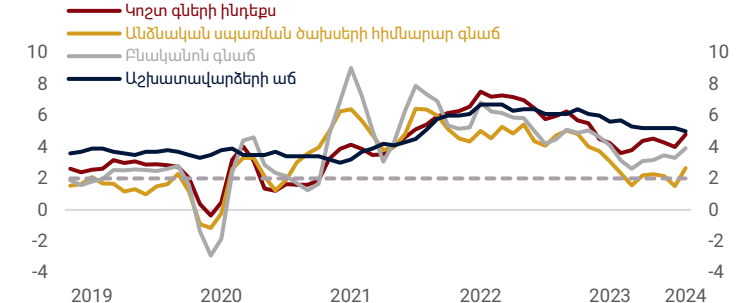
**Գծապատկեր 3.Ա.1.** Համախառն ներքին արդյունքի իրական աճն ըստ ծախսային բաղադրիչների %, եռամսյակային, տարեկանացված



Աղբյուրը՝ Տնտեսական վերլուծությունների բյուրո (BEA), Ատլանտայի պահուստային բանկ  
Նշում։ 2024 թ. 1-ին եռամսյակի տվյալները նախնական են՝ ըստ Ատլանտայի պահուստային բանկի «GDPNow» գնահատականի։

Գնաճի ցուցանիշներն իրարից տարբերվող ազդակներ են հաղորդում տնտեսությունում կուտակված պահանջարկի և գնաճային ճնշումների վերաբերյալ։

**Գծապատկեր 3.Ա.2.** Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները %, եռամսյակային, տարեկանացված



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

Վարկավորման խիստ պայմաններն առաջացնում են սպասվող հնարավոր ռեցեսիայի հետ կապված մտահոգություններ։

**Գծապատկեր 3.Ա.3.** Վարկավորման պայմանները խստացնող բանկերի տեսակարար կշիռը, %



Աղբյուրը՝ Բանկերի վարկավորման պայմանների վերաբերյալ ԴԴՀ հարցումը

## Եվրոգոտու տնտեսության զարգացումներ

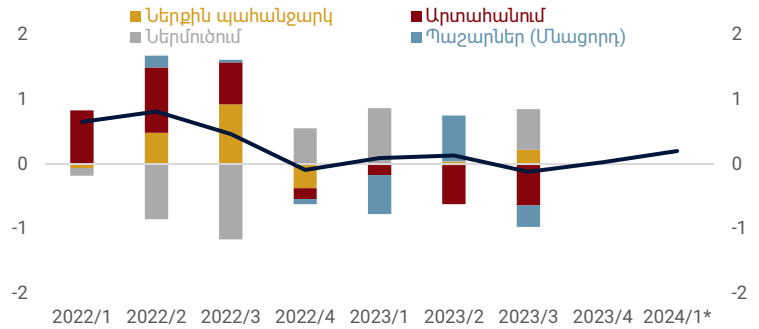
Եվրոգոտու տնտեսությունը դեռևս շարունակում է գտնվել ցածր աճի միջավայրում, իսկ հիմնարար գնաճային ճնշումների պահպանման պարագայում մեծացնում է անորոշությունները բարձր տոկոսադրույքների պահպանման շուրջ: 2023 թ. չորրորդ եռամսյակում Եվրոգոտու տնտեսական աճը եռամսյակային տարեկանացված կտրվածքով կազմել է 0,0%՝ որոշակիորեն խուսափելով տեխնիկական անկումից (գծապատկեր 3.Ա.4): Տնտեսական միության PMI ցուցանիշները մատնանշում են, որ տնտեսական աճի վատթարացումը մեծապես պայմանավորված է էներգետիկ ցնցումներից դեռևս վերականգնվող մշակող արդյունաբերության կրճատմամբ, մինչդեռ ծառայությունների ոլորտը մնում է համեմատաբար կայուն:

Չնայած մասնավոր սպառման ցածր մակարդակին՝ գնաճային այնպիսի գործոններ, ինչպիսին է ծառայությունների գնաճը, դեռևս մնում են բարձր մակարդակում՝ որոշակիորեն պայմանավորված աշխատավարձերի բարձր աճով (գծապատկեր 3.Ա.5): Աշխատաշուկայի շարունակում է մնալ «գերտաքացած», գործազրկությունը պահպանվում է ռեկորդային ցածր մակարդակում (2024 թ. հունվարին՝ 6,4%), իսկ թափուր աշխատատեղերի գործակիցը 2023թ. 4-րդ եռամսյակի դրությամբ պահպանվում է 2,9%-ի շուրջ: Ավելին, տնային տնտեսությունների խնայողությունների և համավարակի ժամանակաշրջանից կուտակված հարստության պաշարները կարող են հետագայում խթանել պահանջարկը և խթանել գնաճի կայուն վերադարձը 2% թիրախային մակարդակին: Արդյունքում, հաշվի առնելով բնականոն գնաճի դեռևս բարձր մակարդակը և տնային տնտեսությունների բարձր հաշվեկշռային ցուցանիշները, պահանջարկի որոշակի արագացումը կարող է խոչընդոտել գնաճային պայմանների կայունացումը:

Չնայած տնտեսական աճի ակնկալվող վերականգնմանը (արդյուսակ 3.Ա.2.) Եվրոգոտու աճը ԱՄՆ-ի համեմատությամբ զգալիորեն ցածր է: Այնուամենայնիվ, երկու տնտեսություններն էլ բախվում են քաղաքականության մարտահրավերի, որոնց ազդեցությամբ տնտեսական անկման համահունչ վարկավորման խիստ պայմանները կարող են նյութականանալ և արագ տարածվել տնտեսության տարբեր ճյուղերում: Օրինակ, ներկայիս մակրոտնտեսական պայմաններն ազդում են ավելի ցածր վարկանիշով ձեռնարկությունների վրա՝ վերջին մի քանի եռամսյակների ընթացքում հանգեցնելով սնանկացումների աճի (գծապատկեր 3.Ա.6), իսկ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի ավելի թույլ հատվածի վարկային սպրեդներն աճում են: Արդյունքում՝ ֆինանսական վատթարացումից ածանցվող գործոնները կարող են Եվրոգոտուն զցել ցածր գնաճային ծուղակի մեջ: Տնտեսական հեռանկարի վերաբերյալ բարձր անորոշությունը կարող է պահպանվել այնքան ժամանակ, քանի դեռ իրական տնտեսության, հատկապես՝ աշխատաշուկայից և վարկային շուկաներից բխող վերոնշյալ գործոնները նախանշում են տնտեսական զարգացման տարբեր հեռանկարներ:

Բարձր գնաճի և ցածր տնտեսական աճի միջավայրը ԵՄ-ում էական երկընտրանք է առաջացնում ԵԿԲ-ի համար:

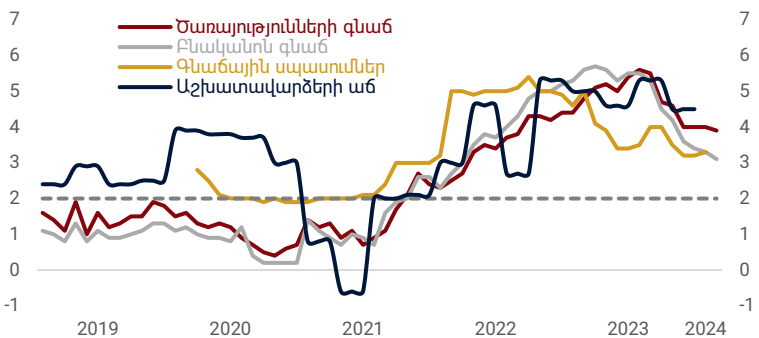
**Գծապատկեր 3.Ա.4.** Համախառն ներքին արդյունքի իրական աճն ըստ ծախսային բաղադրիչների %, եռամսյակային, տարեկանացված



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

Գնաճի ցուցանիշներն իրարից տարբերվող ազդակներ են հաղորդում տնտեսությունում կուտակված պահանջարկի և գնաճային ճնշումների վերաբերյալ:

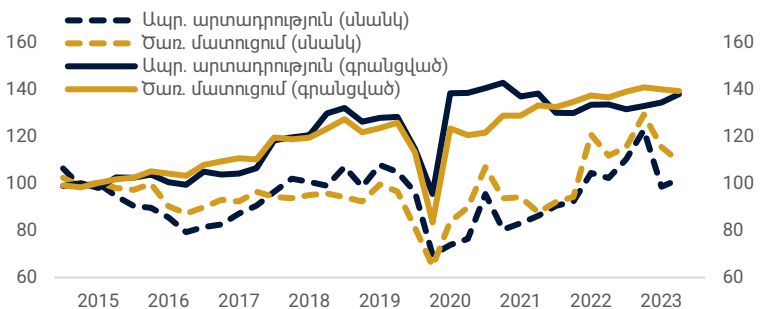
**Գծապատկեր 3.Ա.5.** Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները %, Նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ



Աղբյուրը՝ Եվրոստատ

Վարկավորման խիստ պայմանները ԵՄ-ում ևս էական բացասական ազդեցություն կարող են ունենալ առանց այն էլ ցածր տնտեսական աճի վրա:

**Գծապատկեր 3.Ա.6.** Նոր գրանցված և սնանկ (անվճարումակ) ճանաչված կազմակերպությունները %, 2015 = 100, սեզոնային հարթեցված



Աղբյուրը՝ Եվրոստատ

## ՌԴ տնտեսության զարգացումներ

Ռուսաստանի տնտեսությունը 2023 թ. 4-րդ եռամսյակում աճել է մոտ 4,8%-ով (գծապատկեր 3.Ա.7): Նման աճը պայմանավորված է մեծածախ, մանրածախ առևտրի և ծառայությունների, ինչպես նաև մշակող արդյունաբերության (հատկապես ռազմական ոլորտի) և շինարարության ճյուղերի բարձր ակտիվությամբ: Բարձր պահանջարկի միջավայրը պայմանավորված է «գերտաքացած» աշխատաշուկայով, որտեղ գործազրկության մակարդակը ռեկորդային ցածր է, իսկ իրական աշխատավարձերը շարունակում են աճել արագ տեմպերով, մինչդեռ արտադրական կարողությունների օգտագործումը հասնում է պատմական առավելագույնին: Այս համատեքստում, ներքին պահանջարկը գերազանցում է տնտեսության արտադրական կարողությունները:

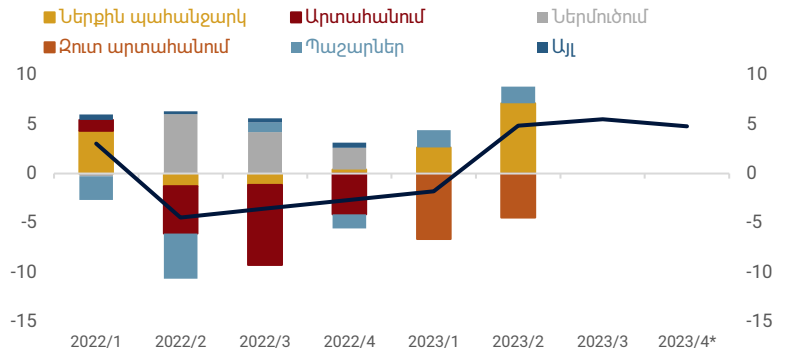
Թեև 2023 թվականի չորրորդ եռամսյակում նկատվել է գնաճի որոշակի դանդաղում, աշխատուժի զգալի պակասով պայմանավորված առկա է զգալի անորոշություն այդ միտումների կայունության ուղղությամբ: Աշխատաշուկայից ածանցվող իրական աշխատավարձի բարձր աճը (գծապատկեր 3.Ա.8) կարող է պահպանել գնաճային ճնշումները և հանգեցնել դրամավարկային պայմանների հետագա խստացմանը, թեև Ռուսաստանի բանկը փետրվարին անփոփոխ է թողել վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը:

Ռուսաստանում գնաճի և գնաճային սպասումների բարձրացման շուրջ անորոշությունները պայմանավորվում են նաև պաշտպանական ծախսերի զգալի աճով (2024 թ-ին՝ շուրջ 30%): Ընդհանուր առմամբ, Ռուսաստանի պետական բյուջեի ծախսերը ընթացիկ տարվա համար խթանող են և միջնաժամկետ հորիզոնում կարող են լինել ավելի գնաճային: Այս գործոնները նպաստում են նաև տնտեսական աճին, որն ուղեկցվում է մասնավոր պահանջարկի արագացմամբ՝ նպաստելով արտաքին առևտրային հավելուրդի արագ նվազմանը, ճնշում գործադրելով փոխարժեքի վրա:

Ռուսաստանի տնտեսությունը շարունակում է մնալ խոցելի նավթի շուկայի զարգացումներից: Նավթի գները որոշակիորեն աճել են՝ պայմանավորված Մերձավոր Արևելքում առկա աշխարհաքաղաքական անորոշություններով, ինչպես նաև ՕՊԵԿ+-ի երկրների (ներառյալ Ռուսաստանը) կողմից նավթի արդյունահանման շարունակական «կամավոր» կրճատումներով, որոնք ուժի մեջ են մինչև 2024 թվականի վերջ: Այնուամենայնիվ, Չինաստանի անորոշ տնտեսական իրավիճակը կարող է հանգեցնել ապրանքահումքային շուկաներում պահանջարկի անկմանը, եթե անշարժ գույքի և ֆինանսական շուկաներում ճգնաժամը նման լինի ԱՄՆ-ի անշարժ գույքի շուկայի ճգնաժամին, ինչը հանգեցրել էր Համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամի:

Համախառն պահանջարկի աճն առաջանցիկ է արտադրական կարողությունների աճի նկատմամբ – ՌԿԲ:

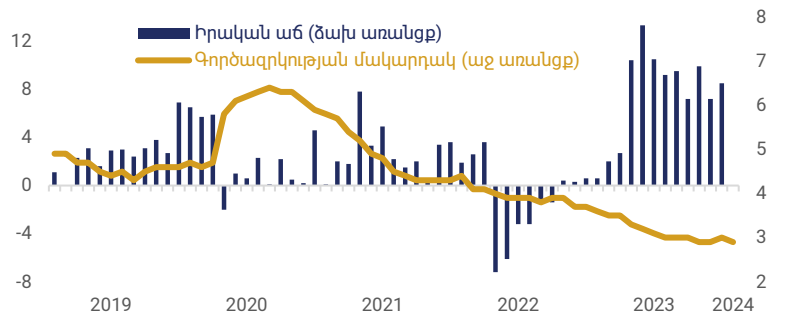
Գծապատկեր 3.Ա.7. Համախառն ներքին արդյունքի իրական աճն ըստ ծախսային բաղադրիչների %, Նախորդ տարվա նույն եռամսյակի նկատմամբ



Աղբյուրը՝ Ռուսաստանի բանկ  
Նշում: 2023/4-ի աճը նախնական գնահատական է:

Գործազրկության ցածր մակարդակը և աշխատավարձերի բարձր աճն արտացոլում են աշխատուժի առաջարկի պակասուրդը, որը սահմանափակում է արտադրական կարողությունների աճը:

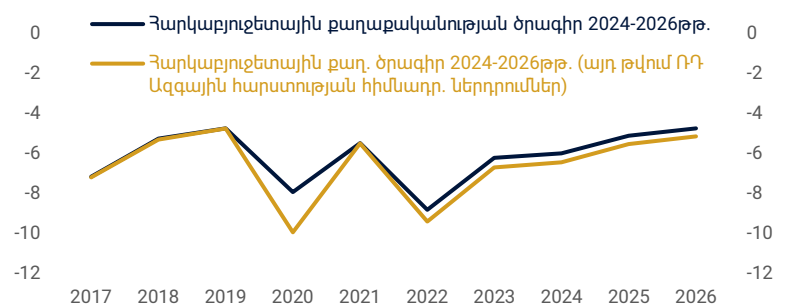
Գծապատկեր 3.Ա.8. Գործազրկության մակարդակն ու աշխատավարձերի աճը  
Ձախ առանցք՝ %, Նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ, աջ առանցք՝ %



Աղբյուրը՝ Ռուսաստան

Հարկաբյուջետային քաղաքականությունը 2024-2026 թթ. կմնա խթանող:

Գծապատկեր 3.Ա.9. Բյուջեի առաջնային պակասուրդն՝ առանց նավթից և գազից ստացվող եկամուտների %, տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ում



Աղբյուրը՝ Ռուսաստան



## Ապրանքահումքային շուկայի զարգացումներ

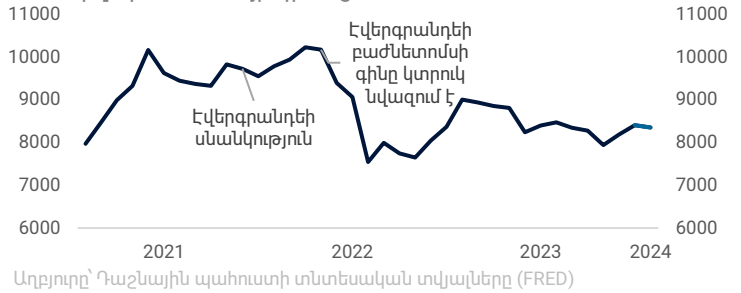
**Պրիևն:** 2023 թ. 4-րդ և 2024 թ. 1-ին եռամսյակներում պղնձի գները շարունակել են նվազել: Չինաստանի՝ պղնձի հիմնական սպառողի մոտ պահանջարկի նվազումը, երկրի շինարարության ոլորտում ներդրումների շարունակական կրճատման պայմաններում, բացատրում է պղնձի գների որոշակի անկումը: Չինաստանի խոշորագույն, միաժամանակ զգալի ֆինանսական բեռով անշարժ գույքի կառուցապատողի (Evergrande) գործունեության հետ կապված մտավախությունները վկայում են պահանջարկի վերաբերյալ հետագա անորոշությունների մասին: Դրան զուգահեռ, զարգացած տնտեսություններում կարող է գրանցվել ավելի ցածր տնտեսական աճ պայմանավորված գնաճը կարգավորելու գործողություններով: Վերոնշյալ գործոնները սահմանափակում են տեսանելի ապագայում պղնձի գների վերադարձը 2021-2022 թթ. բարձր մակարդակներին: Այնուամենայնիվ, վերականգնվող էներգետիկայի ոլորտի ինտենսիվ աճը կարող է որոշակիորեն զսպել պահանջարկի նվազման ճշումները՝ պայմանավորված կանաչ տնտեսության անցման համար պղնձի կարևորությամբ:

**Նավթ:** Վերջին ամիսներին նավթի գների շարժի երկակի բնույթն արտացոլվում է Մերձավոր Արևելքում ճգնաժամի և համաշխարհային պահանջարկի վերաբերյալ աճող անորոշություններով: Մի կողմից՝ Կարմիր ծովի տարածքում հետագա սրացումների մտավախությունները պատճառ են դարձել նավթի գների որոշակի տատանողականության աճի: Քանի որ Մերձավոր Արևելքն արդյունահանում է համաշխարհային նավթի 25%-ը, իսկ Կարմիր ծովով բեռնափոխադրումներն էականորեն թանկացել են, հակամարտությունների հետագա սրումը կարող է խթանել նավթի տեղափոխումը հիմնական առևտրային ուղիներով: Մյուս կողմից՝ խոշոր տնտեսություններում, այդ թվում՝ Չինաստանում, ճգնաժամային ռիսկերի առկայությունը կարող է գնանկումային ճշումներ գործադրել նավթի գների վրա:

**Պարենային ապրանքներ:** Առաջարկի պայմանների բարելավման պարագայում միջազգային պարենային ապրանքների գների շարունակական նվազումը նպաստել է 2023 թ-ին շատ երկրներում ձևավորված գնանկումային միջավայրին: 2024 թվականի հունվարի դրությամբ պարենի միջազգային գների (FAO) ինդեքսը 2021 թվականի սկզբից ի վեր ամենացածր մակարդակում է: Այնուամենայնիվ, պարենային ապրանքների միջազգային գների վրա կարող են զգալի գնաճային ազդեցություն ունենալ աշխարհաքաղաքական գործոնները, այդ թվում՝ իրավիճակը Կարմիր ծովում:

Չինաստանի անշարժ գույքի շուկայի հետ կապված մտահոգությունները և գլոբալ աճի դանդաղման ռիսկերը զսպում են պղնձի գների աճը:

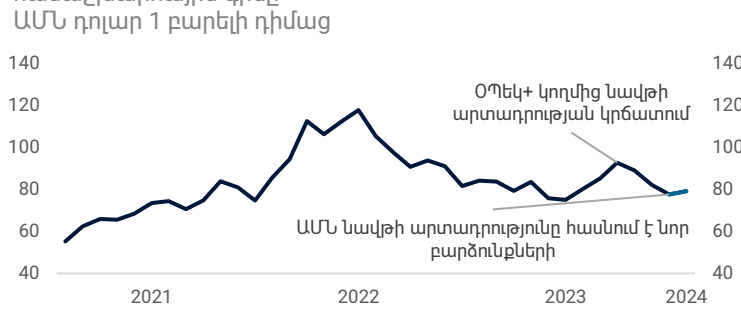
**Գծապատկեր 3.Ա.10.** Պղնձի համաշխարհային գներ ԱՄՆ դոլար 1 տոննայի դիմաց



Աղբյուրը՝ Դաշնային պահուստի տնտեսական տվյալները (FRED)

OPEC+ և ԱՄՆ նավթարտադրողների միջև մրցակցությունն ու գլոբալ ռեցեսիայի մտահոգություններն առաջացրել են նավթի գների տատանողականություն, սակայն ռիսկերը հիմնականում վերևի ուղղությամբ են:

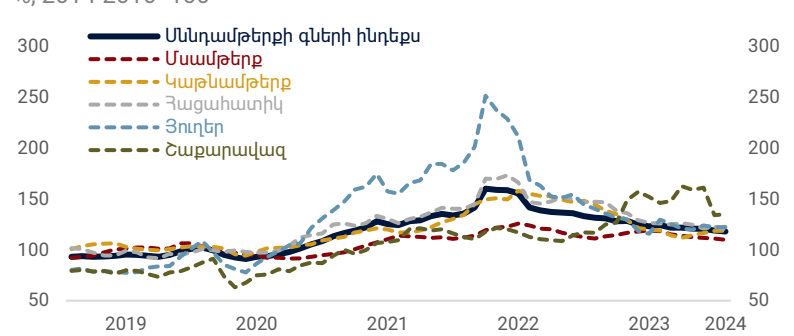
**Գծապատկեր 3.Ա.11.** Brent Crude տեսակի նավթի համաշխարհային գինը ԱՄՆ դոլար 1 բարելի դիմաց



Աղբյուրը՝ Դաշնային պահուստի տնտեսական տվյալները (FRED)

Առաջարկի/պահանջարկի կարգավորման արդյունքում պարենի համաշխարհային գների աճը դանդաղել է, սակայն աշխարհաքաղաքական լարվածությունը որոշակի ռիսկեր է պարունակում:

**Գծապատկեր 3.Ա.12.** Պարենի համաշխարհային կազմակերպության (FAO) սննդամթերքի գների ինդեքսը %, 2014-2016=100



Աղբյուրը՝ Միացյալ ազգերի պարենի և գյուղատնտեսության կազմակերպությունը (FAO)

### Աղյուսակ 3.Ա.1. Հումքատեսակների համաշխարհային գների կանխատեսումներ

Աղբյուր/թեմա Ամսաթիվ	Նավթ(Brent, դոլար/բարել)				Պրիևն (դոլար/տոննա)			ՀՔ պարենի համ. գների կանխատեսում (տարեկան աճ)		
	ԷՏԳ Փետր- 24	ԱՄՐ Հունվ- 24	ՀՔ Հոկտ- 23	Կոնսենսուս Մարտ- 24	ՀՔ Հոկտ- 23	ՌԷԵ Ռեկտ- 23	Կոնսենսուս Մարտ- 24	Նավթ և սնունդ Հոկտ- 23	Հացահատիկ Հոկտ- 23	Այլ պարեն Հոկտ- 23
2024	82.4	79.1	81.0	82.5	7800	8072	8600	1.0	1.0	1.0
2025	79.5	75.3	80.0	80.0	8500	8509	9039	1.0	0.9	1.0

Աղբյուրը՝ ԷՏԳ, ՀՔ, Բլումբերգ, ՌԷԵ, ԱՄՐ

## Հատուկ հետազոտություն. Զինաստանի տնտեսության զարգացումները

Զինաստանի տնտեսությունը 2023 թվականին գրանցել է մոտ 5,2% աճ՝ չնայած անշարժ գույքի շուկայի էական վատթարացմանը, որն արդեն երկարատև անկման մեջ է 2021 թվականից ի վեր: Արդեն մոտ 11 եռամսյակ է, ինչ չինական անշարժ գույքի շուկան անկում է ապրում (Նույնքան ժամանակ, որքան ԱՄՆ բնակարանային շուկան անկում էր գրանցել Lehman Brothers-ին ընդառաջ) անշարժ գույքի խոշոր կառուցապատողների պարտքերի աճի հետևանքով (գծապատկեր 3.Ա.13):

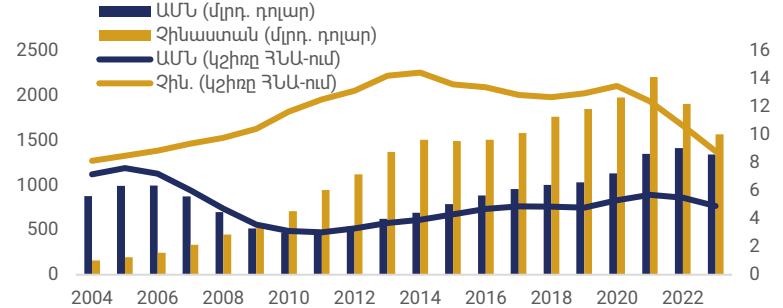
Թեպետ հնարավոր է, որ տնտեսության իրական հատվածը շարունակի մնալ կայուն (ինչպես դա եղել է ԱՄՆ-ում մինչև Համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամը), սակայն, հավանական է, որ վնասները փոխանցվեն բանկային հատվածին՝ հանգեցնելով վարկավորման զգալի կրճատման և իրական հատվածի աճի դանդաղման (գծապատկեր 3.Ա.14): Որոշ վիճակագրական տվյալներ, օրինակ՝ բնակելի ներդրումների տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ում (գծապատկեր 3.Ա.13), մատնանշում է խնդրի մասշտաբայնության վերաբերյալ անորոշությունների մեծացումը:

Լավատեսական միտումները շոշափելի կդառնան այն պարագայում, երբ կառավարությունը միջամտի և կանխարգելիչ քայլեր ձեռնարկի՝ բանկային համակարգում բարձր կապիտալացվածության մակարդակ պահելու համար: Այդուհանդերձ, Զինաստանի տնտեսությունը գտնվում է վճռորոշ փուլում հաշվի առնելով սպառողների և ներդրողների վստահության արագ անկումը: Չնայած նախկինում կառավարության կողմից խթանող քաղաքականությունը իրական տնտեսական աճի որոշակի հիմքեր է ապահովել, այնուամենայնիվ, ներդրողները շարունակում են ֆինանսական միջոցների դուրսբերումը Զինաստանից: Արդյունքում չինական ֆոնդային բորսան վերջին երկու տարվա ընթացքում մոտ 20% անկում է գրանցել:

Զինաստանի տնտեսությունը կարևորվում է մի քանի առումով: Լինելով աշխարհի երկրորդ խոշոր տնտեսությունը՝ Զինաստանի աճի դանդաղումը կարող է համաշխարհային լուրջ հետևանքներ ունենալ: Մասնավորապես՝ Զինաստանը նավթի և պղնձի շուկաների խոշոր սպառող է (համաշխարհային սպառման համապատասխանաբար ավելի քան 16%-ը և 59%-ը), և չինական տնտեսության հետագա վատթարացումը կնվազեցնի պահանջարկը համաշխարհային շուկաներում հանգեցնելով նավթի և այլ հումքատեսակների գների կտրուկ անկմանը: Զարգացումների նման սցենարը կարող է հետևանքներ ունենալ նաև Ռուսաստանի համար, ինչը շրջապարբեր կփոխանցվի նաև Հայաստանի տնտեսություն: Ի վերջո, չինական պահանջարկի անկումը կարող է կտրուկ իջեցնել պղնձի գները՝ ազդելով հայաստանյան պղնձի արտահանման արժեքի վրա:

Զինաստանի անշարժ գույքի խոշոր շուկան ձիսկեր է պարունակում գլոբալ աճի տեսանկյունից, սակայն ֆինանսական ձիսկերի չափը անորոշ է:

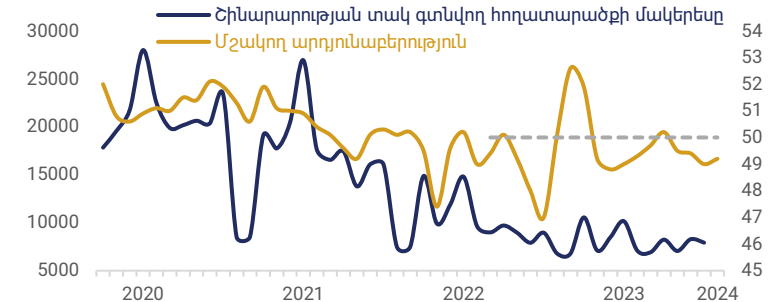
**Գծապատկեր 3.Ա.13.** Անշարժ գույքի ոլորտում ներդրումների ծավալը ԱՄՆ-ում և Զինաստանում  
Ձախ առանցք՝ մլրդ. դոլար, աջ առանցք՝ տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ում



Աղբյուրը՝ Դաշնային պահուստի տնտեսական տվյալները (FRED), Ազգային վիճակագրական բյուրո

Զինաստանում բարձր իրական աճը պահպանվում է, չնայած երկու տարի անընդմեջ անշարժ գույքի շուկայում գրանցված նվազմանը:

**Գծապատկեր 3.Ա.14.** Շինարարության նպատակով օգտագործվող հողատարածքի մակերեսը և մշակ. արդյունաբ. ինդեքսը (ըստ գնումների մենեջերների հարցման) Ձախ առանցք՝ 10.000 քառ. մետր, աջ առանցք՝ 50-ից բարձր թիվը մեկնաբանվում է որպես ընդլայնում

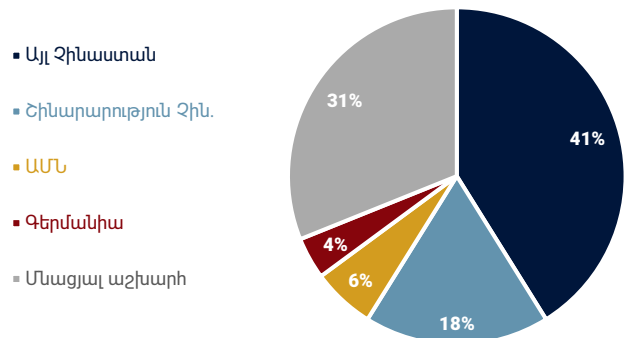


Աղբյուրը՝ Դաշնային պահուստի տնտեսական տվյալները (FRED), Ազգային վիճակագրական բյուրո

Անշարժ գույքի շուկայի անկումն էական ազդեցություն կունենա հումքային ապրանքների շուկաներում:

**Գծապատկեր 3.Ա.15.** Զինաստանում պղնձի պահանջարկը 2022 թ.

Կշիռը գլոբալ պահանջարկի մեջ, %



Աղբյուրը՝ Բլումբերգ

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

Աղբյուր	ԱՄՆ					ԵՄ					ՌԴ					
	ԱՄՅ	ՀԲ	ՏՀԶԿ	ԴՊՀ	Կոնսենսուս	ԱՄՅ	ՀԲ	ՏՀԶԿ	ԵՄ	ԵԿԲ	Կոնսենսուս	ԱՄՅ	ՀԲ	ՏՀԶԿ	ՌԿԲ	Կոնսենսուս
Ամսաթիվ	Հոկտ. 23	Հունվ. 24	Փետր. 24	Դեկտ. 23	Փետր.23	Հոկտ. 23	Հունվ. 24	Փետր. 24	Փետր. 24	Դեկտ. 23	Փետր.24	Հոկտ. 23	Հունվ. 24	Փետր. 24	Փետր. 24	Փետր.24
<b>Տնտեսական աճ (տարեկան, %)</b>																
2023	2.5 (փաստացի)					0.5 (փաստացի)					3.6 (նախնական)					
2024	1.5	1.6	2.1	1.4	2.1	1.2	0.7	0.6	0.8	0.8	0.5	1.1	1.3	1.8	1.5	1.8
2025	1.8	1.7	1.7	1.8	1.7	1.8	1.6	1.3	1.5	1.5	1.4	1.0	0.9	1.0	1.5	1.0
2026	2.1	-	-	1.9	2.0	1.7	-	-	-	1.5	1.4	1.0	-	-	2.0	1.3
<b>Գնաճ (տարեկան, %)</b>																
2023	3.4 (փաստացի)					2.9 (փաստացի)					7.4 (փաստացի)					
2024	2.6	-	2.2	2.4	2.7	2.7	-	2.6	2.7	2.7	2.3	5.0	-	7.2	4.3	6.5
2025	2.3	-	2.0	2.1	2.4	2.2	-	2.2	2.2	2.1	2.1	4.0	-	5.3	4.0	4.5
2026	2.1	-	-	2.0	2.3	1.9	-	-	-	1.9	2.0	4.0	-	-	4.0	4.1

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

**Ներգիր 1.** Շուկայի ուղղորդիչ սցենար

ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության համակարգի ներքո (ԿԲՎՀ-2)՝ Կենտրոնական բանկն իր մակրոտնտեսական կանխատեսումները չի ներկայացնում մեկ հիմնական կամ բազային սցենարի տեսքով: Փոխարենը, հիմք ընդունելով ֆինանսական շուկայի մասնակիցների (այդ թվում՝ առևտրային բանկեր, ներդրումային ֆոնդի կառավարիչներ, ինստիտուցիոնալ ներդրողներ և այլն) եռամսյակային հարցումներից ստացվող տեղեկատվությունը, ԿԲ-ն կառուցում է մակրոտնտեսական հիմքերով (macro consistent) շուկայի ուղղորդիչ սցենար: Այդ առումով, շուկայի ուղղորդիչ սցենարը կարող է ծառայել նույն նպատակին, ինչին հիմնական կամ բազային սցենարը, քանի որ վերջինս ներկայացնում է շուկայի «ապագայի վերաբերյալ ամենահավանական» գնահատականը՝ հիմնված տվյալ պահի դրությամբ շուկայի մասնակիցներին հասանելի տեղեկատվության վրա: Շուկայի ուղղորդիչ սցենարի կիրառությունը ԿԲ-ին հնարավորություն է տալիս շուկայական «ամենահավանական» սպասումներին զուգահեռ ուշադրությունը կենտրոնացնելու այն անորոշությունների, ռիսկերի ու սցենարների վրա, որոնք կարող են պարունակել ռիսկեր դրամավարկային քաղաքականության ու գների կայունության տեսանկյունից՝ միաժամանակ հնարավորություն տալով արդյունավետորեն հաղորդակցելու փաստացի ԴՎԲ որոշումների կայացման տրամաբանությունը ռիսկերի կառավարման մոտեցման ներքո: ԿԲ-ի կողմից շուկայի ուղղորդիչ սցենարը ներկայացվում է զարգացման մի քանի տիպային սցենարների հետ միասին: Ի հավելումս, որպես համաշխարհային և ներքին տնտեսության հիմնարար պայմանների վերաբերյալ վերլուծությունների իրականացման լրացուցիչ ուղղորդիչ, ԿԲ-ի կողմից ներկայացվում են նաև մակրոտնտեսական կարևոր փոփոխականների վերաբերյալ երրորդ կողմի կանխատեսումներ:



# Բ. Ներքին պահանջարկի միջավայր

## Համախառն ներքին արդյունք

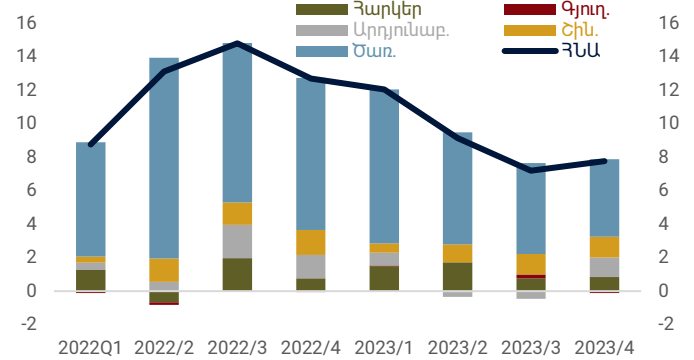
2023 թ. 4-րդ եռամսյակում գրանցվել է բարձր տնտեսական աճ (տ/տ 7.8%), ինչը մեծապես պայմանավորվել է ծառայությունների (9.1%) և շինարարության (12.7%) ճյուղերի բարձր աճով: Գյուղատնտեսության և արդյունաբերության ճյուղերում աճը մնում է թույլ, չնայած 4-րդ եռամսյակում արդյունաբերությունը որոշակիորեն վերականգնվել է վերամշակող արդյունաբերության ենթաճյուղի հաշվին: Վերջին ամիսներին աճի արագացման պայմաններում, տնտեսական աճի կառուցվածքը որոշակիորեն փոփոխվել է՝ առաջացնելով բարձր աճի հետագա պահպանման ռիսկեր: Տեղեկատվության և կապի ճյուղում, Նախորդ տարիների բարձր աճից հետո, 2023 թ. 4-րդ եռամսյակում արձանագրվել է անկում: Հաշվի առնելով ՏՏ ոլորտի կարևոր նշանակությունը ՀՆԱ ներուժի և արտահանման կարողությունների ձևավորման գործընթացում վերջիններիս նվազման ուղղությամբ որոշակի ճշգրտումը կարող է հետևանքներ ունենալ միջևաժամկետում: Այնուամենայնիվ, համատարած կրճատման հստակ նշանները դեռևս բացակայում են. արհեստական բանականության և համաշխարհային զարգացման միտումներին համընթաց, ճյուղում կարող են դիտվել որոշակի կառուցվածքային տեղաշարժեր: Ծառայությունների ճյուղում առևտրի տեսակարար կշիռն ավելացել է, ինչը կարող է մեկնաբանվել կամ առաջարկի համեմատությամբ պահանջարկի առաջանցիկ աճով, կամ վերաարտահանման գործընթացում աճի մեծ մասի կենտրոնացմամբ: Մշակող արդյունաբերության ճյուղի վերականգնումը նույնպես համատարած չէ՝ արտացոլելով որոշ ենթաճյուղերի զարգացումները:

2022 թ. տնտեսական աճը պայմանավորող միջազգային այցելուների ներկայացրած բարձր արտաքին պահանջարկը 2023 թ-ին որոշակիորեն թուլացել է, ինչի մասին է վկայում մեկ զբոսաշրջիկի հաշվով իրական ծախսերի ճշգրտումը զբոսաշրջիկների ներհոսքի գրեթե կայուն և բարձր մակարդակում պահպանման պայմաններում: ՌԴ բարձր տնտեսական աճը, պահանջարկը, ինչպես նաև խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականությունը ենթադրում են, որ զբոսաշրջության աճը միջևաժամկետ հատվածում ևս կմնա բարձր: Թեև նման զարգացումները կարճաժամկետում տնտեսական ակտիվության և արտահանման վրա կունենան դրական ազդեցություն, դրանք որոշակի ռիսկեր են պարունակում տնտեսության կառուցվածքի փոփոխության առումով՝ ենթադրելով ծառայությունների տեղաշարժ արտադրողական ճյուղերից դեպի զբոսաշրջության ոլորտ, ինչն իր բացասական ազդեցությունը կունենա երկարաժամկետ ներուժային աճի տեմպի վրա:

2024 թ. 1-ին եռամսյակում ՀՆԱ ճեղքվածքը գնահատվում է դրական (զծապատկեր 3.Բ.2), թեև անորոշություններն այդ գործընթացում պահպանվում են: Տնտեսական աճը շարունակում է մնալ երկարաժամկետ ներուժից բարձր մակարդակում: Նախորդ տարվա վերջին եռամսյակում դրսևորված նոր ավելցուկային պահանջարկը և գնաճային ճնշումները հանգեցրել են կոշտ գներով աչքի ընկնող ապրանքների գների որոշակի արագացմանը: Մյուս կողմից, թույլ մասնավոր սպառումը և ներդրումների բարձր աճը (զծապատկեր 3.Բ.4), աշխատուժի առաջարկի աճի և աշխատավարձերի աճի տեմպերի դանդաղման հետ մեկտեղ (զծապատկեր 3.Բ.4) արտահայտում են տնտեսությունում համախառն պահանջարկի և առաջարկի միջև համեմատաբար փոքր անհավելքը: Ավելին, պարբերաշրջանային արժևորված իրական արդյունավետ փոխարժեքը (զծապատկեր 3.Բ.7) նույնպես որոշակի ազդեցություն է ունեցել արտաքին ավելցուկային պահանջարկի զսպման ուղղությամբ, թեև վերջին ամիսներին այն որոշակիորեն արժեզրկվել է՝ սահմանափակելով համախառն պահանջարկի վրա հետագա ազդեցությունը:

Բարձր տնտեսական աճը պահպանվել է 2023 թ. 4-րդ եռամսյակում:

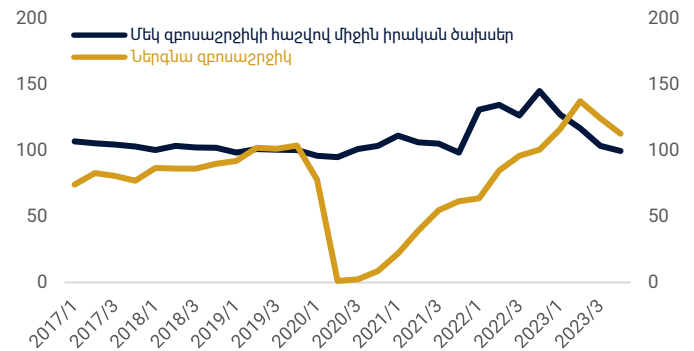
Գծապատկեր 3.Բ.1. Արտադրական եղանակով ՀՆԱ իրական աճն ըստ հիմնական բաղադրիչների %, Նախորդ տարվա նույն եռամսյակի նկատմամբ



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Ժամանող զբոսաշրջիկների և քանակը և միջին ծախսերը նվազել են:

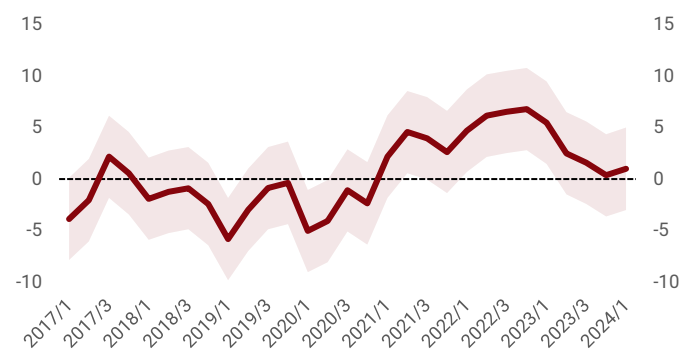
Գծապատկեր 3.Բ.2. Մեկ զբոսաշրջիկի հաշվով իրական ծախսերը %, 2019=100, եռամսյակային



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Համախառն պահանջարկը շարունակում է աճել համախառն առաջարկից առաջանցիկ տեմպով:

Գծապատկեր 3.Բ.3. ՀՆԱ ճեղքվածքը %, եռամսյակային



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

## Սպառում և ներդրումներ

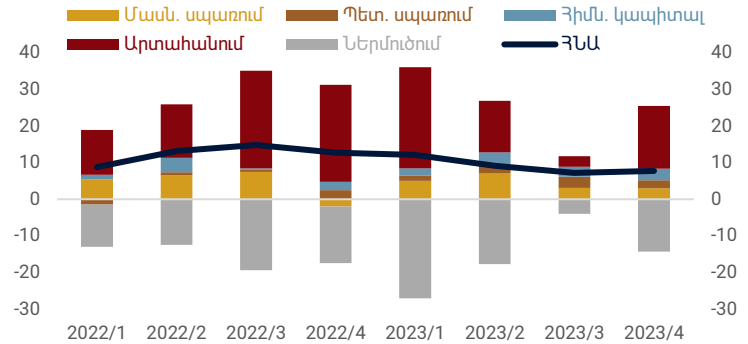
2023 թ. 4-րդ եռամսյակում համախառն սպառման շարունակական աճը հիմնականում պայմանավորված է եղել պետական ծախսերի աճով (տ/տ 15.6%) (գծապատկեր 3.Բ.4): Մասնավոր սպառումը, 2023 թ. 1-ին կիսամյակի արագացումից հետո, որոշակիորեն թուլացել է՝ 2023 թ. 4-րդ եռամսյակում գրանցելով տ/տ 5.2% աճ: Ներդրումների աճը շարունակում է պահպանվել բարձր մակարդակում, որին նպաստում է ինչպես կապիտալ ծախսերի, այնպես էլ մասնավոր ներդրումների աճը, որը հիմնականում ուղղված է անշարժ գույքի շուկա: Նախորդ տարիներին կուտակված խնայողությունների պայմաններում մասնավոր ներդրումների աճը ենթադրում է տնտեսությունում առաջարկի առավել նպաստավոր պայմաններ ապահովելով միջնաժամկետում ավելցուկային պահանջարկի ճնշումների թուլացման որոշակի վստահություն (գծապատկեր 3.Բ.2): Ծինարարական թույլտվությունների և ներդրումային ապրանքների ներմուծման բարձր մակարդակները վկայում են մասնավոր ներդրումների շարունակական բարձր աճի մասին (գծապատկեր 3.Բ.6): Ամուսարի շահագործման հետ կապված պլանավորվող շինարարական աշխատանքները կարող են դրականորեն նպաստել շինարարության և հանքարդյունաբերության ոլորտներին 2024 թ. ընթացքում ավելացնելով ներքին տնտեսության ներուժային և արտահանման կարողությունները:

Առաջիկայում հիմնական մտահոգությունը ներքին պահանջարկի արագացումն է՝ պայմանավորված մասնավոր հատվածում նախկինում կուտակված խնայողությունների ծախսմամբ, ինչպես նաև պարտքի բեռի կրճատմամբ և վարկավորման հետագա ներուժի աճով: Այս գործոնները կարող են էլ ավելի խթանել ավելցուկային պահանջարկի ճնշումները տնտեսությունում, ինչը մոտ է կամ որոշակի բարձր ՀՆԱ ներուժից, և սահմանափակել հիմնարար գնաճի և գնաճային սպասումների ճշգրտումը: Ավելին, ակնկալվում է, որ Արցախից բռնի տեղահանված բնակչության ներհոսքը և Նրանց ինտեգրումը խթանելու սոցիալ-տնտեսական աջակցության ծրագրերը նույնպես կարճաժամկետում որոշակի դրական ազդեցություն կունենան համախառն պահանջարկի վրա (տե՛ս ներգիր 2): Արցախից բռնի տեղահանված բնակչության ինտեգրումը ՀՀ աշխատաշուկային կարող է նաև կարևոր ազդեցություն ունենալ տնտեսությունում պահանջարկի և առաջարկի հավասարակշռման գործընթացում:

Ֆիզիկական անձանց դրամական փոխանցումները 2023 թ., նախորդ տարվա համեմատությամբ, զգալիորեն նվազել են (գծապատկեր 3.Բ.5)՝ պայմանավորված հիմնական գործընկեր երկրներում տնտեսական ակտիվության դանդաղմամբ, ինչպես նաև 2023 թ. հուլիսից ռուբլու՝ ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ կտրուկ արժեզրկմամբ: Միևնույն ժամանակ, Հայաստանի և Ռուսաստանի շինարարության ոլորտների միջև աշխատավարձերի կրճատումը (գծապատկեր 3.Գ.3), ինչպես նաև սեզոնային աշխատանքային միգրանտների եկամուտների հնարավոր հարկումը կարող է ստեղծել սեզոնային միգրացիայի և դրամական փոխանցումների դանդաղման ռիսկեր, ինչը ներքին սպառման վրա կունենա նվազման ուղղությամբ որոշակի ճնշումներ:

Տնտեսությունում գերտաքացած վիճակը համատարած էլ, սակայն ռիսկեր կան մասնավոր սպառման արագացման տեսանկյունից:

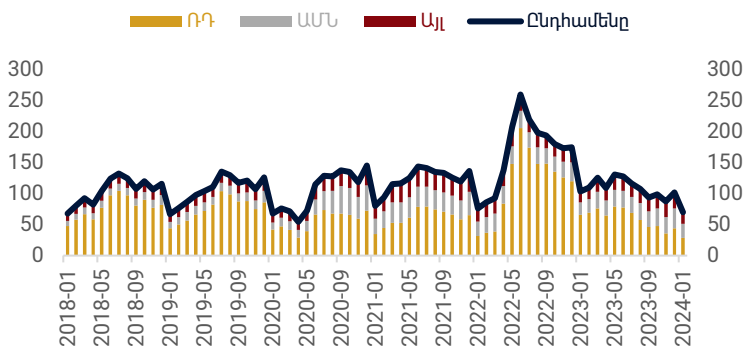
Գծապատկեր 3.Բ.4: ՀՆԱ իրական աճն ըստ ծախսային բաղադրիչների  
%, նախորդ տարվա նույն եռամսյակի նկատմամբ



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

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

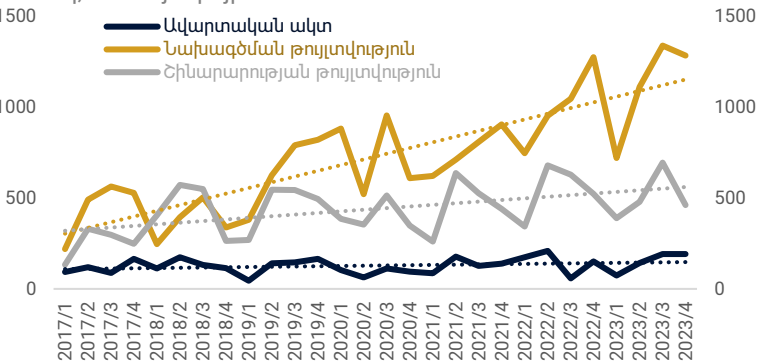
Գծապատկեր 3.Բ.5: Դրամական փոխանցումներն ըստ ծագման երկրի  
Ամսական հոսքեր, մլն դրամ



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Ծին. թույլտվությունների մակարդակը շարունակում է արձանագրել ռեկորդային ցուցանիշներ:

Գծապատկեր 3.Բ.6: Ծինարարական թույլտվությունների քանակը երևանում քանակ, եռամսյակային



Աղբյուրը՝ Երևանի քաղաքապետարան

## Արտաքին առևտուր

Վերջին երկու տարիների ընթացքում հարստության և եկամուտների կուտակման պայմաններում ներմուծվող ապրանքների նկատմամբ պահանջարկը շարունակում է մնալ բարձր՝ 2023 թ. 4-րդ եռամսյակում արտահայտվելով ներմուծման աճի տեմպերի արագացմամբ: Ներքին արտադրության ապրանքների նկատմամբ արտաքին բարձր պահանջարկն արտահայտվել է արտահանման աճի արագացմամբ: Մինևս ժամանակ, ներդրումային միջավայրի բարելավումը կարող է արտահայտվել ներմուծվող կապիտալ ապրանքների բարձր աճով, չնայած վերջին եռամսյակում որոշակի ճգնաժամանակ: Միջնաժամկետ հեռանկարում ներմուծվող ներդրումային ապրանքների աճը կարող է թուլացնել գնաճային ազդեցությունները, քանի որ ներդրումային ապրանքները բարձրացնում են տնտեսության կարողությունները:

Իրական արդյունավետ փոխարժեքը 2024 թ. 1-ին եռամսյակում որոշակիորեն արժեզրկվել է՝ պայմանավորված ՀՀ դրամի արժեզրկմամբ և ՀՀ հիմնական առևտրային գործընկեր երկրների համեմատությամբ ցածր գնաճով: Այստեղ հիմնական անորոշությունները վերաբերում են արտաքին անհաշվեկշռվածությունների կայունացման և ավելցուկային պահանջարկի կլանման գործընթացում պարբերաշրջանային արժևորված փոխարժեքի դերին: Եվրասիական տարածաշրջանում աշխարհաքաղաքական զարգացումների ֆոնին 2022 թվականից ի վեր արտաքին պահանջարկի ավելացումը, կապիտալի և աշխատուժի ներհոսքը, զբոսաշրջության բարձր ներհոսքը և SS ծառայությունների արտահանումը նպաստել են իրական արդյունավետ փոխարժեքի զգալի արժևորմանը (տե՛ս գծապատկեր 3.Բ. 8), մինչդեռ 2023 թվականից ի վեր ներքին տնտեսության ցածր գնաճը, գործընկեր երկրների գնաճի համեմատությամբ, նպաստել է արժևորման տեմպերի դանդաղմանը: Եվ, եթե իրական արդյունավետ փոխարժեքի արժևորումը մեծ մասամբ պարբերաշրջանային բնույթ է կրում, ապա դրա ճգնաժաման անխուսափելիորեն կպահանջի ընթացիկ հաշվի պակասուրդի կտրուկ ավելացում: Մյուս կողմից՝ հնարավոր է, որ արտաքին պահանջարկի ներկայիս մակարդակն արտացոլում է նոր հնարավորությունները, որոնք նպաստում են արտահանման երկարաժամկետ ներուժի ու կարողությունների ավելացմանը (հատկապես ծառայությունների մասով)՝ հանգեցնելով իրական արդյունավետ փոխարժեքի հիմնարար, այլ ոչ թե պարբերաշրջանային արժևորմանը:

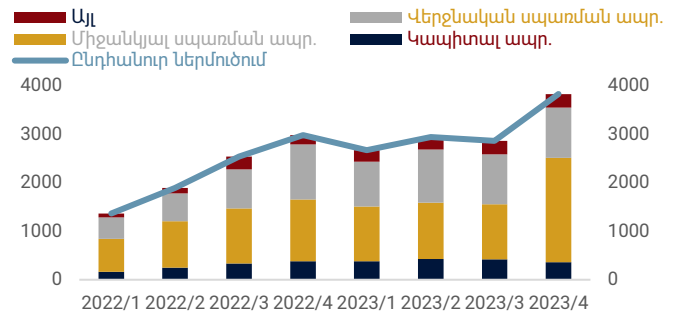
## Հարկաբյուջետային քաղաքականություն

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

Այնուամենայնիվ, կարճաժամկետ հատվածում գնահատվում են հարկաբյուջետային ընթացիկ ծախսերի վերաբաշխման ռիսկեր, ինչը կարող է խթանել ներքին սպառումը (տե՛ս ներգիր 2): Ավելին, կապիտալ ծախսերի ցանկացած թերակատարում միջնաժամկետում տնտեսության ներուժային աճի ռիսկ է ստեղծում:

Սպառողական և ներդրումային ապրանքների նկատմամբ պահանջարկը մնում է բարձր:

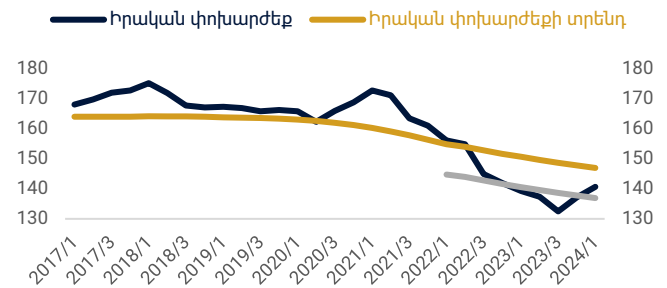
**Գծապատկեր 3.Բ.7:** Ներմուծման ծավալներն ըստ տնտեսական գործունեության տեսակի Մլն ԱՄՆ դոլար



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ

Իրական փոխարժեքի արժևորման միտման վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է:

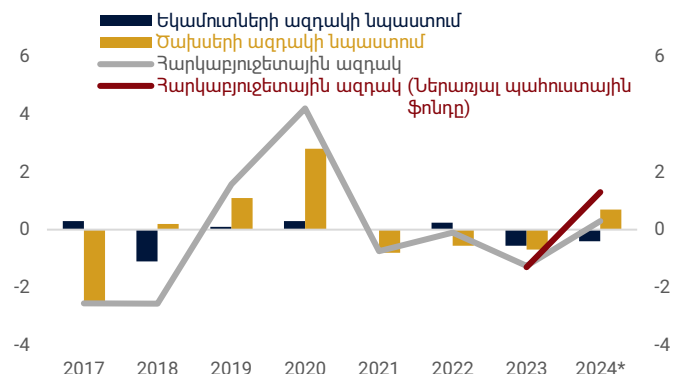
**Գծապատկեր 3.Բ.8:** Իրական արդյունավետ փոխարժեքը դոլարի, եվրոյի և ռուբլու նկատմամբ (ցուցանիշի նվազումը նշանակում է դրամի արժևորում), ինդեքս



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Կապիտալ ծախսերի թերակատարումը, ընթացիկ ծախսերի հնարավոր աճի հետ մեկտեղ, կարող է հարկաբյուջետային քաղաքականությունն ուղղորդել առավելապես գնաճային տիրույթ:

**Գծապատկեր 3.Բ.9:** Հարկաբյուջետային ազդակ և 2024 թ. սցենարներ Տոկոսային կետ, նպաստումը տնտեսական աճին



Աղբյուրը՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ



## Ներգիրք 2. Արցախից բռնի տեղահանված բնակչության ներհոսքի մակրոտնտեսական ազդեցությունները

Արցախի ավելի քան 100,000 էթնիկ բնակիչներ 2023 թ. սեպտեմբերից հետո բռնի տեղահանվել են իրենց բնակության վայրից, ինչի պատճառով շատերը տեղափոխվել են ՀՀ տարբեր քաղաքներ և գյուղեր իրենց հետ վերցնելով միայն առաջին անհրաժեշտության իրեր: Տվյալ վերլուծությունը նպատակ ունի գնահատելու Արցախում տեղի ունեցող իրադարձությունների մակրոտնտեսական ազդեցությունները ՀՀ տնտեսության վրա:

Բռնի տեղահանված բնակչության ներհոսքը մակրոտնտեսական տեսանկյունից կարող է ունենալ կարճաժամկետ և միջնաժամկետ ազդեցություններ համախառն պահանջարկի և առաջարկի, ինչպես նաև հարկաբյուջետային քաղաքականության և պետական պարտքի վրա: Կարճաժամկետ հատվածում տնտեսության վրա ազդեցությունները հիմնականում կարտահայտվեն բռնի տեղահանված բնակչության կողմից լրացուցիչ պահանջարկի ճշումներով, որոնք ուղղված կլինեն ՀՀ տարածքում իրենց սպառման նախկին ծավալների պահպանմանը, ինչպես նաև ներկարժամկետ օգտագործման ապրանքների պաշարների վերականգնմանը և բնակարանային ապահովությանը:

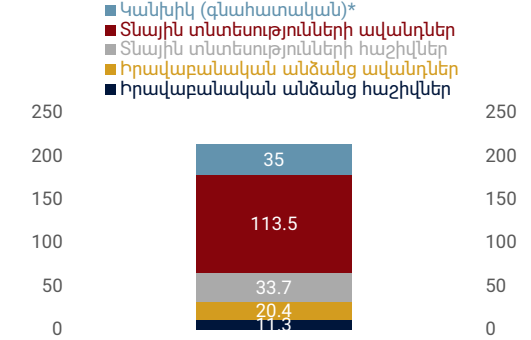
Ըստ Արցախի միջպատերազմյան վիճակագրության՝ 2019 թ-ին Արցախի բնակչության տարեկան սպառման ծավալները կազմել են շուրջ 250 մլրդ ՀՀ դրամ, որից շուրջ 100 մլրդ-ն ներմուծվել է ՀՀ-ից, իսկ մնացած պահանջարկը բավարարվել է Արցախի ներքին արտադրության հաշվին: Ենթադրելով, որ նախկինում արձանագրված սպառման ծավալները կպահպանվեն, ՀՀ-ում համախառն պահանջարկի վրա լրացուցիչ ազդեցությունը կարճաժամկետ հատվածում գնահատվում է չներմուծված սպառման չափ շուրջ 150 մլրդ ՀՀ դրամ գումարած լրացուցիչ մեկ անգամյա պահանջարկի աճ երկարաժամկետ օգտագործման ապրանքների և բնակարանների ձեռքբերման համար: Սպառումը կարող է ցածր լինել գնահատված չափից համապատասխան ֆինանսավորման աղբյուրների բացակայության և ապագայի վերաբերյալ անորոշության պատճառով, որը կստիպի մարդկանց ցուցաբերել ավելի զգուշավոր խնայողական վարքագիծ:

Լրացուցիչ պահանջարկը ֆինանսավորելու ներուժային աղբյուր կարող են լինել բռնի տեղահանված բնակչության խնայողությունները, ինչպես նաև Կառավարության կողմից իրականացվող սոցիալական աջակցության ծրագրերը: Ըստ ԿԲ վիճակագրության, 2023 թ. օգոստոսի դրությամբ Արցախի բնակչության խնայողությունները գնահատվում են շուրջ 200 մլրդ ՀՀ դրամ ներառյալ գնահատված կանխիկ ծավալները: Կառավարությունը մի շարք միջոցառումներ է իրականացրել 2023 թ. սեպտեմբերից հետո բռնի տեղահանված բնակչությանը աջակցելու համար: Վերջիններս ներառում են միանվագ դրամական փոխանցումներ, բնակարանների վարձակալության և կոմունալ վճարների համար նախատեսված միջոցներ, ուսման վարձերի փոխհատուցում, թոշակների տրամադրում և այլ ծրագրերի իրականացում: Համաձայն 2024 թ. պետական բյուջեի մասին օրենքի՝ շուրջ 47 մլրդ ՀՀ դրամ է հատկացվել բռնի տեղահանված բնակչությանը 2024 թ-ին աջակցելու համար: Հաշվի առնելով նաև ՀՀ բնակչության և սփյուռքահայերի աջակցությունը բռնի տեղահանվածների կարճաժամկետ հատվածում ակնկալվում է պահանջարկի որոշակի արագացում և գնաճային ճնշումների ավելացում: Այնուհանդերձ, գնաճի վրա ազդեցությունը գնահատվում է չափավոր՝ հաշվի առնելով կառավարության և սփյուռքահայերի բարոյական կողմը: ՀՀ ԿԿ հրապարակումների համաձայն՝ մանրածախ առևտուրը էականորեն արագացել է հոկտեմբերից սկսած հավանաբար արտահայտելով նկարագրված լրացուցիչ պահանջարկի ազդեցությունները:

Հարկաբյուջետային քաղաքականության և պետական պարտքի տեսանկյունից հարկ է նշել, որ սոցիալական աջակցության ծախսերը ֆինանսավորվելու են՝ օգտագործելով նախկինում Արցախի համար նախատեսված միջպետական վարկի գումարները: Ուստի բյուջեի պակասուրդի խորացումը 2024 թ-ին, որը գնահատվում է ՀՆԱ 4.6%-ը, տեխնիկապես չի նշանակում ծախսերի և պետական պարտքի ավելացում, այլ միայն արտացոլում է միջոցների վերաբաշխումը միջպետական վարկից ընթացիկ ծախսերին: Նախկինում միջպետական վարկի ծավալները կազմում էին շուրջ 150 մլրդ ՀՀ դրամ, որից 47 մլրդ-ն այս տարի ուղղվել է հստակ ծրագրերի իրականացմանը: Այս ծրագրերը ընդգրկում են կրթության, սոցիալական ապահովության և պաշտպանության բնույթի ծախսեր: Միջպետական վարկի մնացյալ միջոցները դասակարգվել են որպես պահուստային ֆոնդ՝ ֆինանսավորելու համար հետագա անհրաժեշտ ծախսերը:

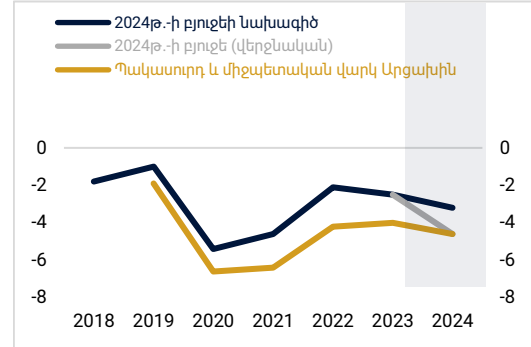
Միջնաժամկետ հատվածում Արցախից բռնի տեղահանված բնակչությունը դրական ազդեցություն կունենա ՀՀ տնտեսության ներուժի աճի վրա՝ նպաստելով աշխատուժի առաջարկի ավելացմանը և հնարավոր ներդրումների ակտիվացմանը, որպեսզի աշխատուժի առաջարկի ավելացումը կանվի տնտեսության կողմից: Այնուհանդերձ, կարճաժամկետ հատվածում գործազրկության որոշակի աճ հնարավոր է, քանի որ տեղահանված բնակչությունը աշխատաշուկայի կլանման կարողությունների համեմատությամբ բավականին մեծ է: Տարբեր սցենարներ կարող են լինել, բայց ենթադրելով, որ բռնի տեղահանված ամբողջ բնակչությունը կմնա ՀՀ-ում և հաշվի առնելով ԿԲ գնահատականները բռնի տեղահանված բնակչության կազմում աշխատանքային ռեսուրսների վերաբերյալ (շուրջ 43%) նախնական ազդեցությունը գործազրկության վրա գնահատվում է առավելագույնը 2.6%: Միջնաժամկետում, հաշվի առնելով միայն աշխատուժի ավելացման գործոնը, ՀՀ ներուժի աճի վրա ազդեցությունը գնահատվում է շուրջ 1.0 տոկոսային կետ: Հնարավոր են լրացուցիչ ազդեցություններ կախված ներդրումներից և կապիտալի կուտակումից, ինչը հիմնականում պայմանավորված կլինի ընդհանուր մակրոտնտեսական միջավայրով և բիզնես վստահության մակարդակով: Բռնի տեղահանված բնակչության ավելի արագ ինտեգրումը ՀՀ աշխատանքի շուկային կօգնի թուլացնելու արդեն իսկ «տաքացած» վիճակից ածանցվող գնաճային ճնշումները և կնպաստի տնտեսությունում համախառն պահանջարկի և առաջարկի առավել հավասարակշռվածության ձեռքբերմանը:

### Գծապատկեր Ն.2.1: Արցախի բնակչության խնայողությունները 2023 թ. օգոստոսի դրությամբ, մլրդ ՀՀ դրամ



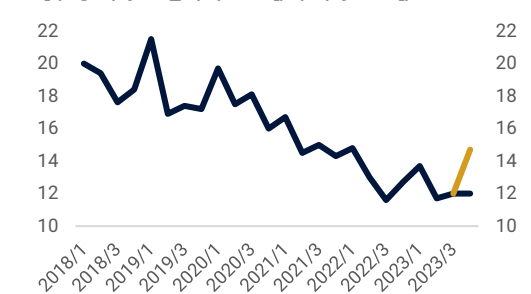
Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

### Գծապատկեր Ն.2.2: Պետական բյուջեի պակասուրդը և զուտ վարկավորումը, % ՀՆԱ-ում



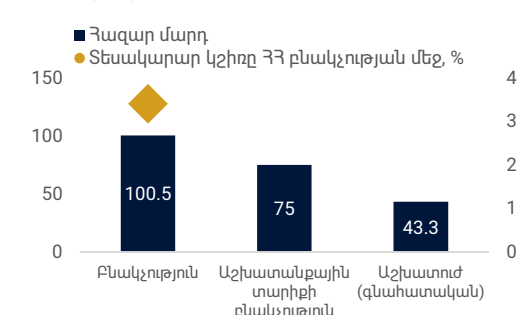
Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ, ՀՀ ՖՆ

### Գծապատկեր Ն.2.3: Նախնական ազդեցությունը գործազրկության վրա, %



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

### Գծապատկեր Ն.2.4: Արցախից բռնի տեղահանված բնակչությունը Հազար մարդ (ձախ); Կշիռը ՀՀ բնակչության մեջ, % (աջ)



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԿ, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

# Գ. Աշխատանքի շուկայի և գևաճի զարգացումներ

## Գործազրկություն

2023 թ. 3-րդ եռամսյակում գործազրկությունը պահպանվել է պատմականորեն ցածր մակարդակում (12.0%) (գծապատկեր 3.Գ.1), ինչն արտացոլում է աշխատաշուկայի խիստ պայմանները: Գրանցված աշխատողների թիվը (հիմնված է ոչ թե տնային տնտեսությունների շրջանում անցկացված հարցումների, այլ ՊԵԿ տվյալների վրա) շարունակել է աճել և դանդաղման հստակ նշաններ չկան:

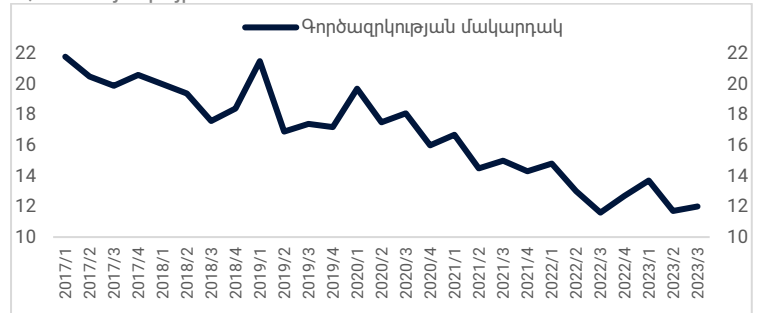
Աշխատուժի մասնակցության աճը, աշխատանքային միգրանտների շարունակական ներհոսքի պայմաններում, կարող է որոշակիորեն մեղմել աշխատաշուկայի պայմանները՝ արագորեն թուլացնելով աշխատանքի շուկայից եկող գևաճային ճնշումները: Մասնավորապես՝ Հնդկաստանից աշխատանքային միգրանտների շարունակական ներհոսքի պահպանումը որոշակի ճյուղային ազդեցություններ կունենա աշխատաշուկայի վրա (հատկապես այն ոլորտներում, ինչպիսիք են շինարարությունը, ծառայությունները, տեքստիլ արդյունաբերությունը և այլն, որտեղ աշխատողների ներգրավման պահանջ կա): Այս համատեքստում, Հայաստանի և Հնդկաստանի աշխատավարձերի տարբերությունը կարևոր խթան է աշխատանքային միգրանտների ներհոսքի համար: Մինչև 2021 թ. երկու երկրների աշխատավարձերի տարբերությունը չափավոր դրական և կայուն էր, սակայն 2021 թ-ից սկսած, աշխատավարձերի տարբերությունը զգալիորեն մեծացել է (մի շարք ոլորտներում՝ գրեթե կրկնապատկվել), ինչը խթանել է Հնդկաստանից աշխատանքային միգրանտների հոսքը դեպի ՀՀ (գծապատկեր 3.Գ.2):

Հայաստանի և Ռուսաստանի աշխատավարձերի տարբերությունը շարունակում է նվազել (հատկապես շինարարության ոլորտում, որտեղ կենտրոնացած են ՀՀ-ից աշխատանքային միգրանտները)՝ պայմանավորված ՀՀ շինարարության ճյուղում բարձր ակտիվության պահպանմամբ և հատկապես վերջին ամիսներին դրամի նկատմամբ ռուբլու արժեզրկմամբ: Այս միտումները կարող են որոշակիորեն դանդաղեցնել ՀՀ-ից ՌԴ աշխատանքային միգրանտների հոսքը: Դա կարող է դրական ազդեցություն ունենալ ներքին աշխատաշուկայի վրա, քանի որ աշխատուժի առաջարկի ընդլայնմանը զուգահեռ որոշակիորեն կավելանա նաև ՀՆԱ ներուժը (գծապատկեր 3.Գ.3):

Միևնույն ժամանակ, Արցախից բռնի տեղահանված անձանց ներհոսքը նույնպես կարող է դրական ազդեցություն ունենալ աշխատուժի առաջարկի, միջնաժամկետում նաև ՀՆԱ ներուժի աճի վրա: Կախված աշխատանքի շուկայում ինտեգրման արագությունից, ինչպես նաև ՀՀ-ում վերոնշյալ անձանց մալու հանգամանքից՝ կարճաժամկետ հատվածում դա կարող է հանգեցնել գործազրկության ավելացմանը: Այնուամենայնիվ, միջնաժամկետ և երկարաժամկետ հատվածում ակնկալվում են դրական ազդեցություններ ՀՆԱ ներուժի աճի վրա՝ աշխատուժի առաջարկի և կապիտալի կուտակման ավելացման միջոցով: Նման սցենարի պայմաններում աշխատաշուկայից բխող գևաճային ճնշումները կարող են թուլանալ (տե՛ս ներգիր 2):

Չնայած գործազրկության պատմականորեն ցածր մակարդակին աշխատուժի առաջարկի աճը նպաստել է գևաճային ճնշումների թուլացմանը:

Գծապատկեր 3.Գ.1. Գործազրկության մակարդակ, եռամսյակային

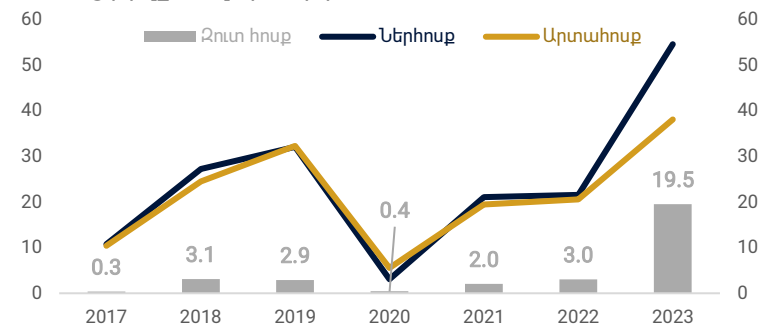


Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ

Հնդկաստանի քաղաքացիների ներհոսքը շարունակվում է:

Գծապատկեր 3.Գ.2. Հնդկաստանի ռեզիդենտների սահմանահատումները 2023 թ.

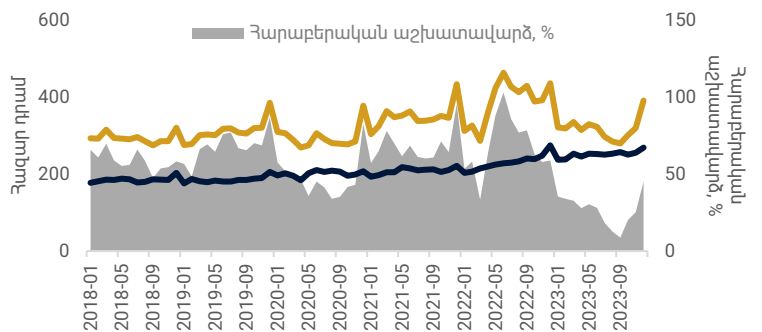
Անձանց թիվը, հազար մարդ



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ

ՀՀ և ՌԴ շինարարության ճյուղում աշխատավարձերի տարբերությունը փոքրացել է ինչը կարող է ազդել ՌԴ մեկնող ՀՀ սեզոնային միգրանտների հոսքերի վրա:

Գծապատկեր 3.Գ.3. Շինարարության ոլորտի աշխատավարձերը Ռուսաստանում և Հայաստանում Ձախ առանցք՝ հազար ՀՀ դրամ, աջ առանցք՝ հարաբերական աշխատավարձ, %



Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԿ

## Աշխատավարձերի աճ

Մասնավոր հատվածի անվանական աշխատավարձերի աճը պահպանվում է բարձր մակարդակում կազմելով տ/տ 7.9% (գծապատկեր 3.9.4). Դա մասամբ պայմանավորվել է արտադրողականության աճով (օր.՝ բարձր արտադրողական աշխատուժի ներհույք SS ոլորտում և այլն): Վերջին ամիսների ընթացքում աշխատավարձի աճի տեմպի որոշակի դանդաղումը հետևանք է աշխատուժի առաջարկի աճի (օր.՝ Հնդկաստանից աշխատանքային միգրանտների ներհույք, աշխատուժի մասնակցության աճ, Արցախից բռնի տեղահանված բնակչություն և այլն): Չնայած մասնավոր հատվածի աշխատավարձերի աճի տեմպի որոշակի դանդաղմանը, այն շարունակում է պահպանվել գնաճի և բնականոն գնաճի ցուցանիշների համեմատությամբ առավել բարձր մակարդակում, ինչը կարող է հանգեցնել գնաճային ճնշումների:

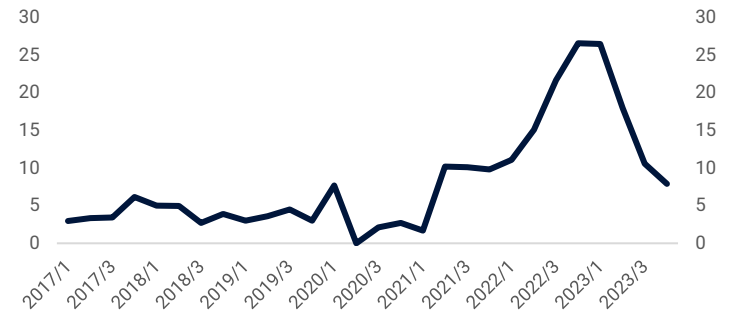
## Գնաճ

Գնաճային միջավայրը զգալիորեն մեղմվել է՝ պայմանավորված համաշխարհային տնտեսությունից ածանցվող գնաճային ճնշումների թուլացմամբ, ինչը հիմնականում արտահայտվել է ներմուծվող ապրանքների գնանկմամբ: Արտաքին և ներքին պահանջարկով պայմանավորված ծառայությունների գնաճը, նախորդ տարիների բարձր մակարդակներից հետո, որոշակիորեն նվազել է: Միևնույն ժամանակ, սպառողական վարկերի շարունակական աճը, ինչպես նաև աշխատանքի շուկայից ածանցվող ճնշումները կարող են պահանջարկով պայմանավորված գնաճային ճնշումներ առաջացնել, ինչին կնպաստեն նաև ընթացիկ տարում հարկային վարչարարության փոփոխությունները (այդ թվում՝ շրջանառության հարկ, ակցիզային հարկ, տաքսի ծառայությունների հարկում և այլն): Գնաճի վրա ընդհանուր ազդեցությունը կլինի համեմատաբար սահմանափակ, նույնիսկ թույլ՝ սպառողի վրա ամբողջությամբ չփոխանցվելու պարագայում: Ըստ շուկայում առկա կանխատեսումների (այդ թվում ԱՄՀ) գնաճը մոտ ապագայում կլինի թիրախին մոտ կամ ցածր մակարդակում (աղյուսակ 3.9.1).

2024 թ. հունվարին ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսը (այսուհետ՝ ՈԱԿԳԻ) պահպանվել է համեմատաբար կայուն մակարդակում կազմելով տ/տ 3.0%: 2023 թ. 4-րդ եռամսյակում բնակարանների վարձակալության և այլ ոչ արտահանելի ծառայությունների նկատմամբ պահանջարկի աճով պայմանավորված գնաճային միտումներն աստիճանաբար մարել են՝ արտահայտվելով կոշտ գներով աչքի ընկնող ապրանքների գնաճային ճնշումների մեղմմամբ: Միևնույն ժամանակ, արտաքին պահանջարկով պայմանավորված ծառայությունների՝ հատկապես օդային տրանսպորտի, ռեստորանների, հյուրանոցների, մշակույթի և հանգստի ծառայությունների սակագների աճը որոշակիորեն դանդաղել է, իսկ ամսական կտրվածքով որոշ ծառայությունների մասով նույնիսկ գնանկումներ են արձանագրվել (օր.՝ հյուրանոցներ (2.8%), տրանսպորտ (1.2%)): Բնականոն գնաճը, որի կազմում չեն ներառվում սեզոնային պարենային ապրանքներն ու կարգավորվող ծառայությունները, պահպանվել է բացասական տիրույթում կազմելով տ/տ -0.4%, ինչը մեծապես արտացոլում է ներմուծվող ապրանքներից փոխանցվող գնանկումային միտումները (օր.՝ հացամթերք, յուղեր և ճարպեր, շաքարավազ և այլն):

Անվանական աշխատավարձերի աճը մնում է բարձր՝ էականորեն նվազելով նախորդ տարիների մակարդակից:

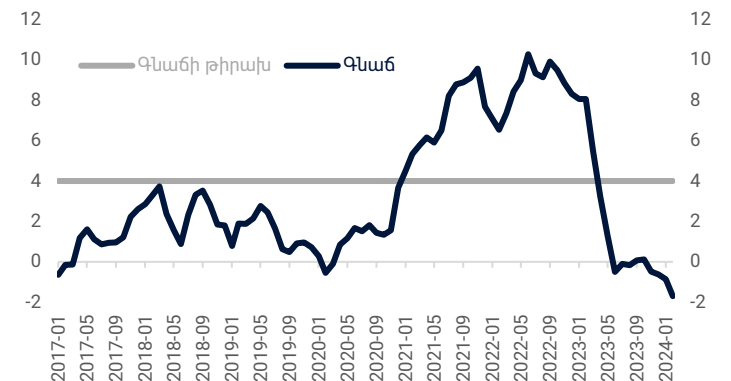
Գծապատկեր 3.9.4: Մասնավոր հատվածի անվանական աշխատավարձերի աճը  
%, նախորդ տարվա նույն եռամսյակի նկատմամբ



Աղբյուրը՝ ՀՀՎԿ

ՍԳԻ-ն մնում է բացասական տիրույթում՝ հիմնականում պայմանավորված ներմուծված ապրանքների ցածր գներով, ծառայությունների գնաճը որոշակիորեն մեղմվել է:

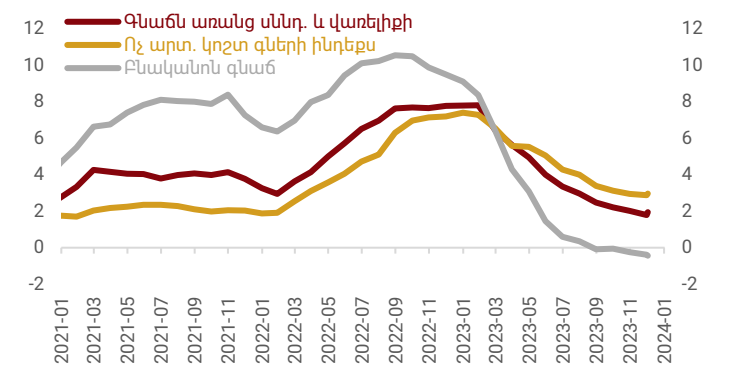
Գծապատկեր 3.9.5: Գնաճ  
%, նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ



Աղբյուրը՝ ՀՀՎԿ, ՀՀԿԲ

Ոչ արտահանելի կոշտ գներով աչքի ընկնող ապրանքների գնաճը շարունակում է մեղմվել:

Գծապատկեր 3.9.6: Հիմնարար գնաճի ցուցանիշները  
%, նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ



Աղբյուրը՝ ՀՀՎԿ, ՀՀԿԲ



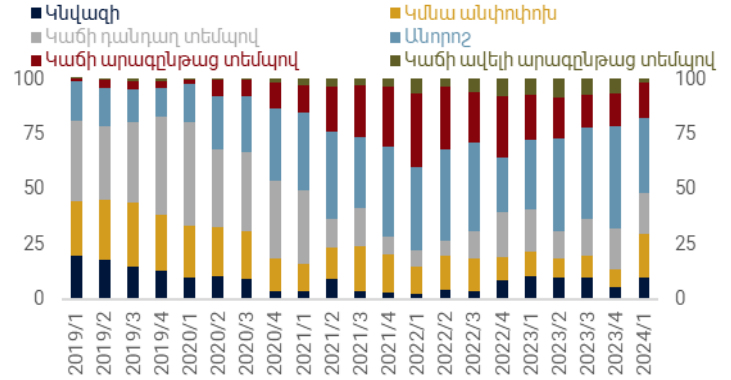
## Գնաճային սպասումներ

Համաձայն տնային տնտեսությունների գնաճային սպասումների վերաբերյալ ՀՀ ԿԲ կողմից իրականացվող հարցման արդյունքների՝ 2024 թ. 1-ին եռամսյակում նախորդ եռամսյակի համեմատությամբ ավելի քիչ տնային տնտեսություններ են ակնկալում գնաճի՝ համեմատաբար արագ տեմպերով ավելացում: Դա համահունչ է տնտեսությունում գնանկումային միտումներին, ինչն արտահայտվում է գնաճի ընդհանուր մակարդակում: Ավելին, տնային տնտեսությունների մեծ մասն ակնկալում է, որ գնաճը կմնա կայուն կամ կաճի դանդաղ տեմպերով: Թեև նախորդ երկու եռամսյակների համեմատությամբ գնաճի վերաբերյալ անորոշություններն ավելի ցածր են, այնուամենայնիվ, շարունակում են պահպանվել բարձր մակարդակում, ինչը, ամենայն հավանականությամբ, արտացոլում է որոշ ապրանքների, մասնավորապես՝ ծառայությունների բարձր գնաճի պահպանման վերաբերյալ հանրային ընկալումները: Կարևոր է նշել, որ թեև 1-ին եռամսյակի հարցման արդյունքներով ընդհանուր միտումը որոշակի դրական զարգացումն է, այնուամենայնիվ, գնաճային սպասումները, ընդհանուր առմամբ, 2021-22 թթ. համեմատությամբ պահպանվել են բարձր մակարդակում, ինչը վկայում է, որ գնաճային սպասումները շատ ավելի դանդաղ են ճշգրտվել ընդհանուր գնաճի էական նվազման միտումների համեմատությամբ:

Հարցվողների ավելի քիչ մասն է սպասում բարձր գնաճ, սակայն անորոշության բարձր մակարդակը պահպանվում է:

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

Հարցման մասնակիցների տեսակարար կշիռը, եռամսյակային



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

## Աղյուսակ 3.Գ.1. Հայաստանի տնտեսական աճի և գնաճի կանխատեսումներ

Աղբյուր	ԱՄՀ	ԿԲ հարցում
Ամսաթիվ	10-2023	2023 թ. 4-րդ եռամսյակ
<b>ՀՆԱ աճ (տարեկան, %)</b>		
2023 (փաստացի)		8.7
2024	5.0	6.0
2025	4.5	5.5
2026	4.5	5.5
<b>Գնաճ (տարեկան, %)</b>		
2023 (փաստացի)		-0.6
2024	4.0	3.3
2025	4.0	4.0
2026	4.0	4.0

Աղբյուրը՝ ԱՄՀ, ՀԲ, ԱԶԲ, ԿԲ մակրոտնտեսական հարցում

### Ներգիր 3. Ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքս. դրամավարկային քաղաքականության վերլուծությունների նոր հայեցակարգերի մշակում

Անորոշությունների պայմաններում, դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացման գործընթացում, կարևոր մակրոտնտեսական փոփոխականների (օրինակ՝ գնաճ) առանձին բաղադրիչների տարբեր համադրությունների կառուցումը քաղաքականություն մշակող և իրականացնող մարմիններին հնարավորություն է տալիս տնտեսության և քաղաքականության համապարփակ վերլուծությունների շրջանակներում առավել ամբողջական պատկերացում կազմելու հիմնարար պայմանների զարգացումների վերաբերյալ: Ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսի (այսուհետ՝ ՈԱԿԳԻ) մշակման հիմնական նպատակը հիմնարար գնաճի այլընտրանքային, զուտ վիճակագրական բնույթ ունեցող ցուցանիշի կառուցումը է: Հիմնարար գնաճի ավանդական ցուցանիշների (օրինակ՝ բնականոն գնաճ, գնաճի մեդիան և այլն) հիմքում ընկած վիճակագրական մոտեցումները շատ հաճախ կենտրոնանում են գնաճի կազմից առավել տատանողական բաղադրիչների հեռացման վրա՝ առանց խորապես հաշվի առնելու առանձին բաղադրիչների խմբավորման և դասակարգման հիմքում ընկած տնտեսագիտական հիմնավորումը: ՈԱԿԳԻ-ի մշակման շարժառիթը դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի ներքո գնաճի նոր հայեցակարգի կառուցումն է և դրա հիման վրա վերլուծությունների իրականացումն ու հաղորդակցումը: Դա համապատասխանում է դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի երկու ամենակարևոր ուղիներին՝ կարճաժամկետ տոկոսադրույքների ակնկալվող ուղեգիծ և փոխարժեք:

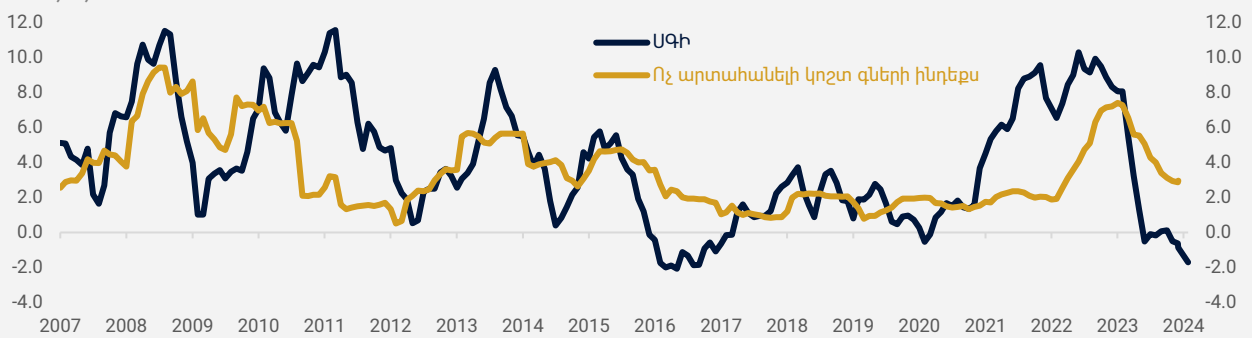
Անորոշությունների պայմաններում ապագային միտված վերլուծությունների գործընթացում քաղաքականություն իրականացնող մարմինները պետք է մեծ ուշադրություն դարձնեն գնաճային սպասումների հնարավոր ապաստարանային վաղ, նախազգուշական ազդանշաններին: Այս համատեքստում, հատկապես օգտակար է գնաճի այնպիսի ցուցանիշի դիտարկումը, որն առավել լավ կարտացոլի տնտեսությունում ընդհանրացված ավելցուկային պահանջարկի պայմանները և կօգնի ավելի լավ պատկերացում կազմելու տնտեսությունում գների ընդհանուր մակարդակի փոփոխությունների հիմքում ընկած շարժառիթների վերաբերյալ: Ժամանակի ընթացքում կարճաժամկետ տոկոսադրույքների արդյունավետության գնահատման համար առանցքային համարվող փոխարժեքի տատանումների նկատմամբ զգայուն (ճկուն) և պակաս զգայուն (կոշտ) գների տարանջատման հայեցակարգային հիմքերը կառուցված են Դորևբուշի «Overshooting sticky-price model» և Ռոզոֆի ու Օբստֆելդի «New Open Economy (NOEM)» աշխատությունների հիման վրա: Արտահանելի ապրանքները ուղղակիորեն իրենց վրա կրում են փոխարժեքի տատանումների ազդեցությունը և ունեն համեմատաբար ճկուն գներ, մինչդեռ ոչ արտահանելի ապրանքները (հիմնականում ծառայություններ) առանձնանում են համեմատաբար կոշտ գներով:

Կոշտ գների հիմքում ընկած տրամաբանությունն այն է, որ որոշ ապրանքների գները սահմանվում/փոփոխվում են ավելի քիչ հաճախականությամբ, քան մյուսներինը: Այս համատեքստում խելամիտ է մտածել, որ կոշտ գները կարող են պարունակել գնաճային սպասումների՝ ապագային միտված որոշակի տեղեկատվություն: Ըստ այդմ՝ ճկուն գների համեմատությամբ կոշտ գներն ավելի շատ են միտված ապագային և կարող են գնաճային սպասումների վերաբերյալ ավելի լավ ազդանշաններ պարունակել: Միևնույն ժամանակ, ճկուն գներն իրենց վրա կրում են եզակի կամ յուրօրինակ ցնցումների ազդեցությունը և կարող են, շուկայական պայմանների փոփոխություններին զուգահեռ, շատ արագ ճշգրտվել և գնաճային վաղ միտումների վերաբերյալ կարևոր նախազգուշական ազդակներ հաղորդել: Դրամավարկային քաղաքականության կողմից վերոնշյալ ազդակներին համարժեքորեն արձագանքման ձախողումը, հատկապես ընդհանրացված ավելցուկային պահանջարկի ճնշումների պայմաններում, կարող է առաջացնել գնաճային ճնշումների՝ տնտեսության առավել կոշտ հատվածներ (օր.՝ աշխատավարձեր, ՈԱԿԳԻ) տեղափոխման ռիսկեր: Այս պարագայում, գների կայունության ապահովման նպատակով, դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից կպահանջվի առավել խիստ արձագանք, ինչը, իր հերթին, կարող է վնասներ առաջացնել տնտեսության իրական հատվածում: Վերոնշյալ եղանակով արտահանելի և ոչ արտահանելի ապրանքների տարանջատումը քաղաքականություն մշակող մարմիններին հնարավորություն կտա վերլուծելու և հաղորդակցելու փոխարժեքի դերն ավելի խելամիտ ճանապարհով:

ՀՀ ԿԲ-ի կողմից ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսը մշակվել է վերոնշյալ ուսումնասիրությունների, ինչպես նաև Ատլանտայի Դաշնային պահուստային բանկի կողմից կոշտ գների ինդեքսի կառուցման աշխատանքների հիման վրա: Այն ներառում է այնպիսի ծառայություններ, ինչպիսիք են՝ բնակարանների վարձավճարը, առողջապահական և կրթական ծառայությունները և այլն: ՈԱԿԳԻ-ն կազմում է ՀՀ սպառողական զամբյուղի մոտ 16%-ը (2024 թ.):

Միևնույն ժամանակ, կարևոր է նշել, որ ինչպես գնաճի ցանկացած այլ ցուցանիշ, ՈԱԿԳԻ-ն տարաբնույթ մարտահրավերների հեշտ կամ պարզ լուծում չէ: Ռիսկերի խելամիտ կառավարման, թափանցիկ հաղորդակցման, պատմական զարգացումների հիման վրա քննադատական մտածելակերպով կառուցված դրամավարկային քաղաքականության համապարփակ համակարգի ներքո ՈԱԿԳԻ-ն բավականին օգտակար գործիք է և կարող է նպաստել քաղաքականություն մշակող մարմինների կողմից առավել տեղեկացված որոշումների կայացմանը և հաղորդակցմանը:

Գծապատկեր Ն.3.1. Գնաճի ցուցանիշներ. սպառողական գների ինդեքս և ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքս  
տ/տ աճ, %, 2007-2023



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Գծապատկեր Ն.3.1-ում ներկայացված են գնաճի և ՈԱԿԳԻ-ի տ/տ ցուցանիշների պատմական շարքերը ՀՀ-ում: Թեև ժամանակի ընթացքում, ի պատասխան տարբեր գործոնների և ցնցումների (այդ թվում՝ եզակի և յուրօրինակ ցնցումներ), գնաճն արձանագրել է համեմատաբար ավելի մեծ տատանողականություն, ՈԱԿԳԻ-ն, ներգիրում ամփոփված պատճառներով, աճել է միայն այն ժամանակահատվածներում, երբ առկա են եղել ընդհանրացված ավելցուկային պահանջարկի ճնշումներ, որոնք ենթադրել են դրամավարկային քաղաքականության համեմատաբար խիստ արձագանք (օր.՝ 2013-2014 թթ. ՌԻ ֆինանսական ճգնաժամ, հետկովիդյան ժամանակաշրջան և այլն):

# Դ. Ֆինանսական շուկայի զարգացումներ

## Ֆինանսական շուկայի սպասումները տոկոսադրույքի վերաբերյալ

ԿԲ-ն պարբերական հարցումներ է իրականացնում ֆինանսական շուկայի մասնակիցների, այդ թվում՝ առևտրային բանկերի, ինստիտուցիոնալ ներդրողների, ակտիվների կառավարիչների և այլ անձանց շրջանում (տե՛ս ներգիր 4): Համաձայն 2024 թվականի մարտի 6-ին իրականացված հարցումների՝ շուկայի մասնակիցները, միջին հաշվով, ակնկալում են, որ ԿԲ-ն տոկոսադրույքների վերաբերյալ հաջորդ ութ որոշումների ընթացքում կշարունակի աստիճանաբար թուլացնել քաղաքականության տոկոսադրույքը: Հարցվողների գնահատումների հիմքում ընկած հիմնական ռիսկերը և խնդիրները նաև կարևոր տեղեկատվություն են՝ ԿԲ սցենարների բազմությունը ձևավորելու համար:

Եկամտաբերության կորից դուրս բերված սպասումները ցույց են տալիս տոկոսադրույքների ավելի բարձր մակարդակ, քան միջինում ակնկալվում է հարցվողների շրջանում: Ընդհանուր առմամբ, հունվարից հետո եկամտաբերության կորի երկարաժամկետ (հատկապես 1 տարուց ավելի) հատվածը տեղաշարժվել է ներքև: Երկարաժամկետ տոկոսադրույքների նվազումը մասնակիորեն արտահայտում է քաղաքականության տոկոսադրույքի աստիճանական նվազումը դեպի չեզոք մակարդակ (տե՛ս գծապատկեր 3.Դ.3): Այնուամենայնիվ, նախորդ տարվա սեպտեմբերից հետո կորի կարճաժամկետ հատվածը մնում է բարձր, ինչը, ամենայն հավանականությամբ, նախորդ տարվա սեպտեմբերյան արցախյան իրադարձություններից հետո շուկայի մասնակիցների կողմից դրամի արժեզրկման սպասումների կամ ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի ավելացման արտացոլումն է: Այլընտրանքային մեկնաբանությունը կարող է կապված լինել ոչ թե արժեզրկման կամ տոկոսադրույքների բարձրացման սպասումների, այլ տոկոսադրույքների մեջ գնահատվող հավելավճարի տատանողականության հետ՝ պայմանավորված պետական արժեթղթերի շուկայում առաջարկի և պահանջարկի տեղաշարժերով:

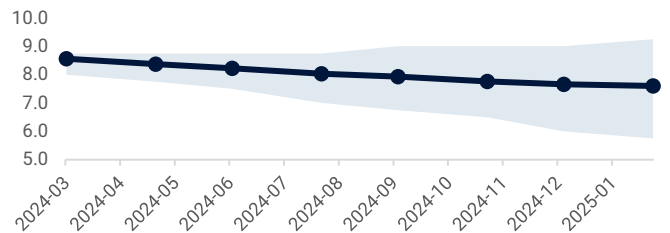
## Չեզոք տոկոսադրույք

Դրամավարկային քաղաքականության թուլացմանը համահունչ 4-րդ և 1-ին եռամսյակներում տնտեսությունում նվազել են նաև իրական տոկոսադրույքները: Այնուհանդերձ, չեզոք տոկոսադրույքի մակարդակի շուրջ անորոշությունը առաջ է քաշում այն հարցադրումը, թե որքանով են իրական տոկոսադրույքները դեռևս բարձր մնում չեզոք մակարդակից, որն արտահայտում է դրամավարկային քաղաքականության ոչ զսպող, ոչ էլ խթանող, այլ չեզոք դիրքը: Մի կողմից՝ 2023 թվականի սեպտեմբերից հետո եկամտաբերության կորի դեպի վեր տեղաշարժը կարող է մեկնաբանվել որպես ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի աճ, ինչն էլ կարող է արտահայտվել ավելի բարձր չեզոք տոկոսադրույքի գնահատականում, ինչպես նաև երկարաժամկետ տոկոսադրույքների աճն աշխարհում ևս կարող է վկայել համաշխարհային չեզոք տոկոսադրույքների ավելի բարձր մակարդակի մասին՝ անհրաժեշտություն առաջացնելով նաև զարգացող երկրներում վերանայելու չեզոք տոկոսադրույքների վերաբերյալ պատկերացումները: Մյուս կողմից՝ վերջին տարիներին ՀՀ-ում արտահանման կարողությունների աճը և իրական արդյունավետ փոխարժեքի արժևորումը կարող են վկայել ավելի ցածր չեզոք տոկոսադրույքի մասին, քանի որ ներդրողները որոշումներ կայացնելիս հաշվի են առնում նաև փոխարժեքի միտումները դրամով կամ արտարժույթով ակտիվներում: Չեզոք

տոկոսադրույքի մասին առավել մանրամասն տեղեկատվությունը տե՛ս ՀՀ ԿԲ 2019 թ. 4-րդ եռամսյակի Գնահի հաշվետվության ներգիր 2-ում:

Շուկայի մասնակիցների մեծ մասն ակնկալում է հաջորդ տարվա ընթացքում քաղաքականության տոկոսադրույքի աստիճանական թուլացում:

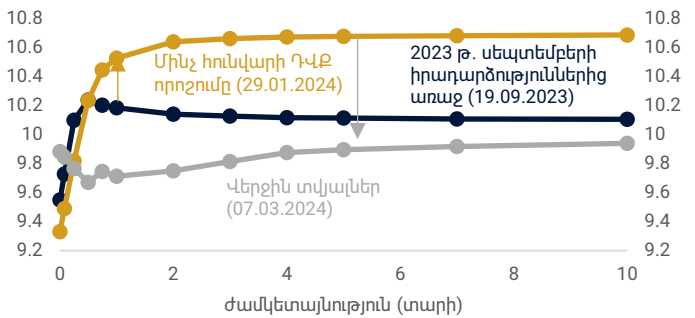
**Գծապատկեր 3.Դ.1.** Քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգիծն ըստ ֆինանսական շուկայի մասնակիցների սպասումների (ըստ ԿԲ հարցումների (6 մարտի 2024 թ.))  
Տոկոսադրույք, %



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Սեպտեմբերյան իրադարձություններով պայմանավորված աճից հետո պարտատոմսերի եկամտաբերությունը փետրվարին կայուն նվազել է:

**Գծապատկեր 3.Դ.2.** Եկամտաբերության կոր եկամտաբերություն, %

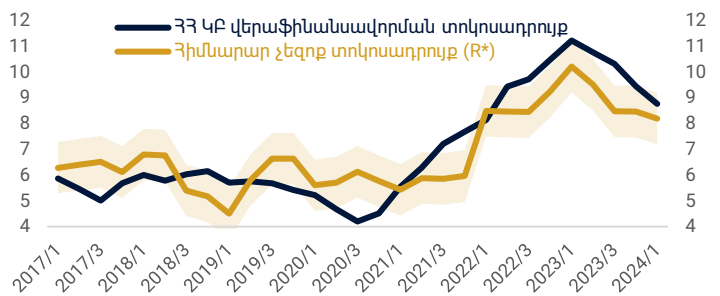


Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Ինչքան խիստ են դրամավարկային պայմանները:

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

Տոկոսադրույք, %



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

## Վարկավորման պայմաններ

Առևտրային բանկերի կողմից ներգրավված և տրամադրված միջոցները շարունակել են աճել 2023 թվականի 4-րդ եռամսյակում արտահայտելով բարձր տնտեսական ակտիվությունը: Միևնույն ժամանակ, նկատվել է տնային տնտեսություններին տրամադրված վարկերի տոկոսադրույքների որոշակի աճ պայմանավորված վարկավորման պահանջարկի բարձր մակարդակով: Երկու տարի անընդմեջ գրանցվող բարձր տնտեսական աճը, մասնավոր հատվածում եկամուտների ավելացումը և եկամուտների համեմատությամբ պարտքի սպասարկման բեռի նվազումը կարող են ավելացնել վստահությունը մասնավոր հատվածում՝ նպաստելով տնտեսությունում վարկավորման հետագա արագացմանը և գնաճային ճնշումների ավելացմանը: ՀՀ ԿԲ կողմից իրականացված հարցումները ցույց են տալիս, որ առևտրային բանկերի վարկավորման պայմանների ինդեքսը գտնվել է զուտ դյուրացման տիրույթում: Սպասվում է վարկավորման պահանջարկի ավելացում հիմնականում պայմանավորված սպառողական և բիզնես վարկավորման աճով: Հիպոտեկային վարկերի սպասվող պահանջարկի ինդեքսը ևս որոշակիորեն վերականգնվել է և գտնվում է զուտ դյուրացման տիրույթում, այնուամենայնիվ, կան հիպոտեկային վարկավորման պահանջարկի դանդաղման որոշակի ռիսկեր՝ պայմանավորված, հարցվողների գնահատմամբ, անշարժ գույքի վարձակալության թույլ պահանջարկով և եկամտահարկի հետ վերադարձի օրենքում սպասվող փոփոխություններով:

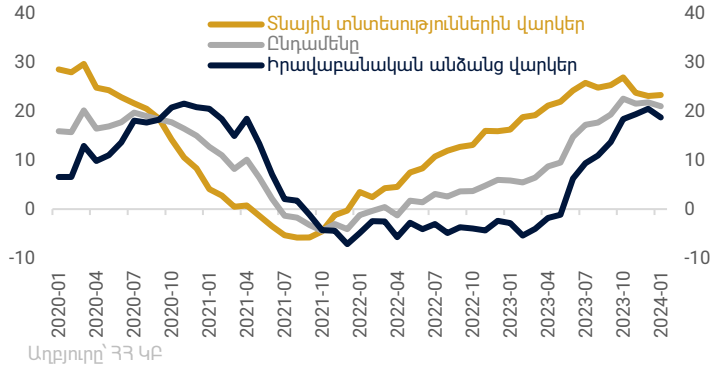
## Անվանական փոխարժեք

2024 թ. առաջին եռամսյակում դրամը համեմատաբար կայուն է մնացել ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ, մինչդեռ փոքր-ինչ արժեզրկվել է եվրոյի և ռուբլու նկատմամբ (գծապատկեր 3.Դ.7): Վերջինս հիմնականում պայմանավորված է այդ արժույթների՝ ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ արժևորմամբ: ՀՀ դրամի համեմատաբար կայուն վարքագիծը պայմանավորված է արժևորման և արժեզրկման գործոնների հավասարակշռմամբ: Մի կողմից՝ ՀՀ ծառայությունների նկատմամբ բարձր արտաքին պահանջարկը և բարձր արտադրողական ծառայությունների թողարկման և արտահանման բարձր մակարդակը շարունակում են արժևորման ճնշումներ գործադրել, մյուս կողմից՝ ՀՀ ներքին բարձր պահանջարկը նպաստում է ներմուծման արագացմանը և արժեզրկման ճնշումների առկայությանը:

Երկրի ռիսկի հավելավճարը (գծապատկեր 3.Դ.8., գնահատվում է որպես 2029 թվականին մարվող հայկական եվրոպարտատոմսերի եկամտաբերության և նույն մարման ժամկետով հենանիշային ռիսկից զերծ տոկոսադրույքի տարբերություն) մնում է համեմատաբար ցածր՝ 2023 թվականի սեպտեմբերին և հոկտեմբերին Արցախում տեղի ունեցած իրադարձությունների հետևանքով դիտված որոշակի աճից հետո: Ներկայումս այն ցածր է մինչև սեպտեմբեր նկատված մակարդակից՝ մասամբ հետևելով զարգացող շուկաների միտումներին: Այդ ժամանակից ի վեր ԱՄՆ-ում երկարաժամկետ տոկոսադրույքների անկումը նվազեցրեց զարգացող շուկայական տնտեսություններից կապիտալի արտահոսքի հետ կապված մտահոգությունները՝ այդպիսով հանգեցնելով, ընդհանուր առմամբ, զարգացող շուկայական տնտեսությունների ռիսկայնության դրական վերագնահատմանը: Այնուամենայնիվ, Հայաստանի տնտեսությանը հատուկ գործոնները, ներառյալ տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական լարվածության հեռանկարի անորոշությունը, ռիսկեր են ստեղծում երկրի ռիսկի հավելավճարի համար՝ անդրադառնալով ֆինանսական շուկաների և կապիտալի հոսքերի վրա:

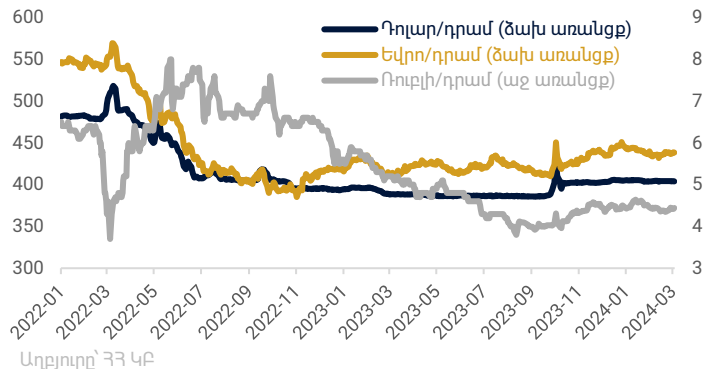
Սպառողական վարկերի պահանջարկը շարունակում է աճել:

**Գծապատկեր 3.Դ.4.** Առևտրային բանկերի կողմից տնային տնտեսություններին և իրավաբանական անձանց տրամադրված վարկերի փոփոխությունը %, նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ



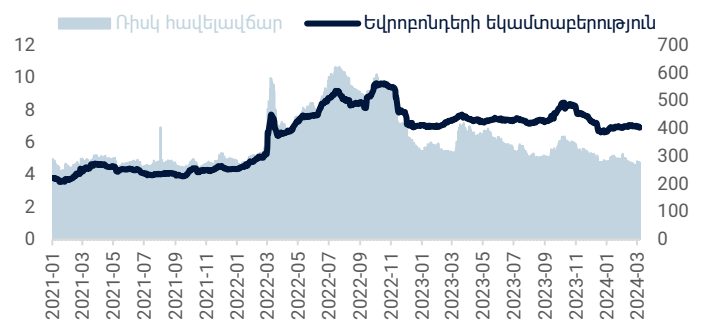
2022 թվականի կեսերից դրամի զգալի արժևորում:

**Գծապատկեր 3.Դ.5.** Անվանական փոխարժեքը դոլարի, եվրոյի և ռուբլու նկատմամբ՝ Ձախ առանցք՝ դոլար/ դրամ և եվրո/դրամ, աջ առանցք՝ ռուբլի/դրամ



Տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական լարվածության հեռանկարի հետ կապված անորոշությունը բարձր ռիսկեր կարող է առաջացնել ֆինանսական շուկաներում, այդ թվում՝ երկրի ռիսկի հավելավճարի վերագնահատման միջոցով:

**Գծապատկեր 3.Դ.6.** 2029 թվականին մարվող հայկական եվրոբոնդերի եկամտաբերությունը և երկրի ռիսկ-հավելավճարի գնահատականը՝ Ձախ առանցք՝ %, եկամտաբերություն, աջ առանցք՝ բազիսային կետ, երկրի ռիսկ-հավելավճար



Աղբյուրը՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, ՀՀ ԿԲ



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

ԿԶՎՀ-2-ի ներքո, ռիսկերի խելամուտ կառավարման վրա հիմնված դրամավարկային քաղաքականությունը ենթադրում է սցենարների կառուցման այլ մոտեցում: Հիմնական կամ բազային կանխատեսումները որպես կենտրոնական կամ լավագույն տեղեկատվություն դիտարկելու և շուկայի մասնակիցներին տնտեսական պայմանների զարգացման եզակի տեսակետի շուրջ համախմբելու փոխարեն ՀՀ ԿԲ-ն քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ շուկայի սպասումները դիտարկում է որպես քաղաքականության վերաբերյալ քննարկումների մեկնարկային կետ: Շուկայի սպասումները, ըստ էության, պարունակում են ընթացիկ և ապագա տնտեսական զարգացումների համատեքստում դրամավարկային քաղաքականության համապատասխան արձագանքի վերաբերյալ կարևոր տեղեկատվություն:

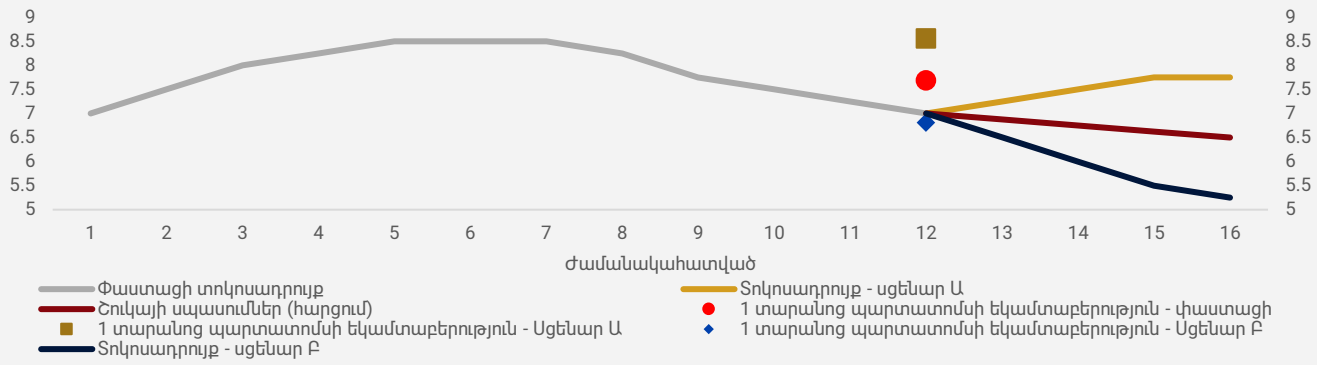
Մինչ գնաճի նպատակադրման ճկուն հայեցակարգային մոտեցումների զարգացումը, դրամավարկային քաղաքականության հաղորդակցումը հիմնականում կենտրոնացված էր ուղղակի գործողությունների, օրինակ՝ քաղաքականության կարճաժամկետ տոկոսադրույքների սահմանման վրա: Սակայն հասարակության մեծամասնության շրջանում կարճաժամկետ տոկոսադրույքները, երկարաժամկետ տոկոսադրույքների համեմատությամբ, այդքան էլ մեծ շեշտադրում չունեն: Երկարաժամկետ տոկոսադրույքներին տրվող նախապատվությունը բացատրվում է նրանով, որ տնային տնտեսություններն ու ձեռնարկությունները սովորաբար այդ ժամկետայնության վարկեր և փոխառություններ են վերցնում կամ տրամադրում: Երկարաժամկետ տոկոսադրույքների երկու հիմնական բաղադրիչներն են ժամկետայնությունն ու ռիսկի հավելվածը և քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգիծը, որոնցից վերջինը համեմատաբար ավելի կարևոր նշանակություն ունի: Գնաճի նպատակադրման ռեժիմի որդեգրումից հետո դրա արդյունավետության անհրաժեշտ նախապայմանն էր ԿԲ տեսակետի և դրա հիմնավորման հաղորդակցման թափանցիկությունը: Առավել հստակ հաղորդակցման շնորհիվ ֆինանսական շուկաները, քաղաքականության որոշումների միջև ընկած ժամանակահատվածում, ձեռք բերեցին վերագնահատումներ կատարելու ճկունություն: Ավելին, որոշումների կայացման օրերի քաղաքականություն մշակողները ոչ միայն սահմանում էին քաղաքականության տոկոսադրույքի մակարդակը, այլև հաղորդակցում էին կարևոր մանրամասներ քաղաքականության որոշումներին առնչվող հարցերի վերաբերյալ, այդ թվում՝ քաղաքականության տոկոսադրույքի փոփոխման ուղղությունները տարբեր զարգացումների, սցենարների և ենթադրությունների պարագայում:

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

**Քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ շուկայի սպասումների** գնահատման նպատակով օգտագործվել է երկու մոտեցում: Առաջին՝ եկամտաբերության կորի ժամանակային/term կառուցվածքի վերաբերյալ որոշակի պատկերացում կազմելու նպատակով որպես մեկնարկային կետ է դիտարկվել սփոթ շուկաներում կարճաժամկետ պարտատոմսերի (մինչև մեկ տարի) վերաբերյալ տեղեկատվությունը և ապագայի վերաբերյալ լիարժեք և ստույգ կանխատեսումներ անելու ենթադրությունը (perfect foresight): Հասկանալի է, որ սփոթ շուկայից ստացվող տեղեկատվությանը բնորոշ են որոշակի անկատարություններ, ինչպես նաև քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի վերաբերյալ շուկայի սպասումների ոչ ամբողջական (կամ ճշգրիտ) պատկեր ունենալու հավանականություն: Օրինակ՝ պարտատոմսերի շուկայում նկատվում է ժամանակային հավելվածների բարձր տատանողականություն, պարտատոմսերի շուկան բախվում է իրացվելիության և բազմաթիվ այլ ցնցումների, ինչը դժվարացնում է գնային փոփոխությունների բնույթի (ո՞ր մասն է պայմանավորված շուկայի սպասումների փոփոխությամբ և որը՞ այլ գործոններով) վերաբերյալ ամբողջական ենթադրություններ անելու գործընթացը: Ելնելով նշվածից՝ առաջին մոտեցմանը զուգահեռ, ԿԲ-ն համեմատաբար մեծ համախառնությամբ իրականացնում է նաև քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի վերաբերյալ ֆինանսական շուկայի մասնակիցների (առևտրային բանկեր, ինստիտուցիոնալ ներդրողներ, հիմնադրամների կառավարիչներ և այլն) հարցում: Սակայն այդ հարցումները ևս ունեն սահմանափակումներ և ոչ միշտ են համընկնում շուկայի փաստացի գնանշումների հետ: Այս համատեքստում, քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի վերաբերյալ շուկայի սպասումների ամբողջական և խելամուտ պատկերի ձևավորման նպատակով մեր կողմից օգտագործվում են և՛ շուկայից ստացվող փաստացի տեղեկատվությունը, և՛ հարցումների արդյունքները՝ հստակ գիտակցելով բոլոր հիմնարար անորոշություններն ու տարաբնույթ մեկնաբանման հավանականությունը:

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

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



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

# Ե. Սցենարների բազմություն

## Սցենարների բազմության նպատակը և կառուցվածքը

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

### Աղյուսակ Ե.1. Սցենարների բազմության կառուցվածքը

Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ
<p><b>Պահանջարկի ընդլայնում.</b></p> <p>Այնպիսի ցնցումներ (շոկեր), որոնք կարող են հանգեցնել համախառն առաջարկի համեմատությամբ համախառն պահանջարկի առաջանցիկ աճի, որն իր հերթին կարտահայտվի բնականոն գնաճի ավելացմամբ: Այս իրավիճակում տնտեսությունում գների կայունության ապահովման և գնաճային սպասումների խարսխման նպատակով, դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից, կարող է պահանջվել տոկոսադրույթների՝ համեմատաբար արագ բարձրացման արձագանք:</p> <p>Բարդություններ՝ Կենտրոնական բանկի նկատմամբ վստահության ցածր մակարդակ:</p> <p>Թողարկում +   Գնաճ +</p>	<p><b>Պահանջարկի զսպում.</b></p> <p>Այնպիսի ցնցումներ (շոկեր), որոնք կարող են հանգեցնել համախառն առաջարկի համեմատությամբ առավել թույլ համախառն պահանջարկի, որն իր հերթին կարտահայտվի բնականոն գնաճի նվազմամբ: Այս իրավիճակում տնտեսությունում գների կայունության ապահովման և գնաճային սպասումների խարսխման նպատակով, դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից, կարող է պահանջվել տոկոսադրույթների՝ համեմատաբար արագ նվազեցման արձագանք:</p> <p>Բարդություններ՝ տոկոսադրույթի արդյունավետ ներքևի սահման, ցածր գնաճային կամ գնանկումային միջավայր:</p> <p>Թողարկում -   Գնաճ -</p>
<p><b>Առաջարկի զսպում.</b></p> <p>Ստաֆֆյացիոն ցնցումներ (շոկեր), որոնց պայմաններում կարող է պահանջվել քաղաքականության տոկոսադրույթի առավել արագ և մեծ չափով բարձրացման արձագանք՝ առաջացնելով գնաճի, տնտեսական աճի կամ այլ նպատակների (օրինակ՝ գործազրկություն) միջև զգալի կարճաժամկետ երկընտրանք:</p> <p>Բարդություններ՝ թույլ տնտեսությունը լրացուցիչ զսպելու հետ կապված խնդիրներ:</p> <p>Թողարկում -   Գնաճ +</p>	<p><b>Առաջարկի ընդլայնում.</b></p> <p>Առաջարկի բարենպաստ ցնցումներ (շոկեր), որոնք կարող են գնաճը հետ բերել իր թիրախային մակարդակին, հանգեցնել առավել բարձր տնտեսական աճի և ցածր տոկոսադրույթների:</p> <p>Բարդություններ՝ հնարավոր են ռիսկեր, եթե տնտեսության ընթացիկ միտումներն ապագայում ևս պահպանվեն:</p> <p>Թողարկում +   Գնաճ -</p>

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

## Սցենարների բազմություն. 2024 թվականի առաջին եռամսյակ

### Աղյուսակ Ե.2. Սցենարների բազմություն. 2024 թվականի առաջին եռամսյակ

Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ
<ul style="list-style-type: none"> <li>Ներքին պահանջարկով պայմանավորված կայուն և բարձր տնտեսական աճի, գերտաքացած աշխատաշուկայի, ինչպես նաև աշխատավարձերի և գների՝ դեպի ներքև ճշգրտման կոշտությունների պայմաններում գնաճը թիրախային մակարդակին վերադարձնելու նպատակով ԱՄՆ ԴԴԳ-ն կշարունակի վարել զսպող դրամավարկային քաղաքականություն՝ պահպանելով տոկոսադրույքները բարձր մակարդակում ավելի երկար, քան ֆինանսական շուկայի սպասումներն են, ինչն իր հնարավոր ազդեցությունը կունենա զարգացող և զարգացած երկրների (այդ թվում՝ ԶՀ) միջև ֆինանսական հոսքերի վրա:</li> <li>Մերձավոր Արևելքում և Կարմիր ծովում ճգնաժամի հետագա սրացումը կխորացնի համաշխարհային արժեչղթաների խաթարումները, այդ թվում՝ նավթի արդյունահանման և տեղափոխման տեսանկյունից, և ճնշումներ կգործարդի համաշխարհային գնաճի ավելացման ուղղությամբ, արդյունքում մի կողմից՝ սահմանափակելով առաջատար երկրների ԿԲ-ներին՝ առաջիկայում թուլացնելու դրամավարկային քաղաքականությունը, մյուս կողմից՝ լրացուցիչ գնաճային միջավայր ստեղծելով ներմուծվող ապրանքների տեսանկյունից:</li> <li>Ռուս-ուկրաինական հակամարտության պահպանման և ՌԴ նկատմամբ երրորդ երկրների կողմից կիրառված սահմանափակումների շարունակական խստացման պայմաններում ՌԴ-ից դեպի ԶՀ միջազգային այցելուների մեծ հոսքի, ինչպես նաև ԶՀ ապրանքների և ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկի նոր հնարավոր ալիքի ներքո ԶՀ տնտեսությունում կձևավորվեն լրացուցիչ պահանջարկ և գնաճային ճնշումներ:</li> <li>ԶՀ-ում գնաճային սպասումները և գնաճի վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում են բարձր մակարդակում, ինչը, պահանջարկի դրական միջավայրի պայմաններում, կարող է ազդել սպառողների վարքագծի վրա՝ նպաստելով պահանջարկի էլ ավելի ընդլայնմանը ու գնաճային ռիսկերի ավելացմանը:</li> <li>ԶՀ սահմանային լարվածության պահպանումը, Արցախի իրադարձությունները և աշխարհաքաղաքական հետագա զարգացումների հետ կապված անորոշությունը ռիսկեր են առաջացնում ԶՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի՝ դեպի վերև վերագնահատման, ֆինանսական շուկայում տատանողականության ավելացման, գնաճային սպասումների ապախարսխման, ինչպես նաև ԶՀ-ից կապիտալի և աշխատուժի արտահոսքի տեսանկյունից, որոնք առավելապես կունենան գնաճային ազդեցություններ, սակայն հնարավոր են նաև պահանջարկի թուլացման հետ կապված որոշակի հակակշռող գործոններ:</li> </ul> <p style="text-align: right;"><i>Ճարտնակությունը հաջորդ էջում</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Համաշխարհային տնտեսությունում, հատկապես ԵՄ-ում և Չինաստանում, պահպանվում են թույլ տնտեսական աճի միտումները, որոնք կարող են նախադրյալներ ստեղծել ավելի լուրջ տնտեսական անկման սցենարների համար: Եթե Չինաստանի անշարժ գույքի շուկայում առկա խնդիրները վերածվեն ավելի լայնամասշտաբ ֆինանսական խնդիրների և խոր անկման, նավթի և միջազգային ապրանքահումքային ապրանքների պահանջարկը կտրուկ կնվազի: Հաշվի առնելով Չինաստանի դերը համաշխարհային տնտեսությունում սա կարող է հանգեցնել ապրանքահումքային շուկաներում գների էական նվազմանը և համաշխարհային պահանջարկի էական դանդաղմանը (Ֆ տիպի կամ ծայրահեղ զարգացման սցենար):</li> <li>Չնայած ՌԴ տնտեսական աճը պահպանվում է բարձր մակարդակում, այնուհանդերձ, տնտեսական աճի (ռազմական մեծ ծախսերի վրա հիմնված) կայունության մասով առկա են մտահոգություններ, հետևաբար տնտեսական ակտիվության հնարավոր կտրուկ դանդաղման և դրանից ածանցվող բացասական ազդեցությունների ֆոնին կստեղծվեն ԶՀ դրամական փոխանցումների և ԶՀ ապրանքների ու ծառայությունների նկատմամբ ՌԴ պահանջարկի հետագա նվազման ուղղությամբ խնդիրներ:</li> <li>Անշարժ գույքի շուկայում գերտաքացած վիճակի պահպանումը ռիսկեր է պարունակում շինարարության ոլորտի հետագա դանդաղման և անշարժ գույքի գների նվազման տեսանկյունից, ինչը լրացուցիչ զսպող ազդեցություն կփոխանցի տնտեսության հարակից ոլորտներին՝ ձևավորելով տնտեսությունում համախառն պահանջարկի նվազման ու գնանկումային ազդեցությունների ռիսկեր:</li> <li>ԶՀ-ում մասնավոր և պետական ներդրումների արագացման, ինչպես նաև ներուժի ավելացմանը նպաստող տարբեր գործոնների (աշխատուժի առաջարկ, ՏՏ ոլորտի արտադրողականություն ևն) դրսևորմանը զուգահեռ, տնտեսական աճի ու պահանջարկի դանդաղումը էականորեն կխախտի տնտեսական հավասարակշռությունը՝ հանգեցնելով պահանջարկի պակասորդի ձևավորմանը և գնանկումային ճնշումների խորացմանը:</li> <li>Առավել երկար ժամանակահատվածում գնաճի՝ թիրախային մակարդակից ցածր պահպանումը հնարավոր է հանգեցնի գնաճային սպասումների կտրուկ նվազմանը, երկար պահպանմանը և զսպված սպառողական վարքագծի առաջացմանը:</li> <li>Բնակչության աստիճանական ծերացումը հանգեցնում է տնային տնտեսությունների՝ առավելապես խնայողություններին հակված վարքագծի դրսևորմանը, ինչը երկարաժամկետ հատվածում պարունակում է պահանջարկի հարաբերականորեն թուլացման և գնանկումային ռիսկեր:</li> </ul> <p style="text-align: right;"><i>Ճարտնակությունը հաջորդ էջում</i></p>

Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ (շարունակություն)	Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ (շարունակություն)
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Ներքին տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի ձևավորման և երկարատև պահպանման սցենարներ.             <ul style="list-style-type: none"> <li>- Չնայած ընդհանուր գնաճը պահպանվում է թիրախից ցածր մակարդակում, բնականոն գնաճի որոշ ցուցանիշների (այդ թվում՝ ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսի) բարձր մակարդակներում պահպանումը ենթադրում է, որ ավելցուկային պահանջարկի պայմանները ՀՀ-ում դեռևս պահպանվում և ընդլայնվում են:</li> <li>- Մասնավոր հատվածում կուտակված խնայողությունները, սպառողական վարկերի շարունակական բարձր աճը, աշխատավարձերի աճը, ինչպես նաև արտահանման դրական զարգացումներից ածանցվող եկամուտների աճը կնպաստեն մասնավոր սպառման աճի արագացմանը և դրանից ածանցվող գնաճային ճնշումների ավելացմանը:</li> <li>- Հարկաբյուջետային ծախսերի՝ ավելի շատ ընթացիկ, քան կապիտալ ծախսեր կողմնորոշման պարագայում միջնաժամկետ և երկարաժամկետ հատվածում կառաջանան ռիսկեր տնտեսության ներուժի, իսկ կարճաժամկետում՝ լրացուցիչ գնաճային ճնշումների տեսանկյունից:</li> <li>- Արցախից բռնի տեղահանված անձանց ներհոսքը Հայաստան կարճաժամկետ և միջնաժամկետ հատվածում ավելի մեծ ազդեցություն կունենա համախառն պահանջարկի, քան համախառն առաջարկի վրա և կդառնա լրացուցիչ գնաճային ճնշումների աղբյուր:</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Աշխատուժի առաջարկի ավելացումը ՀՀ-ում կնպաստի աշխատուժի շուկայի հավասարակշռության վերականգնմանը, ավելցուկային առաջարկի ձևավորմանը, ինչպես նաև աշխատավարձերի նվազմանը՝ էականորեն թուլացնելով գնաճային ճնշումները, որին կնպաստեն.             <ul style="list-style-type: none"> <li>- Օտարերկրյա սեզոնային աշխատողների շարունակական ներհոսքը ՀՀ՝ հատկապես Հնդկաստանից:</li> <li>- ՀՀ սեզոնային միգրացիայի կտրուկ նվազումը դեպի ՌԴ՝ պայմանավորված ՀՀ-ում և ՌԴ-ում աշխատավարձերի ճեղքվածքի փոքրացմամբ, ինչպես նաև որոշակի հարկման գործիքների ներդրմամբ, ինչը կարող է ստիպել սեզոնային աշխատողներին ինտեգրվել ՀՀ աշխատանքային շուկային:</li> <li>- Արցախից բռնի տեղահանված բնակչության արագ ներգրավումը ՀՀ աշխատանքի շուկայում:</li> <li>- ՀՀ-ում նախորդ տարիներին միջին աշխատավարձերի աճի կտրուկ արագացումը, դրամական փոխանցումների դերի նվազումը, ինչպես նաև բոլոր տիպի որակավորում ունեցող աշխատուժի ներգրավման տեսանկյունից բարենպաստ տնտեսական աճի կառուցվածքը կարող են նույնպես օժանդակել ՀՀ-ում տնտեսապես ոչ ակտիվ բնակչության՝ արագ տեմպերով ՀՀ աշխատանքի շուկային ինտեգրմանը՝ թուլացնելով գնաճային ճնշումները:</li> </ul> </li> <li>- Ներքին տնտեսությունում համեմատաբար խիստ դրամավարկային և ֆինանսական պայմանները, այդ թվում՝ իրական փոխարժեքի արժևորումը հնարավոր է որոշակի զսպող ազդեցություն ունենան ՀՀ-ում ներդրումների, աշխատուժի ներհոսքի, ապրանքների ու ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկի, ինչպես նաև տնտեսության արտահանելի հատվածի միջնաժամկետ հեռանկարի վրա՝ հանգեցնելով զսպված պահանջարկի ու ցածր գնաճային միջավայրի առավել երկար պահպանմանը:</li> <li>- ՀՀ տնտեսական աճի կառուցվածքը տնտեսության հեռանկարի հետ կապված որոշակի մտահոգություններ է առաջացնում: Մասնավորապես՝ ընթացիկ բարձր աճը կենտրոնացված է որոշ ենթադրույթներում, իսկ տնտեսության ընդհանուր ներուժը նկարագրող հատվածների զարգացման հեռանկարի շուրջ անորոշությունը պահպանվում է: Նման միտումների պահպանումը և շարունակումը կվկայի տնտեսությունում ֆինանսական պայմանների խստության ու պահանջարկի երկարաժամկետ գործոնների զսպվածության մասին, ինչը միջնաժամկետում պարունակում է գնանկումային էական ազդեցությունների ձևավորման ու պահպանման ռիսկեր:</li> </ul>



## 2. Դրամավարկային քաղաքականության հեռանկար

Սցենարների բազմությունում (գլուխ 3.Ե) նկարագրված քաղաքականությանն առնչվող անորոշությունների և ռիսկերի վերաբերյալ քաղաքականության քննարկումը և հաղորդակցումը հեշտացնելու նպատակով սույն բաժնում ներկայացված են երկու սցենարներ, որտեղ նկարագրված տնտեսության ապագա զարգացումների պարագայում պահանջվում են ընթացիկ շուկայական սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ (Ա տիպի սցենար) կամ ավելի ցածր ուղեգիծ (Բ տիպի սցենար): Ա և Բ տիպի սցենարները մշակվում են ՀՀ ԿԲ դրամավարկային թիմի կողմից՝ ՀՀ ԿԲ խորհրդի անդամների մի շարք սցենարների ներկայացումից հետո, որոնք, ակնհայտորեն, չեն կարող բոլորը համահունչ և մակրոտնտեսագիտորեն ներառվել մեկ կամ երկու սցենարում: Կարևոր է նշել, որ ոչ մի սցենար նախատեսված չէ ամենահավանական ապագան արտահայտելու համար և դա չի կարող ներառել առկա ռիսկերի որջ բազմությունը: Փոխարենը, հաղորդակցության տեսանկյունից, այս նկարագրողական սցենարներն օգնում են ցույց տալու ԿԲ հանձնառությունը՝ գործելու խելամորթեն և բավականին արագ արձագանքով կարգավորելու համար քաղաքականության դիրքն ու ուղին՝ ի պատասխան ցանկացած ռիսկի և անորոշության, որոնք կարող են վտանգել գների կայունության ապահովումը միջնաժամկետ հատվածում:

### Սցենար Ա. շուկայի սպասումներից ավելի բարձր քաղաքականության տոկոսադրույք

Բարձր գնաճային սպասումները պահպանվում են՝ մասնավոր սպառման աճին զուգահեռ:

Գնաճային սպասումները դրամավարկային քաղաքականության որոշումների ընդունման գործընթացում կարևորագույն գործոն են: Թեև կարճաժամկետ գնաճային սպասումները կարող են տատանվել՝ ի պատասխան տնտեսական ցնցումների, կենտրոնական բանկերը հատկապես մտահոգված են երկարաժամկետ գնաճային սպասումներով, որը կենտրոնական բանկի հանդեպ վստահության կարևոր ցուցանիշ է: Բարձր դոլարայնացված զարգացող շուկայական տնտեսություններում, որտեղ կենտրոնական բանկի նկատմամբ վստահությունը, հավանաբար, դեռևս ավելի ցածր է, քաղաքականություն մշակողները հետևողական են նաև կարճաժամկետ գնաճային սպասումների կայունացման հարցում: Իհարկե, գնաճային սպասումների ցանկացած ցուցիչ՝ հիմնված հարցումների կամ շուկաներից և տնտեսական գործակալների վարքագծից ածանցվող գնահատականների վրա, ի սկզբանե պարունակում է անորոշություն, ինչը մարտահրավեր է քաղաքականություն մշակողների համար՝ գների կայունության ապահովման նպատակին հասնելու և գնաճային սպասումները խարսխելու ուղղությամբ գործողությունների մշակման տեսանկյունից:

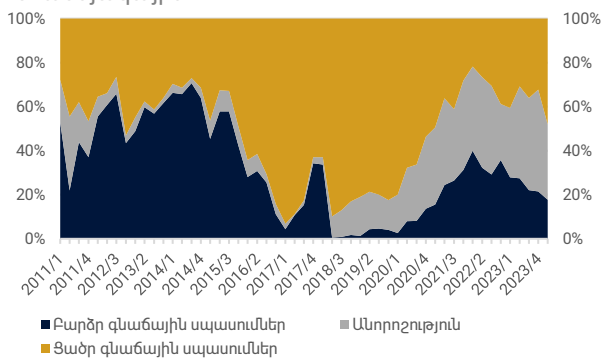
Ընդունելով այդ ցուցանիշներից յուրաքանչյուրի հետ կապված սահմանափակումները՝ ԿԲ-ն հետազոտություն է իրականացրել՝ գնաճի զարգացումների և գնաճային սպասումների ավելի համապարփակ պատկեր ունենալու համար: Այս հետազոտության մի մասը ներառում է կոշտ գներով աչքի ընկնող ապրանքների և ծառայությունների գնաճի ցուցանիշը (տես ներգիր 3): Քանի որ նմանատիպ ապրանքների և ծառայությունների գների ճշգրտումները տեղի են ունենում ոչ հաճախ, ապա, ըստ էության, դրանք պարունակում են որոշակի տեղեկատվություն գնաճի ապագա սպասումների վերաբերյալ:

Առաջիկա տասներկու ամիսներին գնաճային սպասումների վերաբերյալ հարցումների վրա հիմնված և կոշտ գներով աչքի ընկնող ապրանքների գնաճի ցուցանիշները ցույց են տալիս (տես գծապատկեր 3.2.1), որ գնաճային սպասումներն աստիճանաբար նվազել են վերջին տարվա ընթացքում, քանի որ ընդհանուր գնաճային միջավայրը թուլացել է: Մինևս ժամանակ, գնաճային սպասումների հետ կապված անորոշությունը մնում է զգալի, ինչը վկայում է այն մասին, որ շուկայի մասնակիցները և, ընդհանուր առմամբ, հասարակությունը դեռևս մտահոգված են ավելցուկային պահանջարկով և զերտաքացած տնտեսական պայմաններով, չնայած երկար ժամանակ պահպանվող ցածր գնաճին: Ավելին, կան մտահոգություններ, որ եկամտաբերության կորի դեպի վերև տեղաշարժը 2023 թվականի չորրորդ եռամսյակում (տես գծապատկեր 3.Գ.2) մասամբ պայմանավորված է շուկայի մասնակիցների՝ ապագա ավելի բարձր գնաճային սպասումներով:

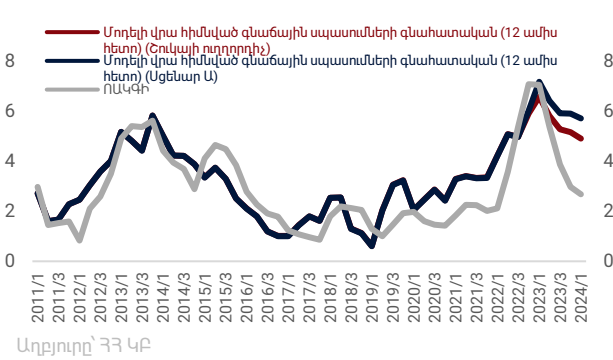
Ա տիպի սցենարը մատնանշում է ավելի բարձր և արմատացած գնաճային սպասումների ռիսկ, որը կարող է թողարկվել փաստացի ցածր գնաճով, մինչդեռ կարող է նաև պարունակել միջնաժամկետ հատվածում գների կայունության ապահովման հետ կապված մեծ ռիսկեր: Նման սցենարի դեպքում իրական տոկոսադրույքների ավելի ցածր մակարդակը կնվազեցնի

խնայողության խթանները և կավելացնի սպառումը՝ ուժգնացնելով տնտեսության մեջ արդեն իսկ կուտակված ավելցուկային պահանջարկի ճնշումները: Նման զարգացումները կարող են հանգեցնել գնաճի տեմպերի արագացմանը, երբ ներկայիս արտաձին գնանկումային ուժերն աստիճանաբար նվազեն: Հետևաբար, նման սցենարում դրամավարկային քաղաքականությունը պետք է նախանշի շուկայում գնանշվող ընթացիկ սպասումների համեմատությամբ ավելի կոշտ դիրք, որպեսզի ապահովի գնաճային սպասումների խարսխումը թիրախին և երաշխավորի գների կայունության նպատակի ապահովումը:

Գծապատկեր 3.2.1: Գնաճային սպասումներ  
Մաս 1. Գնաճային սպասումների վերաբերյալ ԿԲ հարցման արդյունքները  
Հարցման մասնակիցների տեսակարար կշիռը, եռամսյակային



Մաս 2. Ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքս և մոդելի վրա հիմնված գնաճային սպասումների գնահատական (12 ամիս հետո), տ/տ, %



## Սցենար Բ. շուկայի սպասումներից ավելի ցածր քաղաքականության տոկոսադրույք

Աշխատուժի առաջարկի ավելացումը զգալիորեն նպաստում է աշխատուժի շուկայի հավասարակշռության արագ վերականգնմանը՝ տնտեսությունում ձևավորելով ավելցուկային առաջարկի պայմաններ:

Բ տիպի սցենարը ենթադրում է աշխատաշուկայում առկա ներկայիս միտումների պահպանում, երբ տարբեր աղբյուրներից աշխատուժի առաջարկի շարունակական աճը կարող է էականորեն թուլացնել աշխատուժի շուկայից ածանցվող ճնշումները՝ նպաստելով տնտեսության մեջ գնանկումային միջավայրի ընդլայնմանը: Մի շարք զարգացումներով պայմանավորված՝ 2023 թվականին աշխատուժի ընդհանուր առաջարկն ավելացել է: Նախ, չնայած տվյալների վերաբերյալ որոշակի անորոշությանը, Ռուսաստանից դրամական փոխանցումների ընդհանուր նվազումը կարող է վկայել սեզոնային աշխատանքի համար Ռուսաստան մեկնող հայ աշխատանքային միգրանտների թվի նվազման մասին՝ պայմանավորված տնտեսության հիմնական ոլորտներում ՀՀ և ՌԴ աշխատավարձի միջև ճեղքվածքի նվազմամբ: Երկրորդ՝ Հայաստանում աճել է աշխատուժի մասնակցության մակարդակը: ՀՆԱ բարձր աճը, զուգորդված վերջին երկու տարիների ընթացքում աշխատավարձերի կայուն աճով, նպաստել է նախկինում չգրագրված կամ աշխատանք չփնտրող աշխատուժի՝ աշխատաշուկա մուտք գործելուն: Սա կարող է ընդգրկել ինչպես նախկին սեզոնային միգրանտ աշխատողներին, որոնք արտասահման մեկնելու փոխարեն այժմ աշխատում են ներքին տնտեսության համար, այնպես էլ նախկինում տնտեսապես ոչ ակտիվ հայ բնակչությանը, որոնք մուտք են գործել (կամ վերադարձել) աշխատաշուկա: Երրորդ՝ տնտեսությունում գրանցվել է Հնդկաստանից աշխատանքային միգրանտների ներհոսքի աճ, որոնք հիմնականում կենտրոնացած են աշխատուժի պակաս ունեցող ոլորտներում: Ի վերջո, Արցախից բռնի տեղահանվածներն աստիճանաբար ինտեգրվում են աշխատաշուկայում:

Թեև այս գործոնները նպաստել են 2023 թվականին աշխատուժի առաջարկի ավելացմանը, դրանք դեռևս էական ազդեցություն չեն ունեցել ընդհանուր աշխատաշուկայի պայմանների վրա, քանի որ, ըստ պաշտոնական տվյալների, գործազրկությունը շարունակում է մնալ պատմականորեն ցածր մակարդակում, իսկ աշխատավարձերի աճը կայուն բարձր է: Բ տիպի սցենարը կառուցված է այն ենթադրության վրա, որ 2023 թվականին նկատված միտումները 2024 և 2025 թվականներին արագացված տեմպերով կշարունակվեն՝ առաջացնելով աշխատաշուկայում աշխատավարձերի զգալի դանդաղում, որը կանդրադառնա ընդհանուր տնտեսության և գնաճային միջավայրի վրա:

Բ տիպի սցենարի դեպքում աշխատուժի առաջարկի հնարավոր ընդլայնումը գնահատվում է առկա աշխատուժի մոտ 9.3%-ը: Վերջինս դրական ազդեցություն կունենա ներուժային ՀՆԱ-ի վրա՝ միջնաժամկետում հանգեցնելով արտադրական կարողությունների աճի՝ կուտակային 4.6 տոկոսային կետով: Ներուժի այս աճը կարող է ձևավորել ավելցուկային առաջարկ: Ավելին, ակնկալվում է, որ աշխատուժի առաջարկի էական ընդլայնումը կհանգեցնի աշխատավարձերի աճի տեմպերի էական դանդաղմանը, որի ազդեցությունը աշխատավարձերի մակարդակի վրա առավել ակներև կարտացոլվի ցածր որակավորում պահանջող ոլորտներում: Աշխատավարձերի աճի դանդաղումը էականորեն կզսպի աշխատաշուկայից ածանցվող ներկա գնաճային գործոնները, թեև ընդհանուր տնտեսության վրա գնանկումային հավելյալ ազդեցությունները կլինեն համեմատաբար սահմանափակ: Հաշվի առնելով նշված Բ տիպի սցենարը, որտեղ աշխատուժի առաջարկի ընդլայնումը հանգեցնում է ավելի բարձր ներուժային ՀՆԱ-ի, որոշակի բացասական ՀՆԱ ճեղքվածքի և աշխատավարձերի աճի դանդաղման, միջնաժամկետում գնաճը թիրախին մոտեցնելու նպատակով դրամավարկային քաղաքականությունը պետք է նախանշի ներկայումս շուկայի սպասումների համեմատությամբ առավել կտրուկ և մեծ չափով նվազման ուղի:

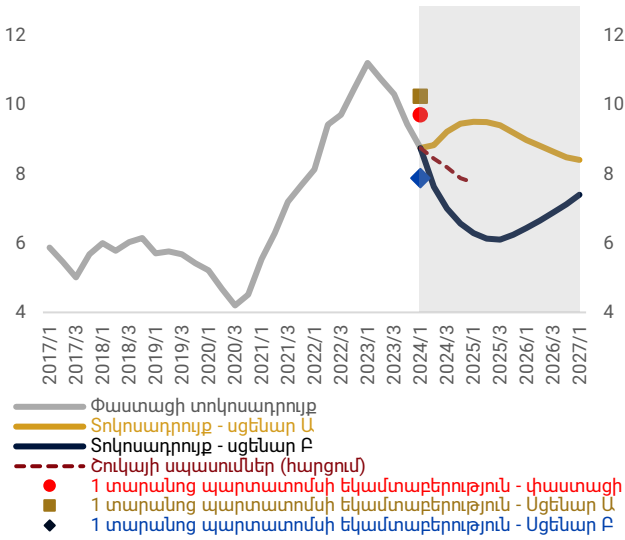
### Աղյուսակ 3.2.2. Աշխատուժի առաջարկի ընդլայնման մասշտաբի գնահատականներ

	2023 (գնահատական)	2024	2025	Տեսակարար կշիռը աշխատուժում, կուտակային
Արցախից բռնի տեղահանված անձանց ինտեգրում	7,500 – 15,000	10,000 – 15,000	5,000 – 7,500	2.0% - 3.0%
Միգրանտ աշխատողներ Հնդկաստանից	10,000 – 16,000	10,000 – 20,000	10,000 – 20,000	2.5% – 5.0%
Հայ սեզոնային միգրանտ աշխատողներ	5,000 – 15,000	5,000 – 15,000	5,000 – 15,000	1.5% - 3.0%
<b>Ընդամենը</b>	<b>22,500 – 46,000</b>	<b>25,000 – 50,000</b>	<b>20,000 – 42,500</b>	<b>6.0% - 11.0%</b>

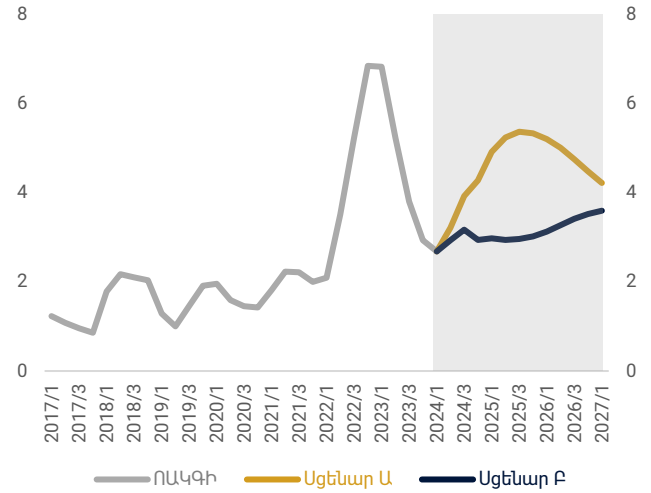
Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

## Տիպային Ա և Բ սցենարների մակրոտնտեսական կանխատեսումների ամփոփում

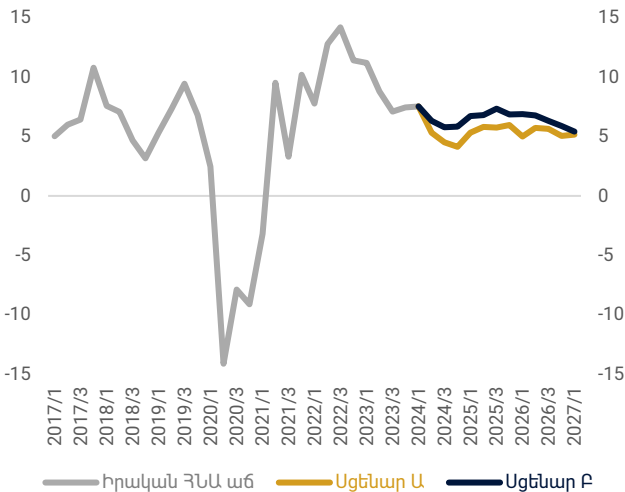
Գծապատկեր 3.2.3. Ներծին քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգիծ, %



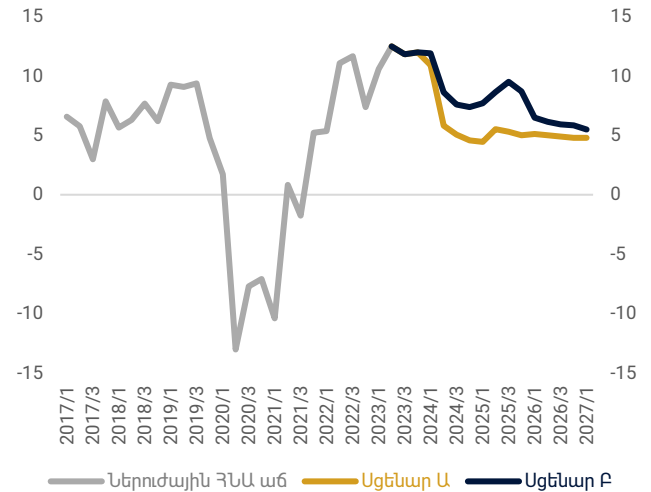
Գծապատկեր 3.2.6. Ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքս, տ/տ, %



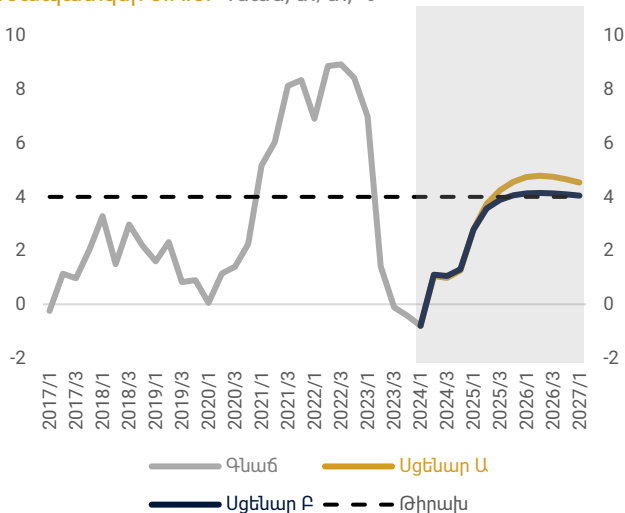
Գծապատկեր 3.2.4. Իրական ՀՆԱ աճ, տ/տ, %



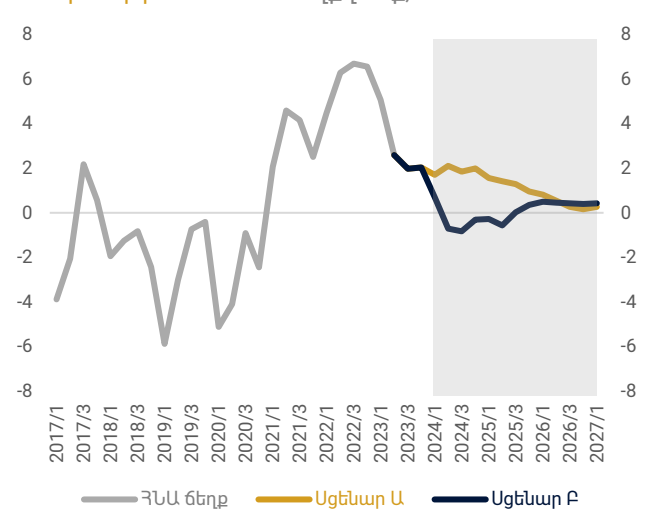
Գծապատկեր 3.2.7. Ներուժային ՀՆԱ աճ, տ/տ, %



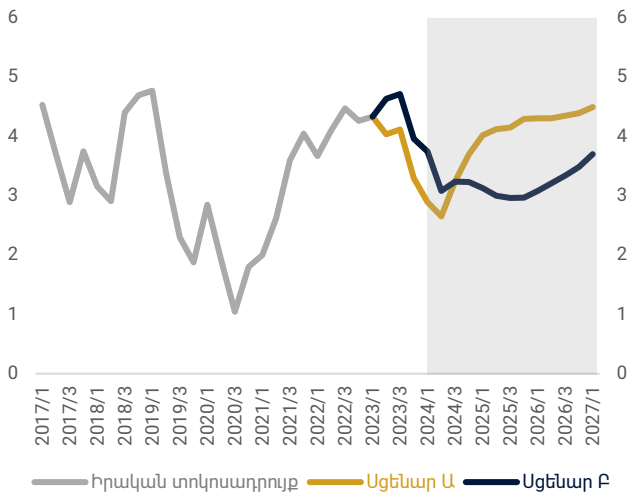
Գծապատկեր 3.2.5. Գնաճ, տ/տ, %



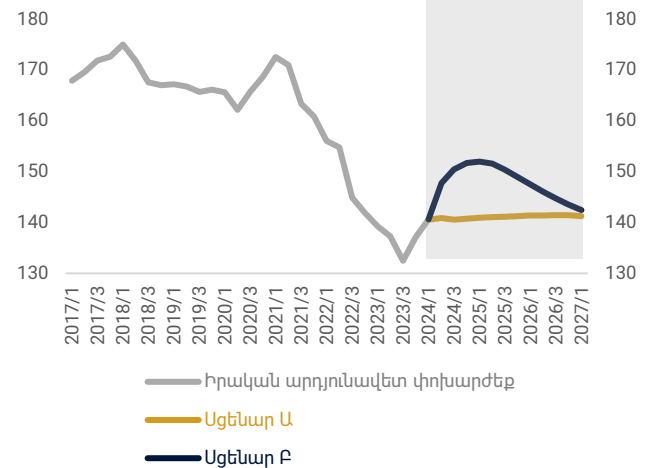
Գծապատկեր 3.2.8. ՀՆԱ ճեղքվածք, %



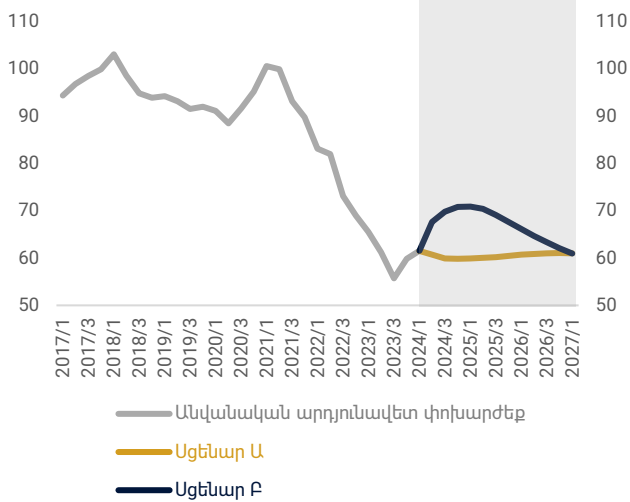
Գծապատկեր 3.2.9. Իրական տոկոսադրույք, %



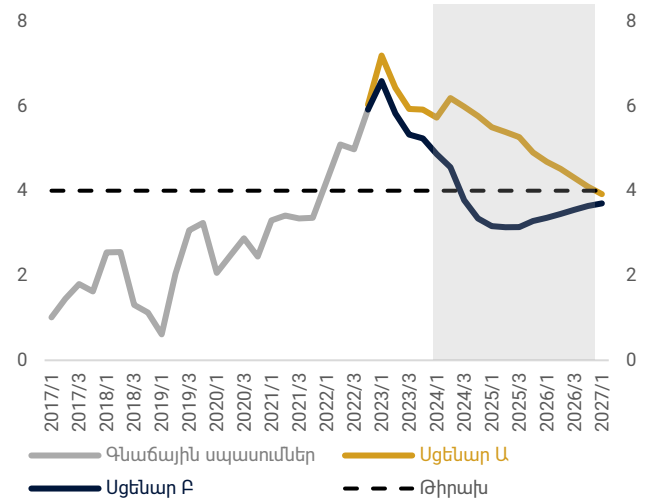
Գծապատկեր 3.2.11. Իրական արդյունավետ փոխարժեք, ինդեքս



Գծապատկեր 3.2.10. Անվանական արդյունավետ փոխարժեք, ինդեքս



Գծապատկեր 3.2.12. Մոդելի վրա հիմնված գնաճային սպասումների գնահատական (12 ամիս հետո), տ/տ, %





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

		2021	2022	2023	2024		2025		2026	
		Փաստ.	Փաստ.	Փաստ.	Սցենար Ա	Սցենար Բ	Սցենար Ա	Սցենար Բ	Սցենար Ա	Սցենար Բ
<b>Արտաքին հատված</b>										
ԱՄՆ-ի տնտեսական ան	%, իրական ան	5.8	2.0	2.6	1.9	1.9	2.0	2.0	2.6	2.6
Եվրոգոտու տնտեսական ան	%, իրական ան	5.2	3.2	0.4	-0.5	-0.5	0.2	0.2	1.2	1.2
Ռուսաստանի տնտեսական ան	%, իրական ան	5.5	-2.0	3.0	0.1	0.1	-0.3	-0.3	0.4	0.4
ԱՄՆ-ի գնաճ	միջին, %	4.6	7.7	4.0	3.0	3.0	2.8	2.8	2.5	2.5
Եվրոգոտու գնաճ	միջին, %	2.5	8.0	5.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2
Ռուսաստանի գնաճ	միջին, %	6.5	12.9	5.5	8.8	8.8	6.7	6.7	5.0	5.0
Նավթի գին	դոլար/բարել	71.0	99.5	82.6	81.5	81.5	81.6	81.6	81.9	81.9
Պղնձի գին	դոլար/տոննա	9288.1	8956.0	8472.1	8076.9	8076.9	8335.9	8335.9	8602.3	8602.3
ՖԱՕ ինդեքս	ինդեքս	125.7	143.5	124.1	122.7	122.7	127.9	127.9	130.6	130.6
<b>Ներքին տնտեսություն</b>										
<b>Գներ</b>										
Գնաճ	տ/տ, ժամ. վերջ, %	7.7	8.3	-0.6	1.3	1.3	4.6	4.1	4.7	4.1
Սպառողական գների ինդեքս	տ/տ, միջին, %	6.9	8.3	2.0	0.6	0.7	3.8	3.6	4.7	4.1
Ոչ արտահանելի կոշտ գներ	տ/տ, միջին, %	2.1	4.5	4.8	3.5	2.9	5.2	3.0	4.9	3.3
<b>Համախառն եկամուտ</b>										
ՀՆԱ	մլրդ. դրամ	6983.0	8496.8	9502.8	10398.2	10510.3	11430.5	11663.0	12529.7	12905.8
ՀՆԱ	%, իրական ան	5.7	12.6	8.7	5.3	6.4	5.7	6.7	5.4	6.4
<b>Առաջարկ</b>										
Արդյունաբերություն	%, իրական ան	3.5	6.3	1.7	5.7	6.2	6.1	7.6	5.5	7.3
Գյուղատնտեսություն	%, իրական ան	-0.6	-0.7	0.2	2.5	2.5	2.9	4.4	2.9	4.0
Շինարարություն	%, իրական ան	3.1	19.1	15.7	10.8	12.8	8.9	11.3	7.0	9.8
Ծառայություններ	%, իրական ան	7.9	18.1	11.4	5.4	5.7	5.8	6.2	5.5	6.0
Զուտ հարկեր	%, իրական ան	7.4	8.2	11.0	5.3	6.7	6.2	6.8	5.5	6.3

Շարունակությունը հաջորդ էջում:

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

		2021	2022	2023	2024		2025		2026	
		Փաստ.	Փաստ.	Փաստ.	Սցենար Ա	Սցենար Բ	Սցենար Ա	Սցենար Բ	Սցենար Ա	Սցենար Բ
<b>Պահանջարկ</b>										
<b>Սպառում</b>	%, իրական աճ	4.2	7.7	8.3	5.3	6.4	5.6	6.2	5.3	5.7
Պետական սպառում	%, իրական աճ	8.4	6.5	17.9	4.6	4.6	4.6	4.6	5.1	5.1
Մասնավոր սպառում	%, իրական աճ	3.4	8.0	6.4	5.5	6.7	5.8	6.4	5.3	5.8
<b>Հիմն. միջոցների հմխռն. կուտ.*</b>	%, իրական աճ	6.3	9.5	14.0	9.8	13.5	5.6	8.3	5.1	8.5
Պետական ներդրումներ**	%, իրական աճ	-9.9	41.1	28.9	21.1	20.5	4.2	4.2	3.5	3.5
Մասն. հիմն. միջ. հմխռն. կուտ.	%, իրական աճ	11.2	1.9	10.1	6.3	11.3	6.1	9.8	5.8	8.8
<b>Ապր. և ծառ. արտահանում</b>	%, իրական աճ	16.6	54.4	28.7	-11.0	-7.8	-3.6	-1.1	3.2	4.6
<b>Ապր. և ծառ. ներմուծում</b>	%, իրական աճ	12.9	33.8	28.3	-3.2	-7.5	-2.8	-2.6	3.3	3.3
<b>Ընթացիկ հաշիվ</b>										
Առևտրային հաշվեկշիռ	մլն ԱՄՆ դոլար	-1504.8	-1859.2	-2340.6	-2794.4	-2103.8	-2902.8	-1963.8	-2949.6	-2536.9
Ծառայությունների հաշվեկշիռ	մլն ԱՄՆ դոլար	396.9	1711.0	2167.9	1550.9	1955.3	1511.2	1818.1	1484.0	1803.7
Դրամական փոխանցումներ	մլն ԱՄՆ դոլար	1274.0	1538.3	988.5	907.2	772.2	865.3	606.8	866.8	546.1
Ընթացիկ հաշիվ	մլն ԱՄՆ դոլար	-483.0	151.0	-476.7	-1142.3	-182.3	-1292.3	-304.9	-1364.8	-953.1
Առևտրային հաշվեկշիռ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-7.9	-0.8	-0.7	-4.8	-0.6	-4.7	-0.6	-4.5	-2.6
Ծառայությունների հաշվեկշիռ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	2.8	8.7	8.8	6.0	8.4	5.1	7.1	4.6	6.4
Դրամական փոխանցումներ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	9.1	7.9	4.0	3.5	3.3	2.9	2.4	2.7	1.9
Ընթացիկ հաշիվ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-3.5	0.8	-1.9	-4.5	-0.8	-4.4	-1.2	-4.2	-3.4
<b>Պետական հատված***</b>										
Եկամուտներ և դրամաշնորհներ	մլրդ. դրամ	1683.8	2046.0	2358.6	2651.6	2651.6	3033.7	3033.7	3461	3461.0
Հարկային եկամուտներ	մլրդ. դրամ	1586.9	1926.0	2221.9	2541.6	2541.6	2944.2	2944.2	3374.8	3374.8
Ծախսեր	մլրդ. դրամ	2004.3	2243.5	2550.2	3134.5	3134.5	3353.4	3353.4	3795.5	3795.5
Պակասուրդ	մլրդ. դրամ	-320.5	-197.5	-191.6	-482.9	-482.9	-319.7	-319.7	-334.5	-334.5
Եկամուտներ և դրամաշնորհներ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	24.1	24.1	24.8	25.5	25.2	26.5	26.0	27.6	26.8
Հարկային եկամուտներ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	22.7	22.7	23.4	24.4	24.2	25.8	25.2	26.9	26.1
Ծախսեր	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	28.7	26.4	26.8	30.1	29.8	29.3	28.8	30.3	29.4
Պակասուրդ	կշիռը ՀՆԱ-ում, %	-4.6	-2.3	-2.0	-4.6	-4.6	-2.8	-2.7	-2.7	-2.6

\* Այսուհետ համախառն կուտակման փոխարեն ԿԲ-ի կողմից ներկայացվելու է միայն հիմնական միջոցների համախառն կուտակման ցուցանիշը, քանի որ ՎԿ-ի կողմից հաշվարկվող նյութական շրջանառու միջոցների պաշարների փոփոխության ցուցանիշը հաշվարկվում է որպես հաշվեկշռող հոդված և չի արտահայտում համախառն կուտակման իրական ծավալները: Տե՛ս [https://www.armstat.am/file/article/sv\\_04\\_19a\\_112.pdf](https://www.armstat.am/file/article/sv_04_19a_112.pdf)

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

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

Շրջանակադրված թաղաքականության զեկոյց | 2024 թ. 1-ին եռամսյակ



Հայաստանի  
Հանրապետության  
Կենտրոնական բանկ







*Տեղեկագիր. գծապատկերներ և  
աղյուսակներ*

2024 առաջին եռամսյակ





# Բովանդակություն

## 01. Ներկայիս Տնտեսական Պայմանները

### 1.1 Համաշխարհային տնտեսություն և առևտրային գործընկերներ

- ա. ԱՄՆ
- բ. Եվրոգոտի
- գ. Ռուսաստան

### 1.2 Ներքին Տնտեսություն

- ա. ՀՆԱ-ն ըստ արտադրության և ծախսերի
- բ. Հարկարյուջետային քաղաքականություն
- գ. Ընթացիկ հաշվի զարգացումներ
- դ. Ոչ առևտրային փոխանցումների ներհոսք
- ե. Աշխատանքի շուկայի ցուցանիշներ
- զ. Գնաճ և հիմնարար գնաճի ցուցանիշներ
- է. Ոչ արտահանելի կոշտ գներ
- ը. Գնաճային սպասումների հարցում
- թ. ԿԲ գործառնություններ և փողի շուկայի տոկոսադրույքներ
- ժ. Վարկեր և ավանդներ
- ի. Քաղաքականության դրույքաչափի վերաբերյալ շուկայական սպասումներ
- լ. Շուկայական երկարաժամկետ սպասումներ

## 02. Ընդհանուր ենթադրություններ և դատողություններ

- ա. Հայաստանի երկարաժամկետ աճի ներուժը
- բ. ՀՆԱ ճեղք
- գ. Իրական արդյունավետ փոխարժեք
- դ. Դրամավարկային քաղաքականության և չեզոք տոկոսադրույք

## 03. Ա և Բ տիպի սցենարներ

- ա. ԱՄՆ հիմնական տնտեսական ցուցանիշներ (Սցենար Ա և Բ)
- բ. Եվրո գոտու հիմնական տնտեսական ցուցանիշներ (Սցենար Ա և Բ)
- գ. Ռուսաստանի հիմնական տնտեսական ցուցանիշներ (Սցենար Ա և Բ)
- դ. Միջազգային ապրանքահումքային շուկաներ (Սցենար Ա և Բ)
- ե. ՀՀ հիմնական մակրոտնտեսական ցուցանիշներ (Սցենար Ա և Բ)





# *Ներկայիս տնտեսական պայմանները*

## *1.1 Համաշխարհային տնտեսություն*





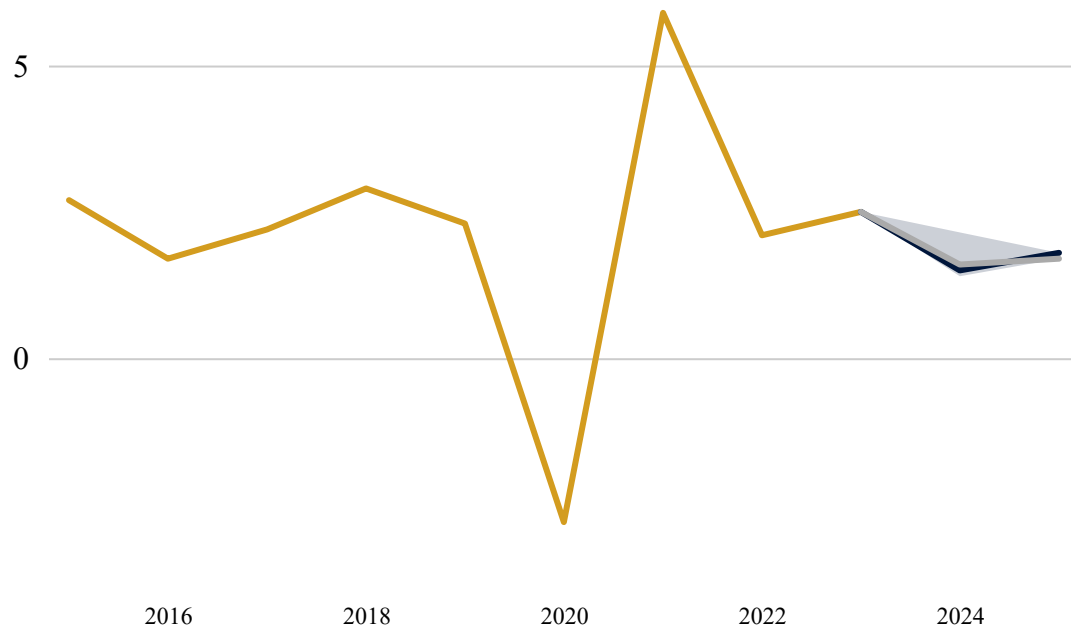
# ԱՄՆ. հիմնական տնտեսական ցուցանիշներ

Համաշխարհային տնտեսություն և առևտրային գործընկերներ

## ԱՄՆ տարեկան իրական ՀՆԱ աճ և կանխատեսումներ

Տարեկան իրական աճի տեմպ, %

● Իրական ՀՆԱ աճ ● ԱՄՀ (Հուն 24) ● Կոնսենսուս (Փետ 24)

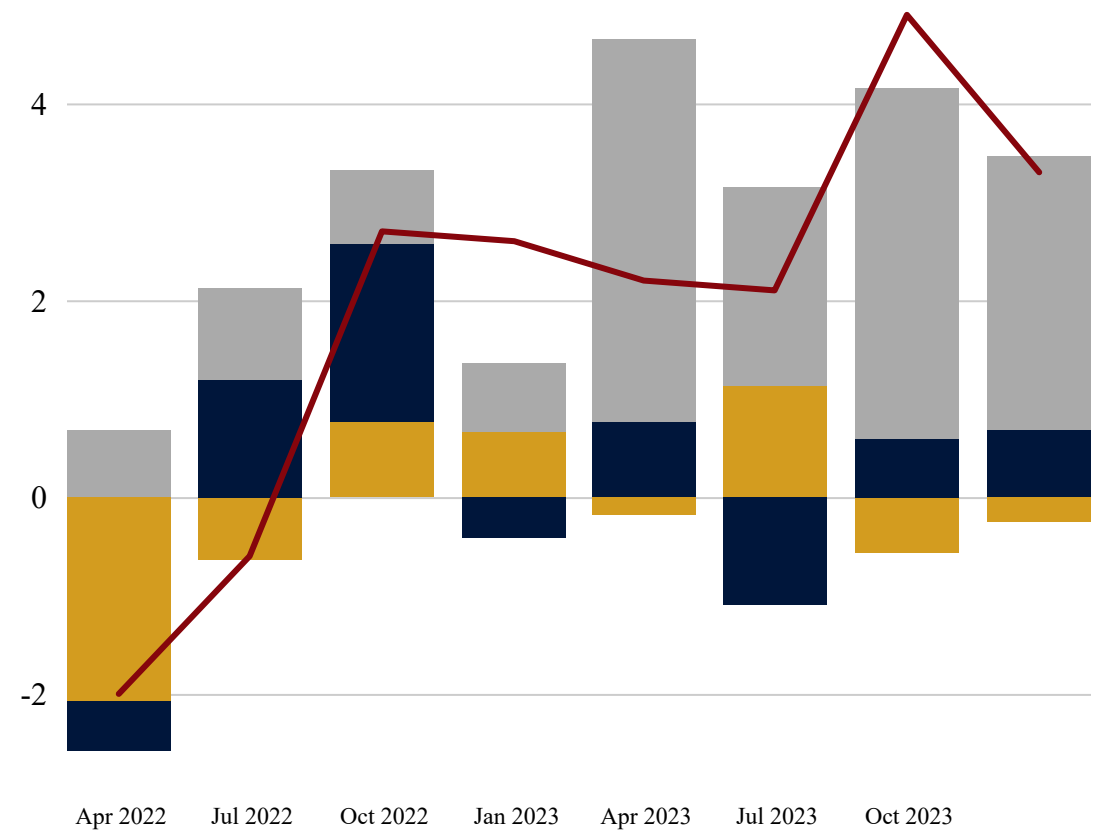


Year	ԱՄՀ (Հուն 24)	ՏՀՀԿ (Փետ 24)	ՀԲ (Հուն 24)	ԴՊՀ (Դեկ 23)	Կոնս. (Փետ 24)
2024	1.5	2.1	1.6	1.4	1.6
2025	1.8	1.7	1.7	1.8	1.7

## ԱՄՆ տնտեսական աճին նպաստումներ

Տոկոսային կես, եռ/եռ տարեկանացված աճ, %

● Ներմուծում ● Արտահանում ● Ներքին պահանջարկ ● ՀՆԱ



Աղբյուր. Fred, ԱՄՀ, ՏՀՀԿ, ՀԲ, ԱՄՆ տնտեսական հետազոտությունների բյուրո, ԴՊՀ, Բյուրերգ Նշում. Ձախ կողմի գծապատկերի վերջին կետը 2025 թվականն է: Աջ կողմի գծապատկերի վերջին կետը 2023 թ 4րդ եռամյասկն է:





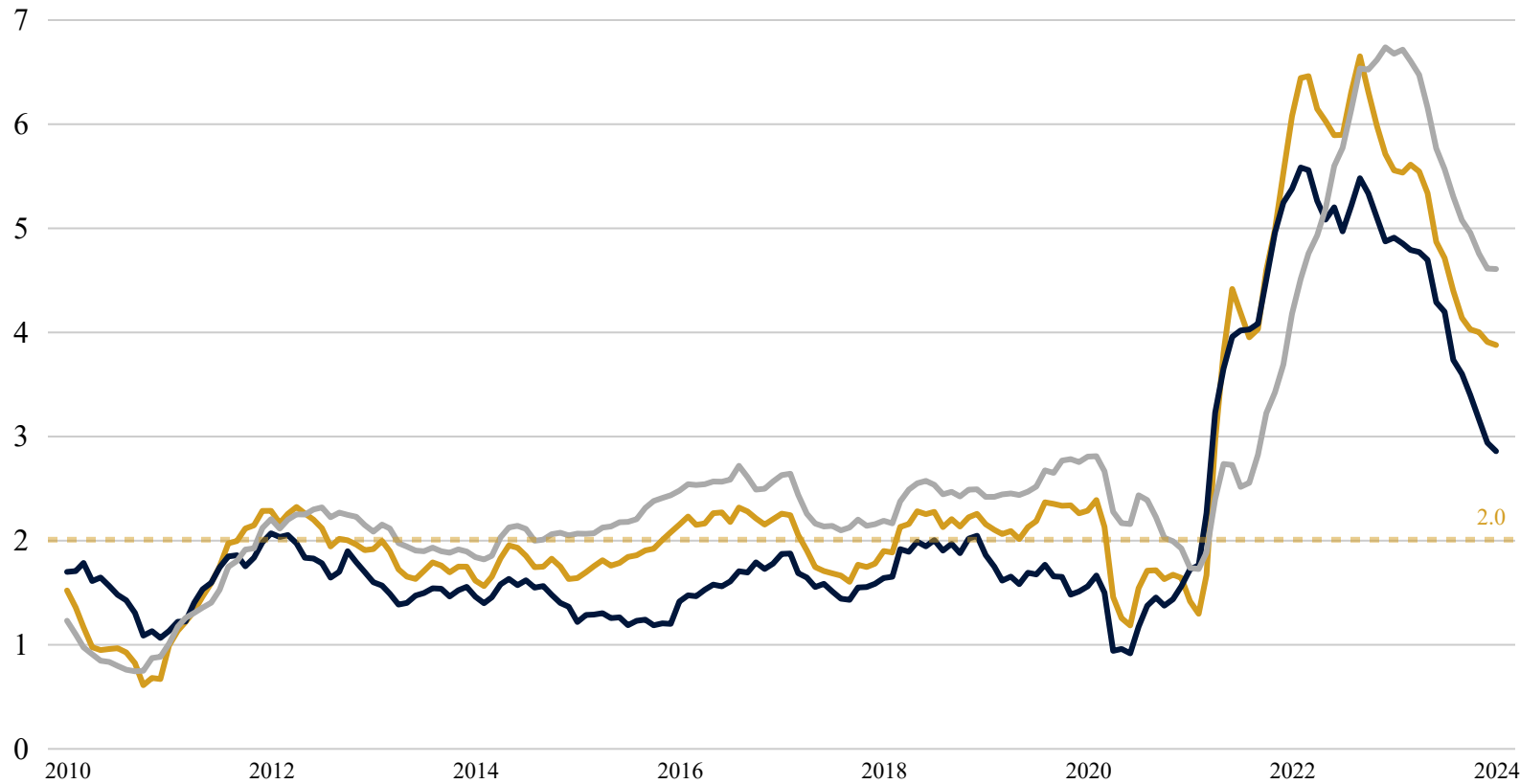
# ԱՄՆ. հիմնական տնտեսական ցուցանիշներ

Համաշխարհային տնտեսություն և առևտրային գործընկերներ

## Ընդհանուր և բնականոն գնաճի տարրեր

տ/տ աճ, %

● Բնականոն գնաճ (ՍԳԻ) ● Բնականոն գնաճ (ԱՄԾ) ● Կոշտ գնաճ



## Ընդհանուր և բնականոն գնաճ

տ/տ աճ, %

Year	Month	Բնականոն (ՍԳԻ)	Բնականոն (ԱՄԾ)	Կոշտ գներ
2023	January	5.5	4.9	6.7
2023	February	5.5	4.8	6.7
2023	March	5.6	4.8	6.6
2023	April	5.5	4.8	6.5
2023	May	5.3	4.7	6.1
2023	June	4.9	4.3	5.8
2023	July	4.7	4.2	5.6
2023	August	4.4	3.7	5.3
2023	September	4.1	3.6	5.1
2023	October	4.0	3.4	4.9
2023	November	4.0	3.2	4.7
2023	December	3.9	2.9	4.6
2024	January	3.9	2.9	4.6

Աղբյուր. ԱՄՆ տնտեսական հետազոտությունների բյուրո ՆՀՈԱՄ. Գծապատկերի վերջին կետը 2024թ.-ի Հունվարն է







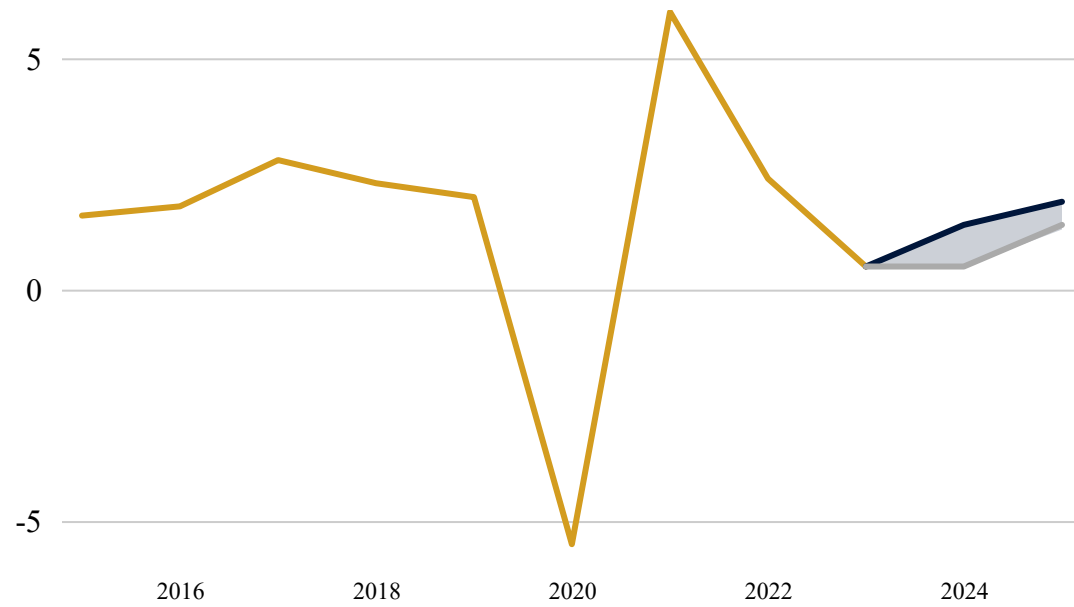
# Եվրոգոտի. հիմնական տնտեսական ցուցանիշներ

Համաշխարհային տնտեսություն և առևտրային գործընկերներ

## Եվրոգոտու տարեկան իրական ՀՆԱ աճ և կանխատեսումներ

Տարեկան իրական աճի տեմպ, %

● Իրական ՀՆԱ աճ ● ԱՄՀ (Հուն 24) ● Կոնսենսուս (Փետ 24)

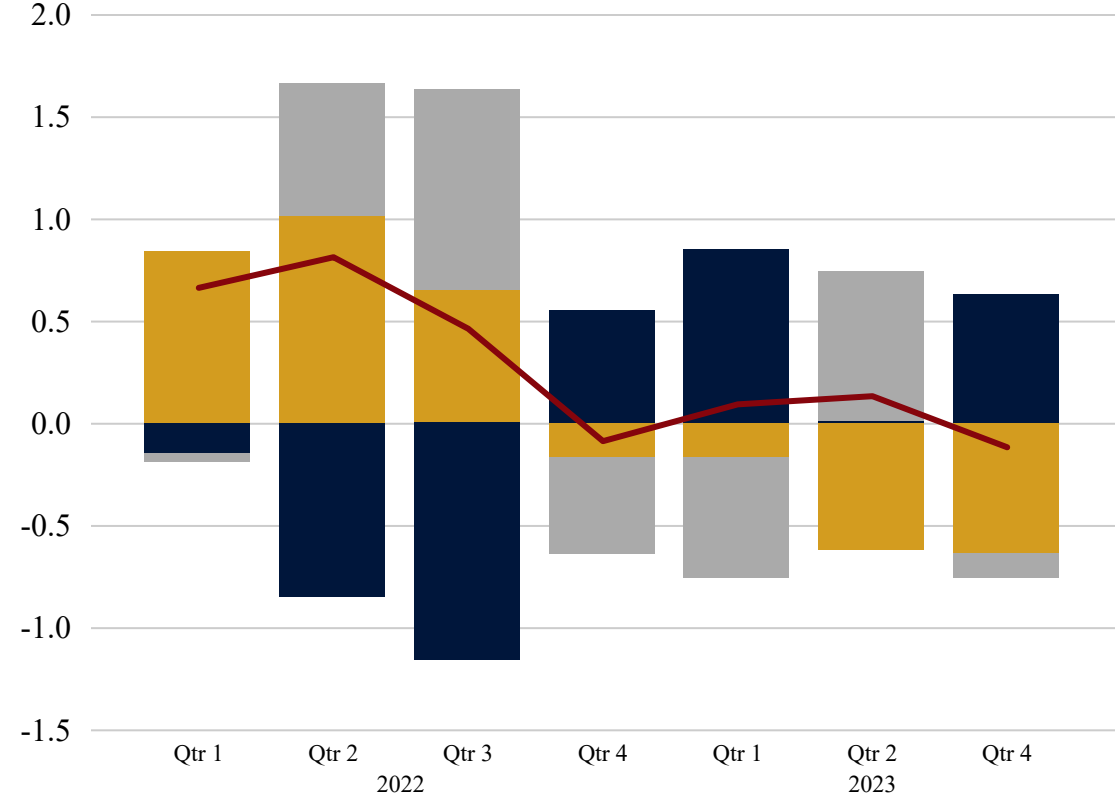


Year	ԱՄՀ (Հուն 24)	ՏՁՀԿ (Փետ 24)	ՀԲ (Հուն 24)	ԵԿԲ (Դեկ 23)	Կոնս. (Փետ 24)
2024	1.5	0.8	0.9	1.1	1.0
2025	1.5	0.8	0.9	1.1	1.0

## Եվրոգոտու տնտեսական աճին նպաստումներ

Տոկոսային կետ, եռ/եռ տարեկանացված աճ, %

● Արտահանում ● Ներմուծում ● Ներքին պահանջարկ ● ՀՆԱ



Աղբյուր. Ֆրեդ, ԱՄՀ, ՏՁՀԿ, ՀԲ, Եվրոստատ, ԵԿԲ, Բլումբերգ

Նշում. Ձախ կողմի գծապատկերի վերջին կետը 2025 թվականն է: Աջ կողմի գծապատկերի վերջին կետը 2023 թ.-ի 4րդ եռամյասկն է:





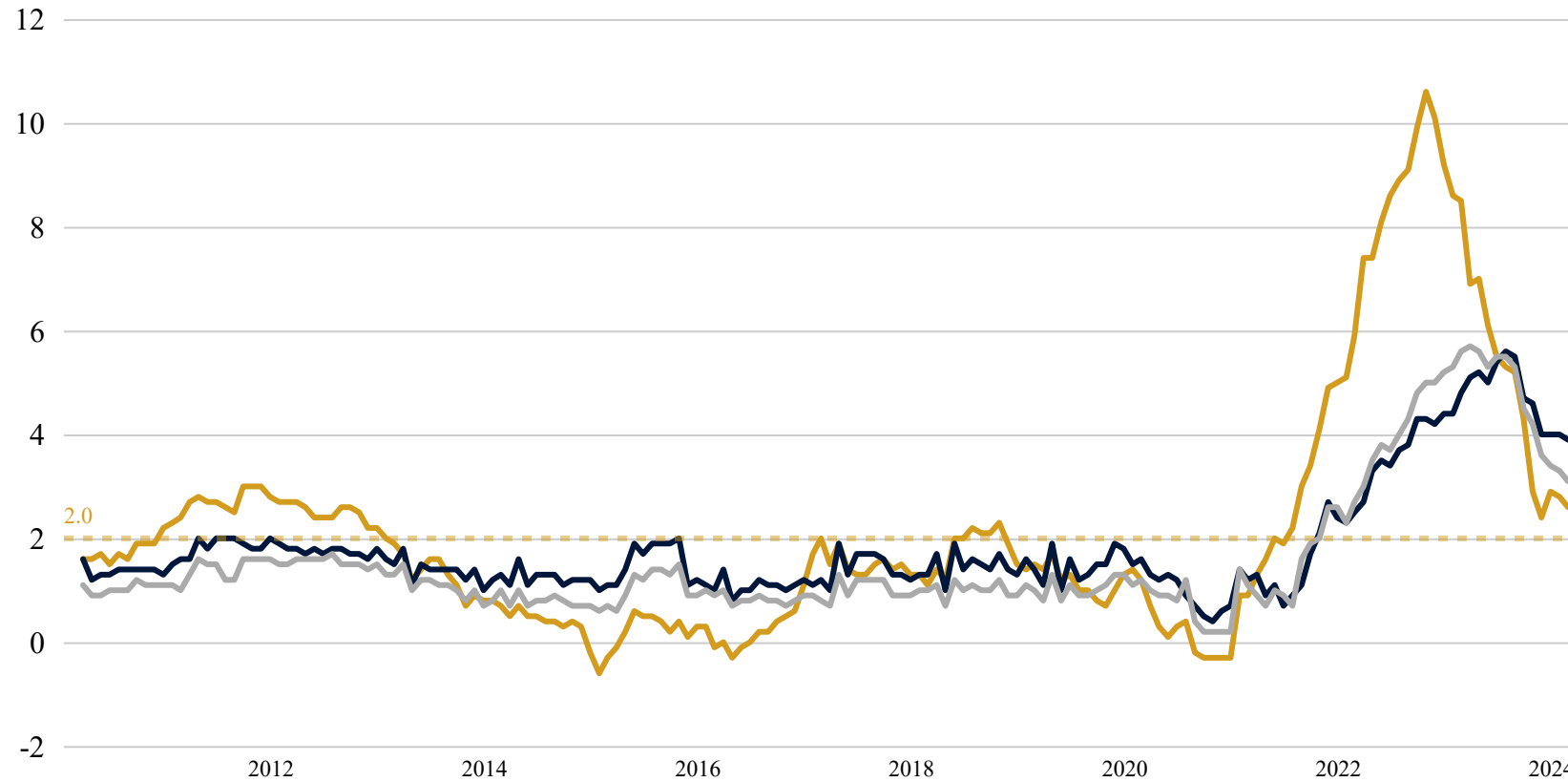
# Եվրոգոտի. հիմնական տնտեսական ցուցանիշներ

Համաշխարհային տնտեսության և առևտրային գործընկերներ

## Ընդհանուր և Բնականոն Գնաճի Տարրեր

տ/տ աճ, %

● Ընդհանուր գնաճ ● Ծառայությունների գնաճ ● Բնականոն գնաճ



## Ընդհանուր և Բնականոն Գնաճ

տ/տ աճ, %

Year	Month	Ընդհ.	Ծառ.	Բնականոն
2023	January	8.60	4.40	5.30
2023	February	8.50	4.80	5.60
2023	March	6.90	5.10	5.70
2023	April	7.00	5.20	5.60
2023	May	6.10	5.00	5.30
2023	June	5.50	5.40	5.50
2023	July	5.30	5.60	5.50
2023	August	5.20	5.50	5.30
2023	September	4.30	4.70	4.50
2023	October	2.90	4.60	4.20
2023	November	2.40	4.00	3.60
2023	December	2.90	4.00	3.40
2024	January	2.80	4.00	3.30
2024	February	2.60	3.90	3.10

Աղբյուր. Եվրոստատ  
Նշում. Գծապատկերի վերջին կետը 2024թ.-ի փետրվարն է



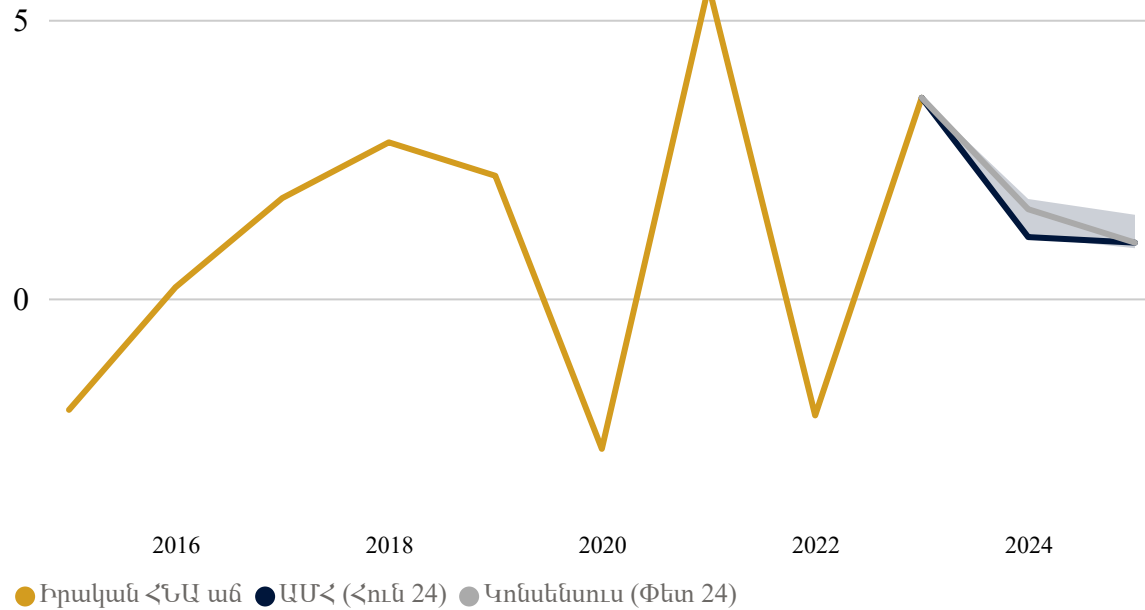


# Ռուսաստան. հիմնական տնտեսական ցուցանիշներ

Համաշխարհային տնտեսություն և առևտրային գործընկերներ

## Ռուսաստանի տարեկան իրական ՀՆԱ աճ և կանխատեսումներ

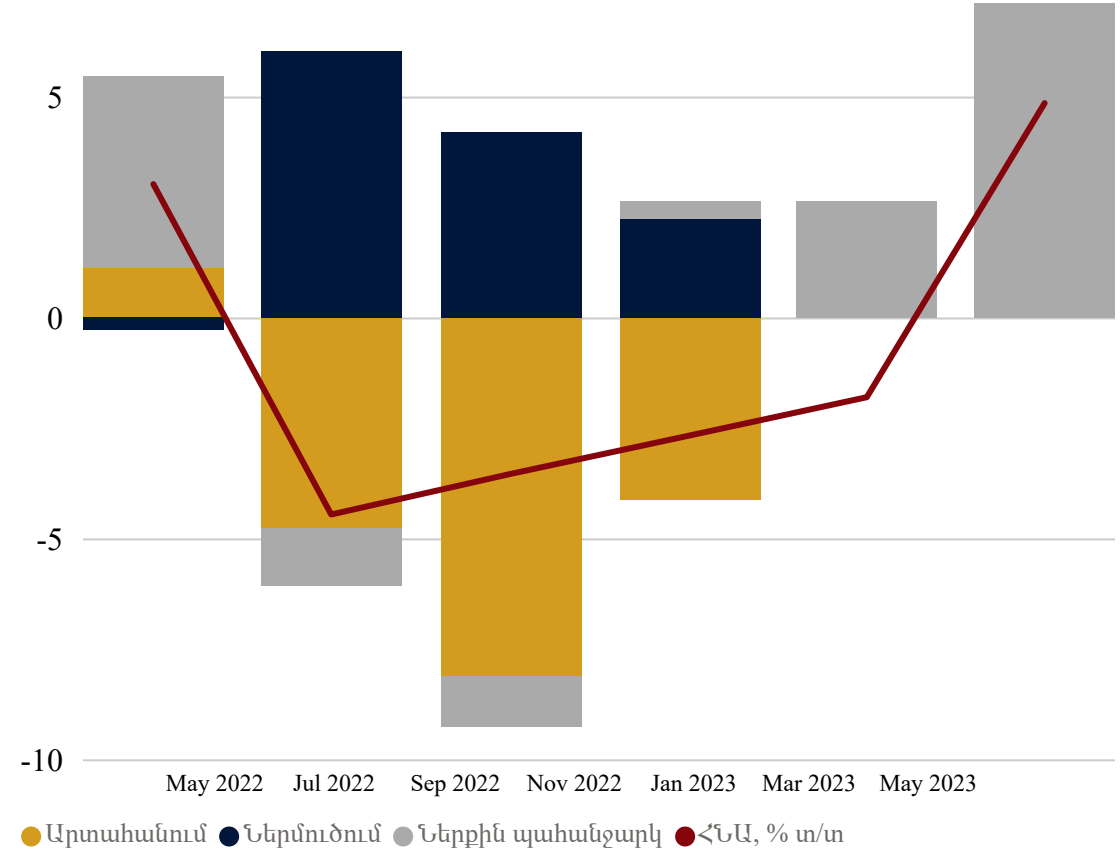
Տարեկան իրական աճի տեմպ, %



Year	ԱՄՀ (Հուն 24)	ՏՁՀԿ (Փետ 24)	ՀԲ (Հուն 24)	Ռ-ԿԲ (Փետ 24)	Կոնս. (Փետ 24)
2024	1.10	1.78	1.30	1.50	1.60
2025	1.00	1.04	0.90	1.50	1.00

## Ռուսաստանի տնտեսական աճին նպաստումներ

Տոկոսային կետ, տ/տ աճ, %



Աղբյուր. Ֆրեդ, ԱՄՀ, ՏՁՀԿ, ՀԲ, Ռուսաստան, Ռ-ԿԲ, Բլումբերգ

Նշում. Ձախ կողմի գծապատկերի վերջին կետը 2025 թվականն է: Աջ կողմի գծապատկերի վերջին կետը 2023 թ.-ի 4րդ եռամսյակն է:





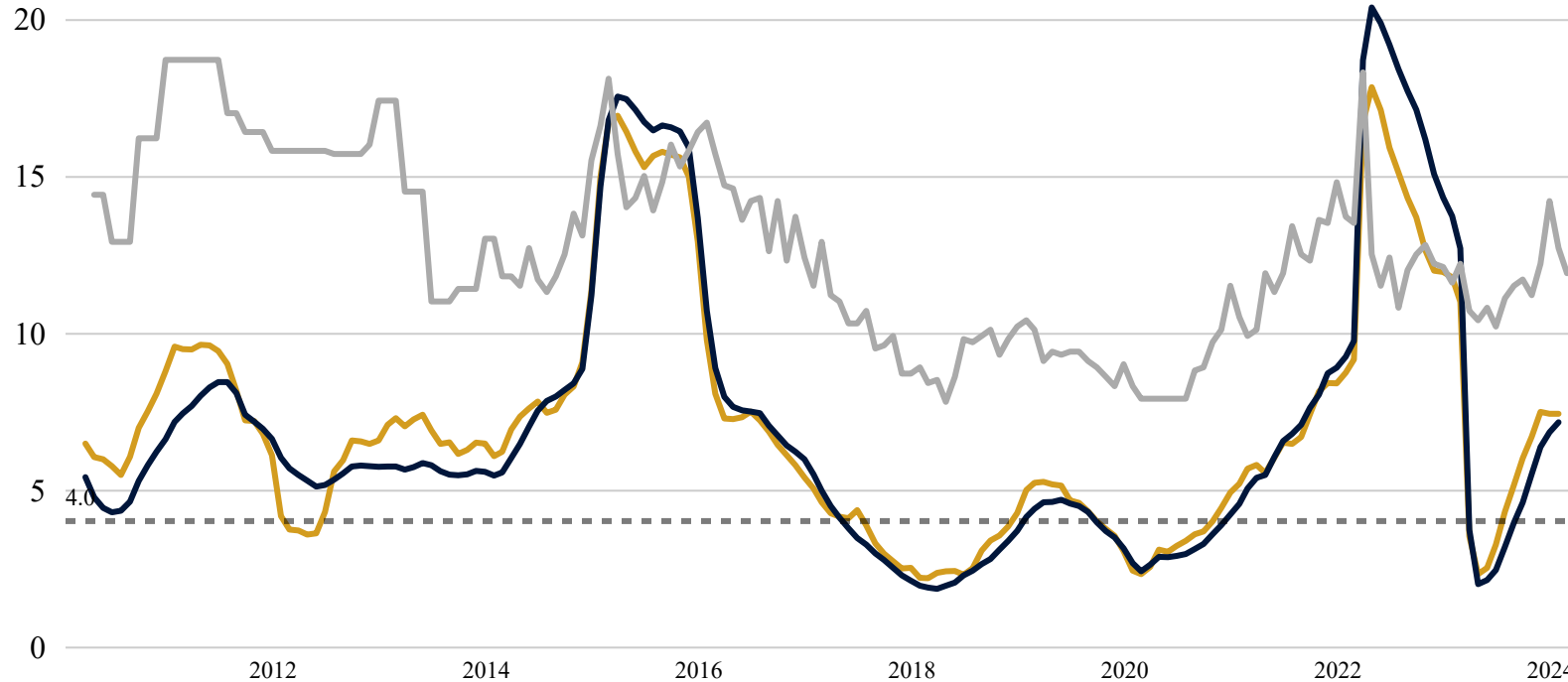
# Ռուսաստան. հիմնական տնտեսական ցուցանիշներ

Համաշխարհային տնտեսություն և առևտրային գործընկերներ

## Ընդհանուր և Բնականոն Գնաճի Տարրեր

տ/տ աճ, %

● Ընդհանուր գնաճ ● Բնականոն գնաճ ● Գնաճային սպասումներ



## Ընդհանուր և Բնականոն Գնաճ

տ/տ աճ, %

Year	Month	Ընդ.	Բնականոն	Գնաճային սպասումներ
2023	January	11.8	13.7	11.6
2023	February	11.0	12.7	12.2
2023	March	3.5	3.7	10.7
2023	April	2.3	2.0	10.4
2023	May	2.5	2.1	10.8
2023	June	3.3	2.4	10.2
2023	July	4.3	3.2	11.1
2023	August	5.2	4.0	11.5
2023	September	6.0	4.6	11.7
2023	October	6.7	5.5	11.2
2023	November	7.5	6.4	12.2
2023	December	7.4	6.8	14.2
2024	January	7.4	7.2	12.7
2024	February	7.4	7.2	11.9

Աղբյուր. ՌԿԲ, Ռոսստատ  
Նշում. Գծապատկերի վերջին կետը 2024թ.-ի Փետրվարն է







*Ներկայիս տնտեսական պայմանները*

*1.2 Ներքին տնտեսություն*





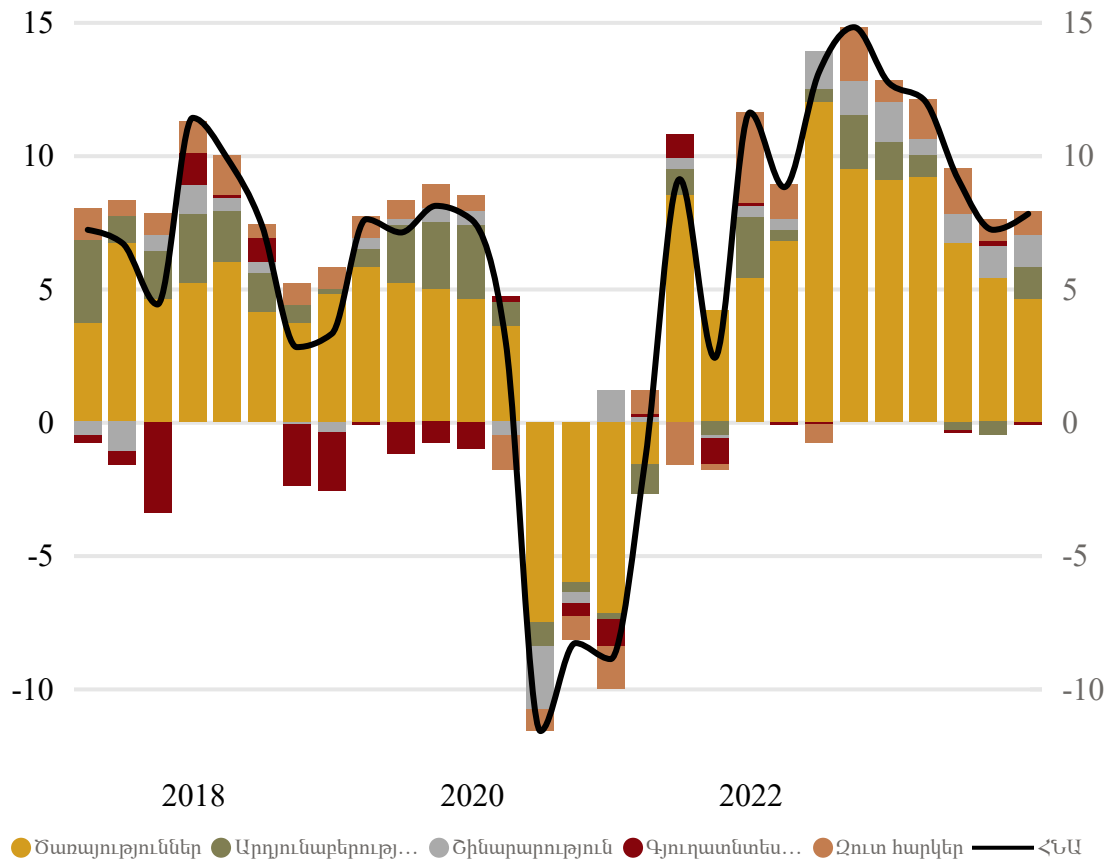


Ներքին տնտեսություն

# ՀՆԱ-ն արտադրական եղանակով

## Տնտեսական աճին նպաստումներ

Տոկոսային կետ, իրական աճ, տ/տ, %



## Տնտեսական աճին նպաստումներ

Տոկոսային կետ, իրական աճ, տ/տ, %

Ամսաթիվ	Ծառայություններ	Արդյունաբերություն	Ծինարարություն	Գյուղատնտեսություն	Զուտ հարկեր	ՀՆԱ
2022/Q3	9.5	2.0	1.3	0.0	2.0	14.8
2023/Q1	9.2	0.8	0.6	0.0	1.5	12.1
2022/Q4	9.1	1.4	1.5	0.0	0.8	12.7
2023/Q2	6.7	-0.3	1.1	-0.1	1.7	9.1
2023/Q3	5.4	-0.5	1.2	0.2	0.8	7.2
2023/Q4	4.6	1.2	1.2	-0.1	0.9	7.8

## Տնտեսական աճն ըստ ոլորտների

Իրական աճ, տ/տ, %

Ամսաթիվ	Ծառայություններ	Արդյունաբերություն	Ծինարարություն	Գյուղատնտեսություն	Զուտ հարկեր	ՀՆԱ
2022/Q3	19.2	10.4	19.8	-0.1	19.0	14.8
2022/Q4	20.5	4.4	16.5	-0.4	6.4	12.7
2023/Q1	16.0	3.9	15.2	0.6	12.2	12.1
2023/Q2	11.4	-2.9	21.6	-0.6	26.3	9.1
2023/Q3	10.5	-2.6	17.4	1.4	7.1	7.2
2023/Q4	9.1	7.2	12.7	-1.0	7.2	7.8

Աղբյուր. ՀՀ Վիճակագրական Կոմիտե, ՀՀ Կենտրոնական Բանկ Նշում. Գծապատկերի վերջին կետը 2023 թ.-ի 4-րդ եռամյասկն է:



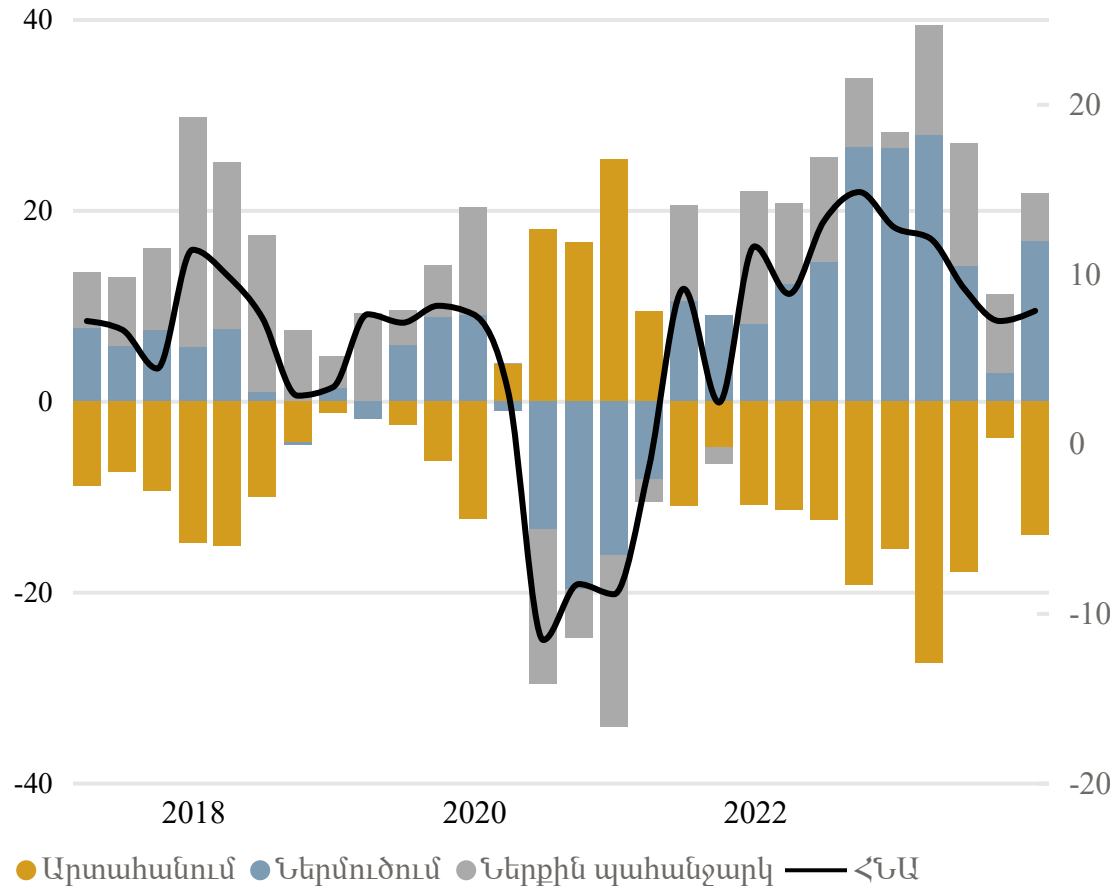


Ներքին տնտեսություն

# ՀՆԱ-ն ծախսային եղանակով

## Տնտեսական աճին նպաստումներ

Տոկոսային կետ, իրական աճ, տ/տ, %



Աղբյուր. ՀՀ Վիճակագրական կոմիտե, ՀՀ Կենտրոնական Բանկ Նշում. Գծապատկերի վերջին կետը 2023 թ.-ի 4-րդ եռամսյակն է:

## Տնտեսական աճին նպաստումներ

Տոկոսային կետ, իրական աճ, տ/տ, %

Ամսաթիվ	Մասնավոր սպառում	Պետական սպառում	Ներդրումներ	Արտահանում	Ներմուծում	ՀՆԱ
2023/Q1	5.1	1.4	5.0	27.9	-27.4	12.1
2023/Q2	7.1	2.2	3.5	14.2	-17.9	9.1
2023/Q3	3.1	3.0	2.1	2.9	-3.9	7.2
2022/Q4	-1.9	2.5	1.1	26.5	-15.5	12.7
2023/Q4	2.9	2.2	-0.2	16.8	-14.0	7.8
2022/Q3	7.5	0.6	-0.9	26.6	-19.3	14.8

## Տնտեսական աճն ըստ պահանջարկի բաղադրիչների

Տոկոսային կետ, իրական աճ, տ/տ, %

Ամսաթիվ	Մասնավոր սպառում	Պետական սպառում	Ներդրումներ	Արտահանում	Ներմուծում	ՀՆԱ
2023/Q1	6.4	13.0	28.9	64.9	55.4	12.1
2022/Q3	11.1	4.6	-3.9	71.4	46.3	14.8
2022/Q4	-2.9	18.0	3.4	82.7	35.7	12.7
2023/Q2	9.7	17.1	18.7	29.2	34.2	9.1
2023/Q4	5.2	15.6	-0.6	33.4	28.0	7.8
2023/Q3	4.8	24.6	10.8	5.3	7.6	7.2



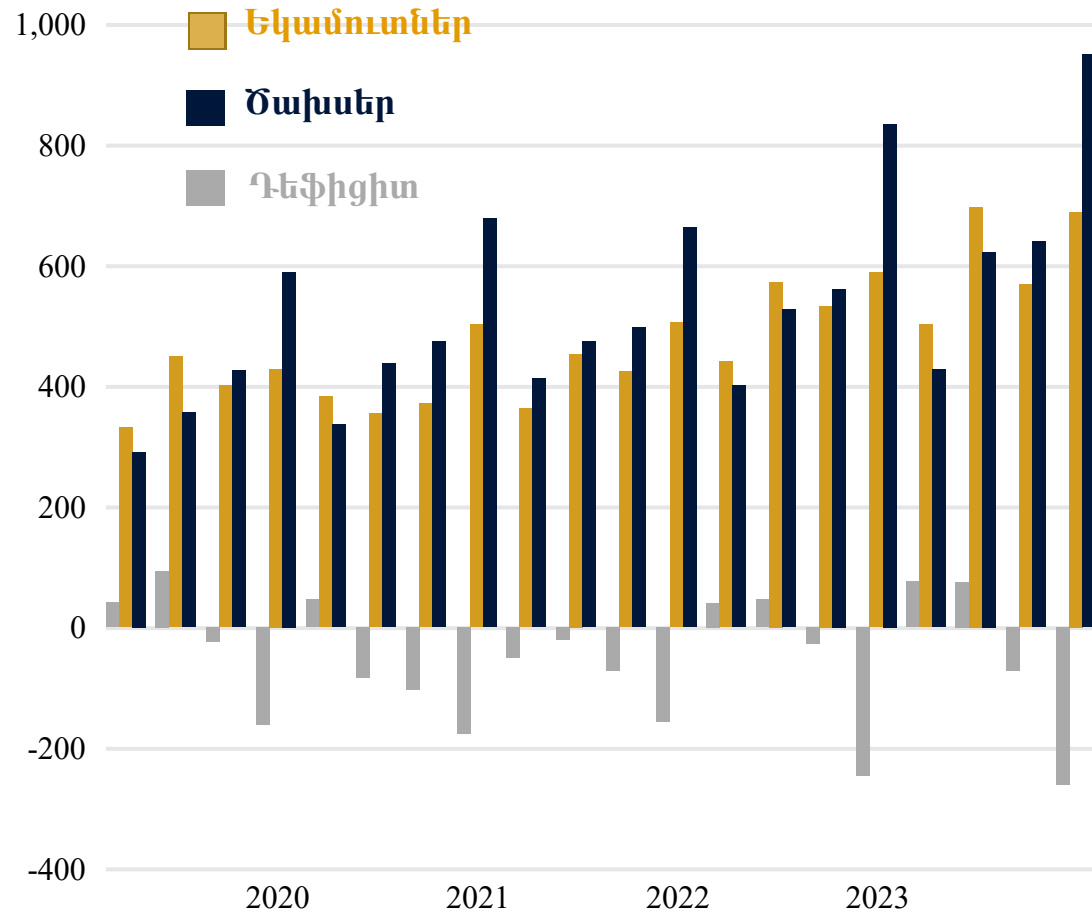


# Հարկաբյուջետային քաղաքականություն

Ներքին տնտեսություն

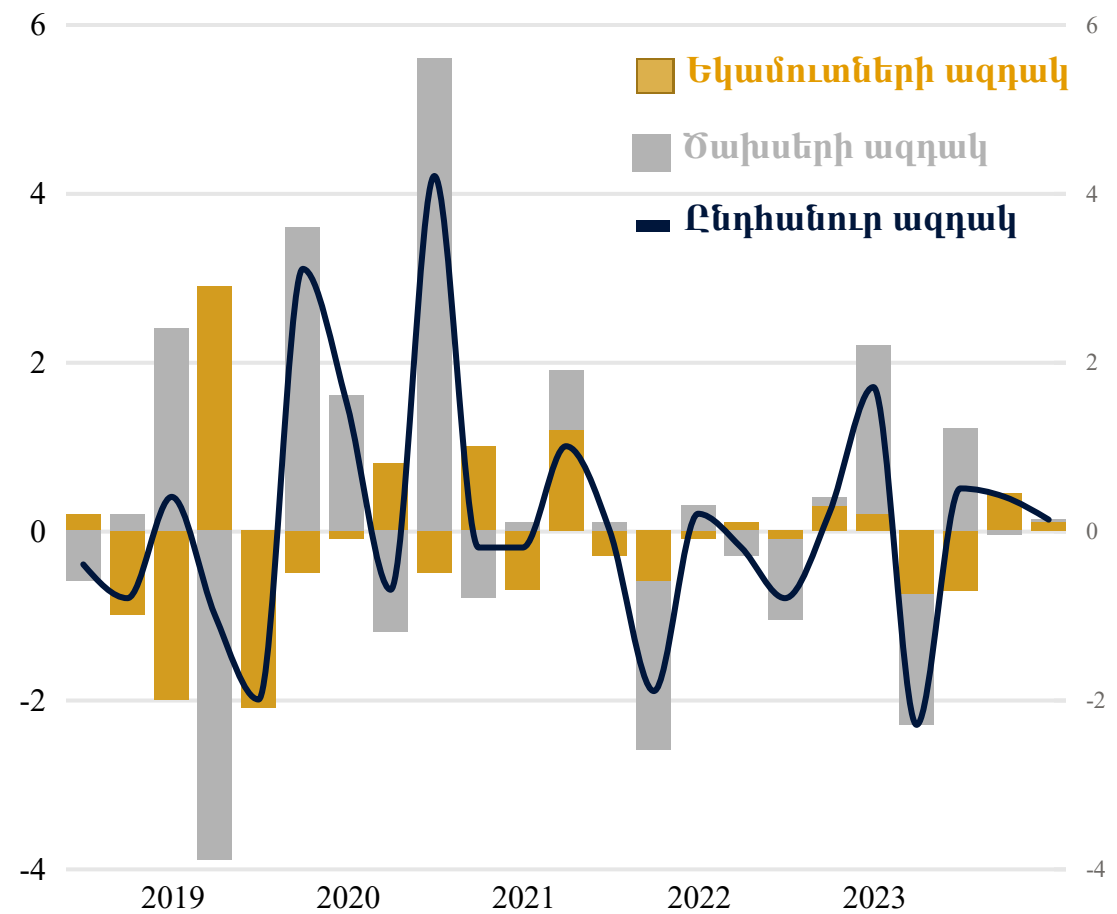
## Համախմբված բյուջեի եկամուտներ և ծախսեր

մլրդ ՀՀ դրամ



## Հարկաբյուջետային ազդակ

Տոկոսային կետ, ազդեցությունը ՀՆԱ-ի վրա, եռ/եռ %



Աղբյուր. ՀՀ Վիճակագրական կոմիտե, ՀՀ Կենտրոնական Բանկ, ՀՀ Փինանսների Նախարարություն  
Նշում. Հարկաբյուջետային ազդակը հաշվարկված է սեզոնային հարթեցված ՀՆԱ-ի, եկամուտների և ծախսերի ցուցանիշներով: Գծապատկերի վերջին կետը 2023թ.-ի 4-րդ եռամսյակն է:



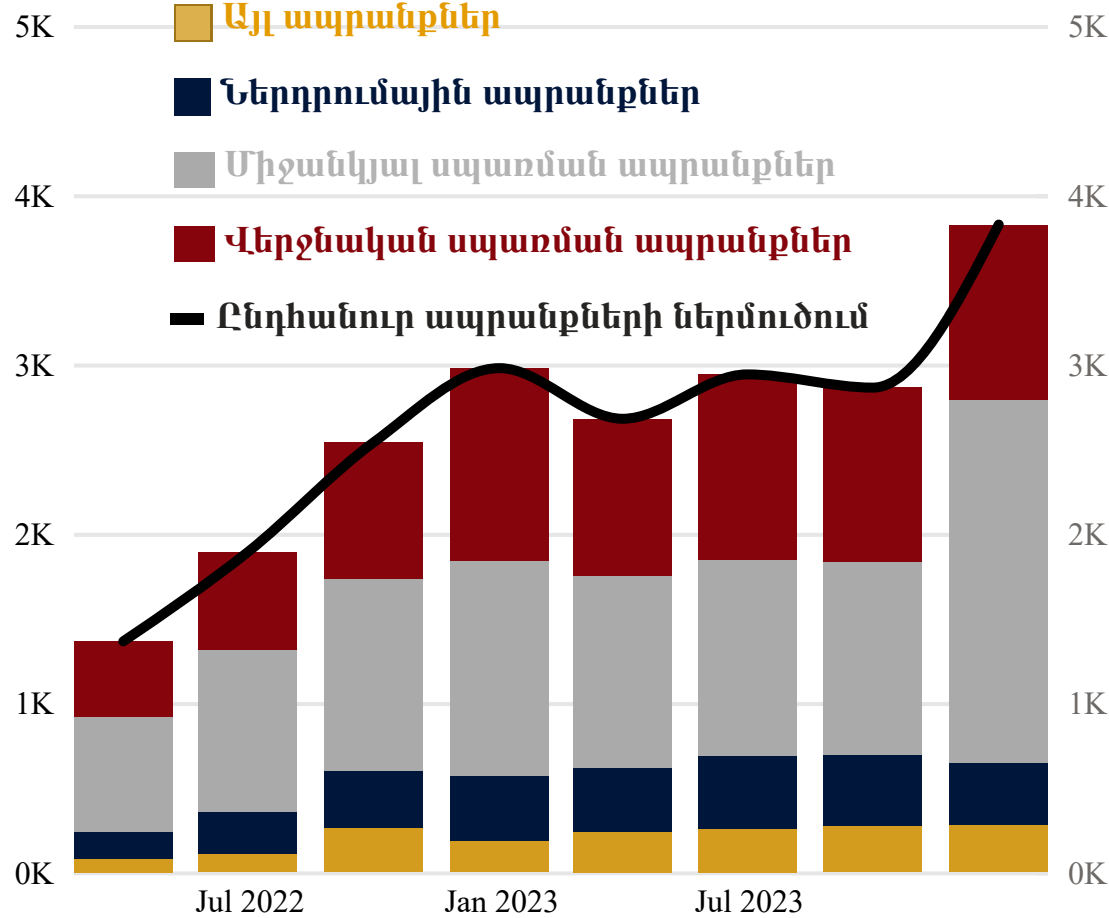


# Ընթացիկ հաշվի զարգացումներ

Ներքին տնտեսություն

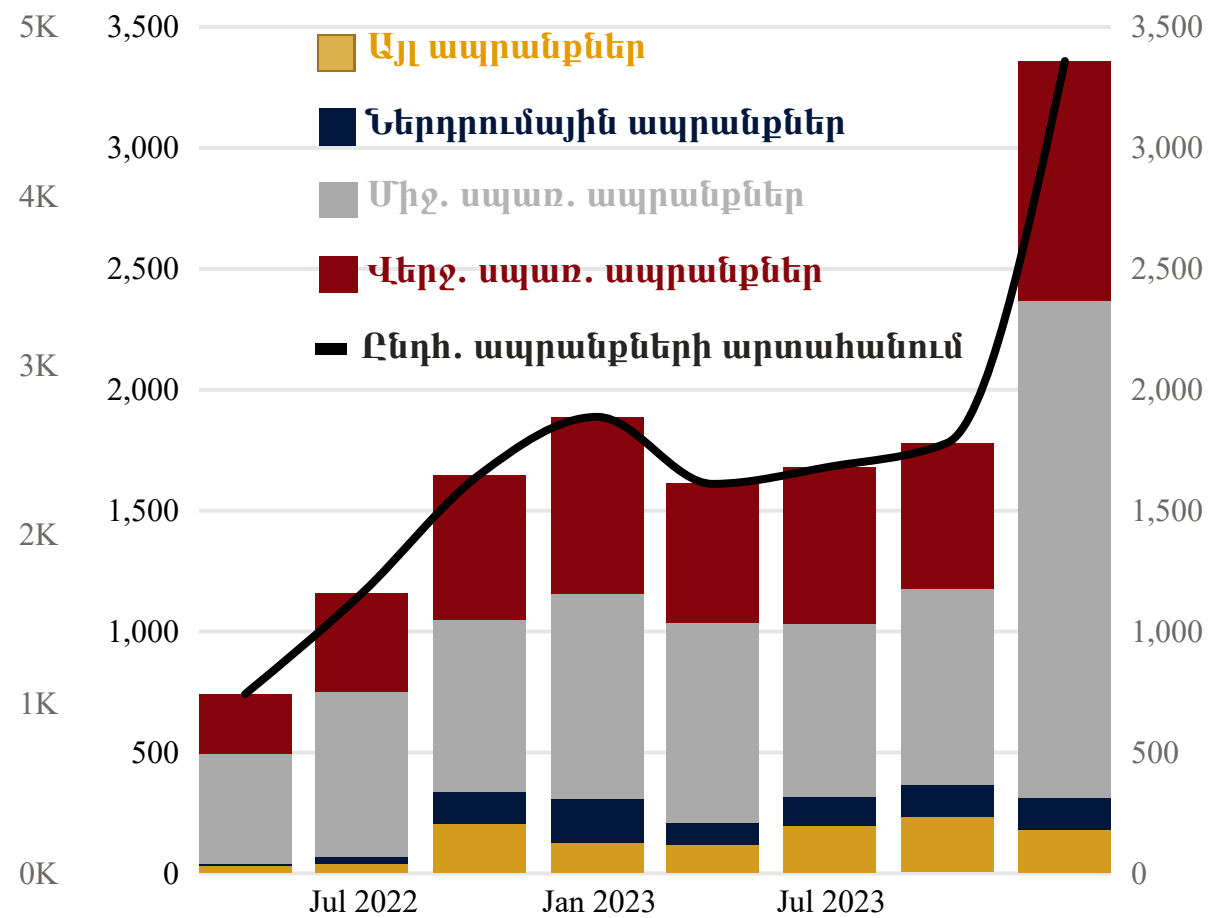
## Անվանական ներմուծում

մլն, դոլար



## Անվանական արտահանում

մլն, դոլար



Աղբյուր. ՀՀ Վիճակագրական կոմիտե, ՀՀ Կենտրոնական Բանկ Նշում. Գծապատկերի վերջին կետը 2023թ.-ի 4-րդ եռամսյակն է:





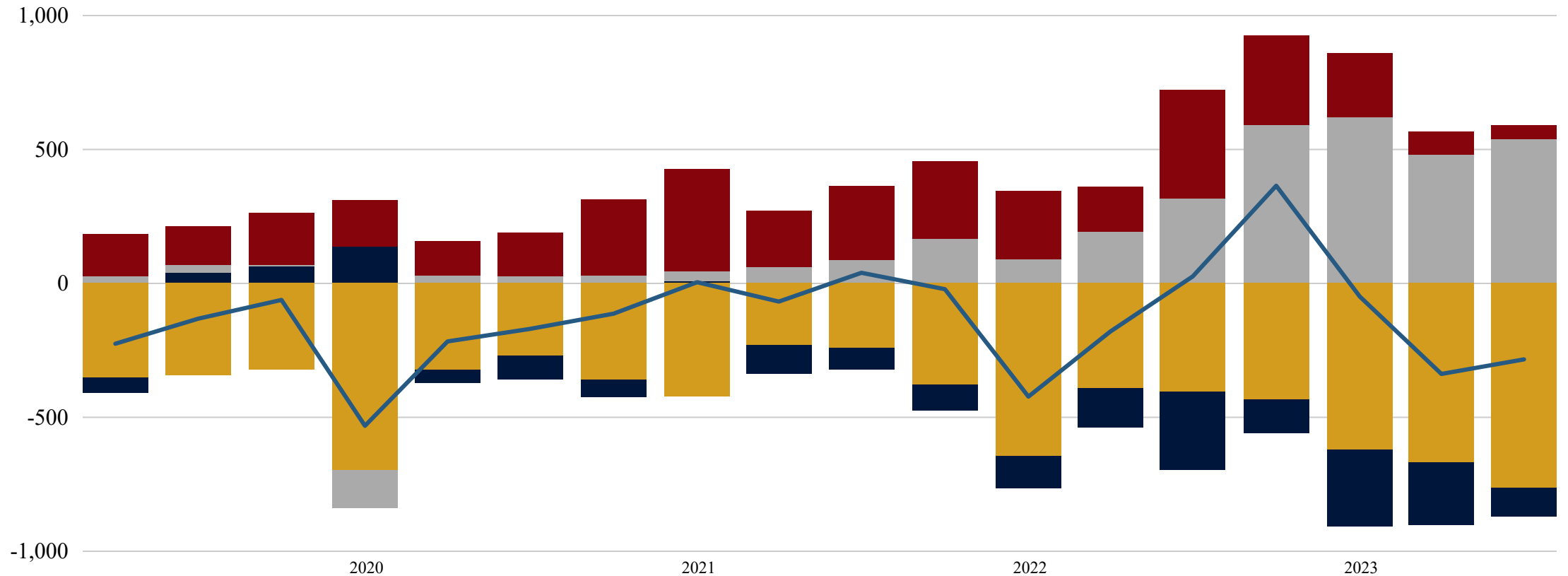
# Ընթացիկ հաշիվ

Ներքին տնտեսություն

## Ընթացիկ հաշիվ

մլն, դրամ

● Ապրանքային հաշվեկշիռ ● Եկամուտների հաշվեկշիռ ● Ծառայությունների հաշվեկշիռ ● Տրանսֆերտներ (ներառյալ պաշտոնական) ● Ընթացիկ հաշիվ



Աղբյուր. ՀՀ Վիճակագրական Նոմիսե, ՀՀ Կենտրոնական Բանկ  
Նշում. Գծապատկերի վերջին կետը 2023թ.-ի 3-րդ եռամսյակն է:



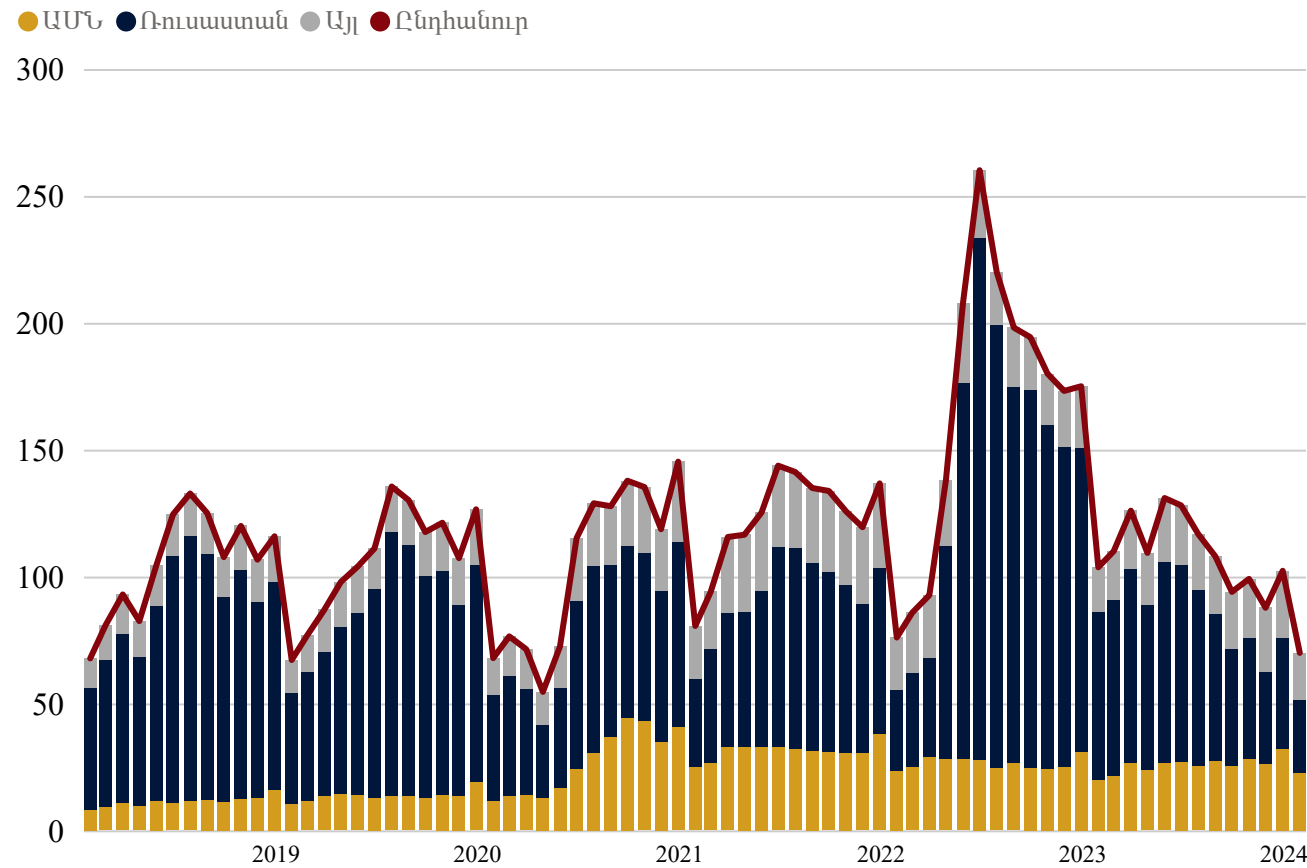




Ներքին տնտեսություն

# Ոչ առևտրային դրամական փոխանցումներ

Ոչ առևտրային փոխանցումների ներհոսքը ըստ երկրների մլն ԱՄՆ դոլար



Ոչ առևտրային փոխանցումները ըստ երկրների Ներհոսք, մլն ԱՄՆ դոլար

Ամսաթիվ	ԱՄՆ	Ռուսաստան	Այլ	Ընդհանուր
2023/07	26	69	22	117
2023/08	27	58	23	108
2023/09	25	46	22	94
2023/10	28	48	23	99
2023/11	26	36	25	88
2023/12	32	44	26	102
2024/01	23	29	18	70

Ոչ առևտրային փոխանցումները ըստ երկրների Ներհոսք, տ/տ աճ, %

Ամսաթիվ	ԱՄՆ	Ռուսաստան	Այլ	Ընդհանուր
2024/01	12.4	-56.3	5.5	-32.5
2023/12	4.1	-63.4	8.7	-41.6
2023/10	16.7	-64.8	15.8	-44.9
2023/08	2.0	-61.0	-2.0	-45.5
2023/07	3.3	-60.3	5.6	-46.9
2023/11	5.1	-71.5	16.7	-49.4
2023/09	3.1	-69.0	7.1	-51.6

Աղբյուր: ՀՀ Վիճակագրական կոմիտեի նշում. Գծապատկերի վերջին կետը 2024թ.-ի հունվարն է:



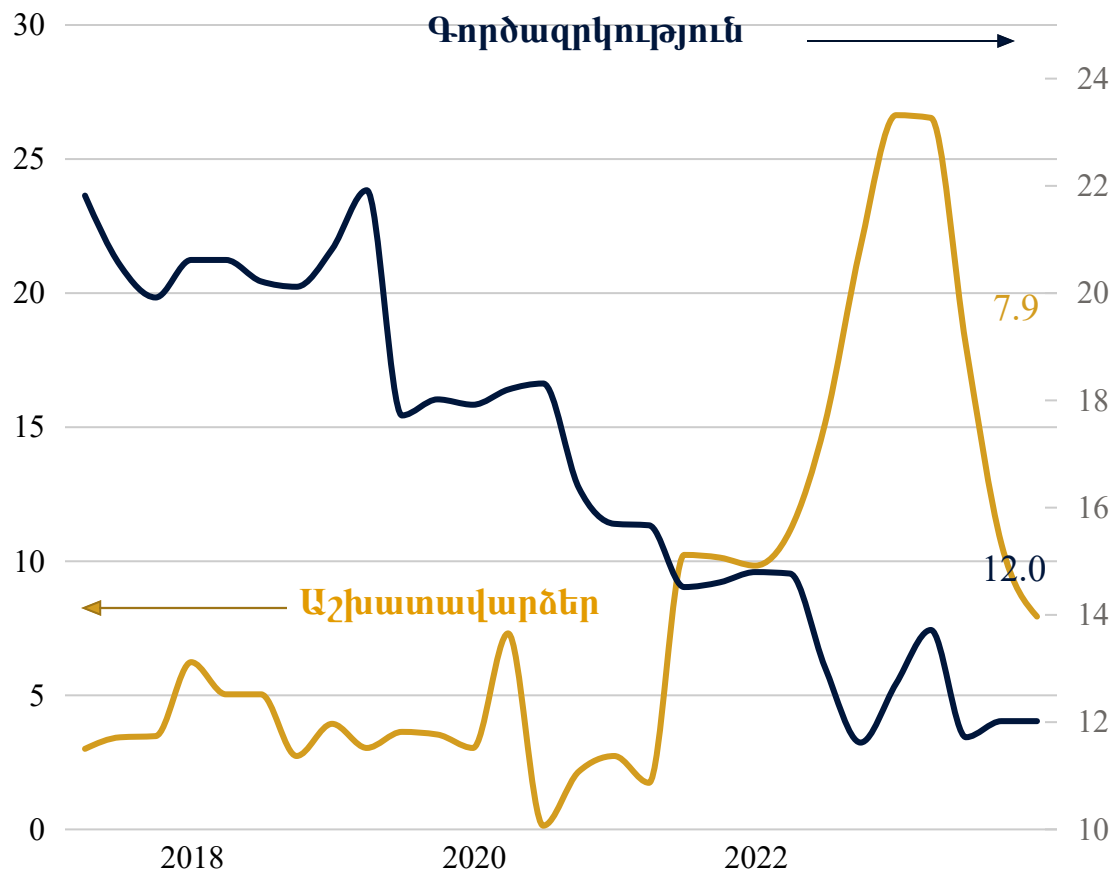


# Աշխատանքի շուկայի ցուցանիշներ

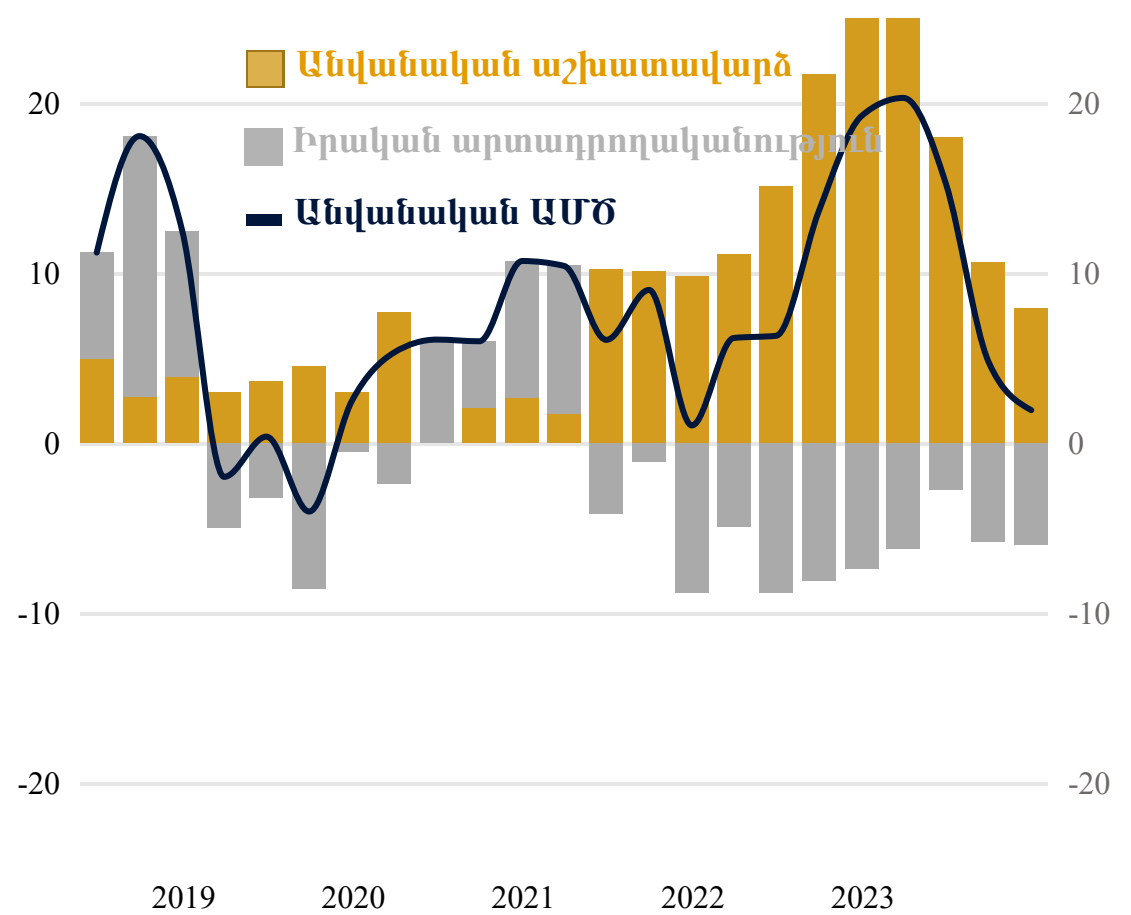
Ներքին տնտեսություն

### Գործազրկության մակարդակը և անվանական մասնավոր աշխատավարձի աճը

Տոկոս, % (ձախ), տ/տ աճ, % (աջ)



### Աշխատուժի միավոր ծախսերի (ԱՄԾ) աճին նպաստումներ տոկոսային կեստ, տ/տ փոփոխություն, %



Աղբյուր: ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ  
Նշում. Գծապատկերի վերջին կեստը 2023թ.-ի 4-րդ եռամսյակն է:





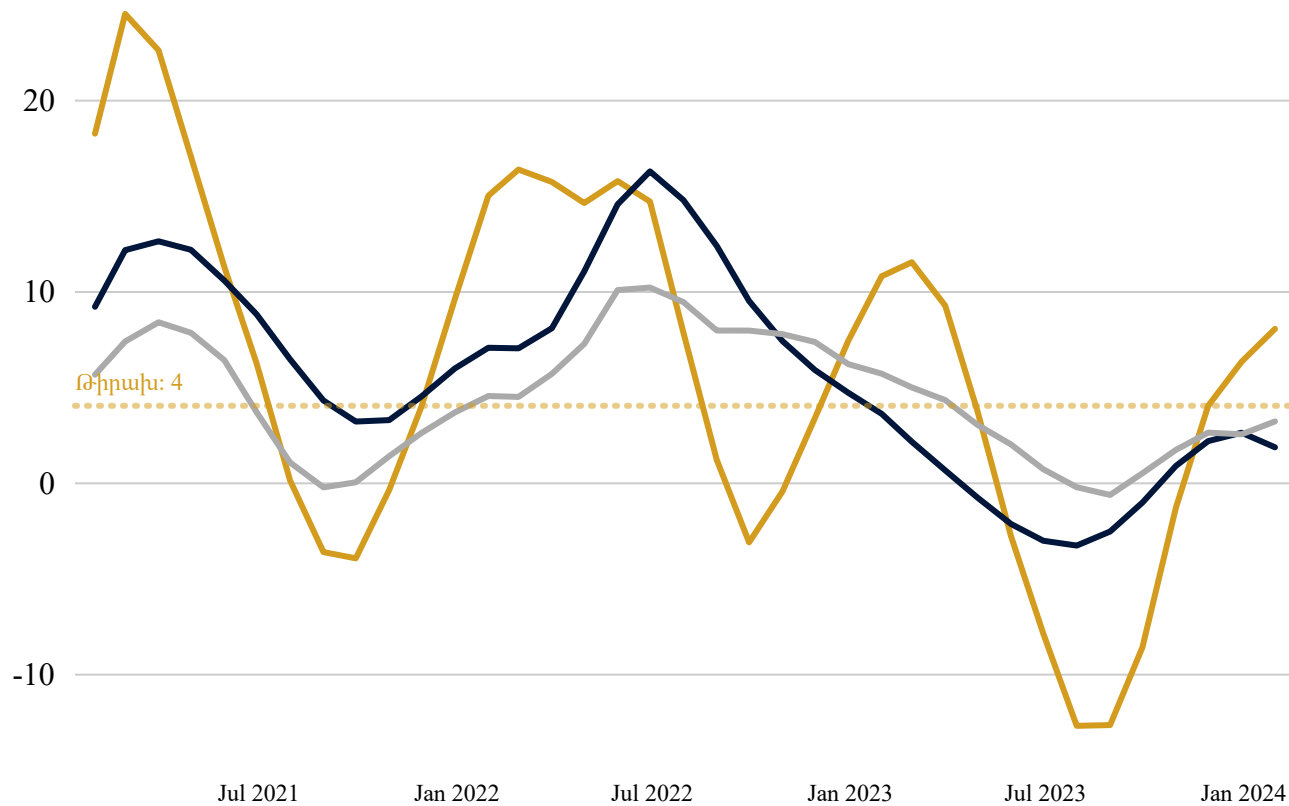
# Գնաճ և հիմնարար գնաճի ցուցանիշներ 3ա/3ա

Ներքին տնտեսություն

## ՄԳԻ և բնականոն գնաճ

3ա/3ա տարեկանացված աճ, %

● ՄԳԻ ● Բնականոն գնաճ ● ՄԳԻ առանց սննդամթերքի և վառելիքի



## ՄԳԻ և բնականոն գնաճ

3ա/3ա տարեկանացված աճ, %

Ամսաթիվ	ՄԳԻ	Բնականոն գնաճ	ՄԳԻ առանց սննդամթերքի և վառելիքի
2022/12	7.4	4.7	6.2
2023/01	10.8	3.6	5.7
2023/02	11.5	2.1	5.0
2023/03	9.2	0.6	4.3
2024/01	8.0	1.8	3.2
2023/04	3.7	-0.8	3.0
2023/11	4.0	2.2	2.6
2023/12	6.3	2.6	2.5
2023/05	-2.8	-2.2	2.0
2023/10	-1.3	0.9	1.7
2023/06	-7.9	-3.1	0.7
2023/09	-8.6	-1.1	0.5
2023/07	-12.7	-3.3	-0.3
2023/08	-12.7	-2.6	-0.7

Աղբյուր: ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ  
Նշում. Գծապատկերի վերջին կետը 2024թ.-ի հունվարն է:





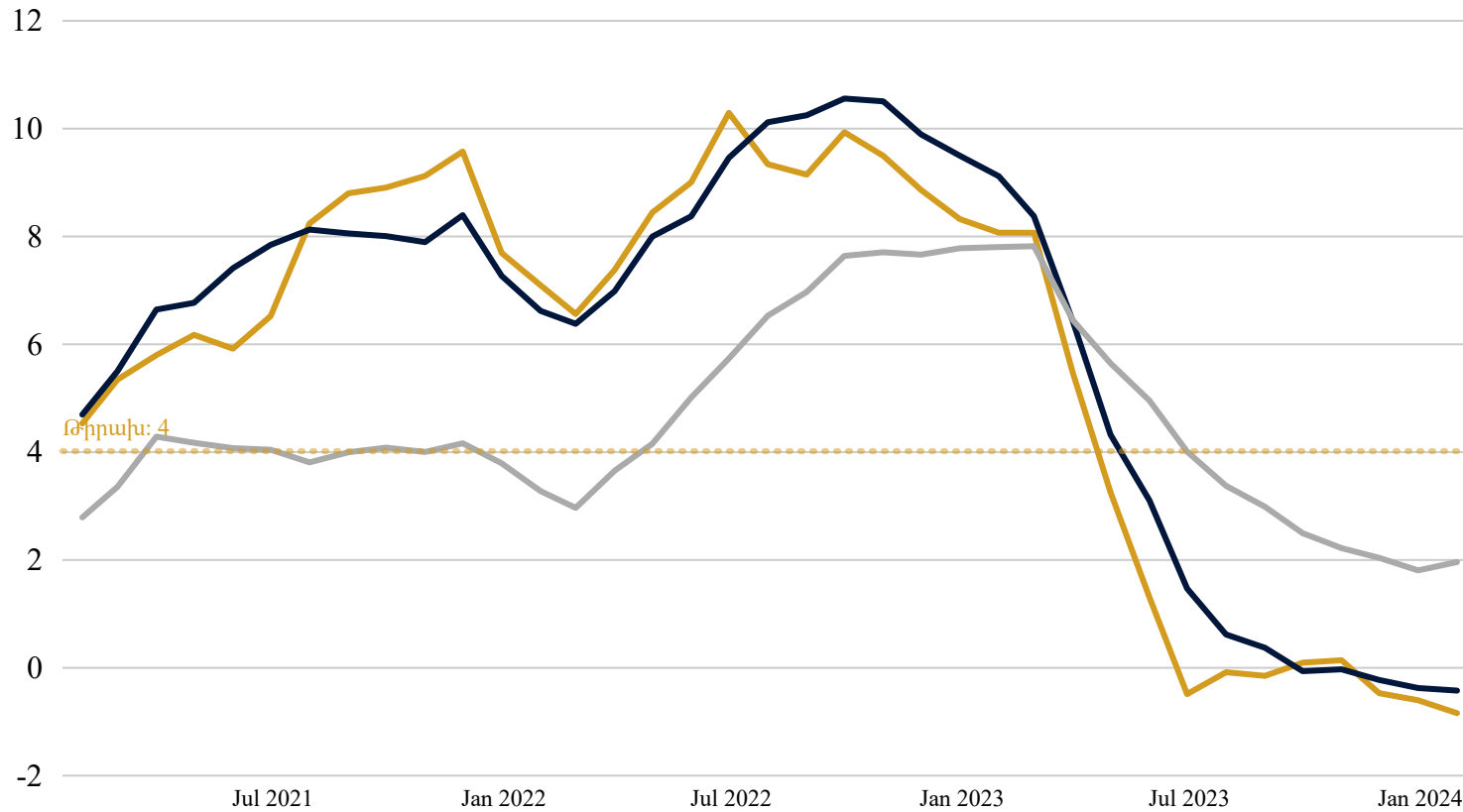
# Գնաճ և հիմնարար գնաճի ցուցանիշներ տ/տ

Ներքին տնտեսություն

## ՄԳԻ և բնականոն գնաճ

տ/տ փոփոխություն, %

● ՄԳԻ ● Բնականոն գնաճ ● ՄԳԻ առանց սննդամթերքի և վառելիքի



## ՄԳԻ և բնականոն գնաճ

տ/տ փոփոխություն, %

Ամսաթիվ	ՄԳԻ	Բնականոն գնաճ	ՄԳԻ առանց սննդամթերքի և վառելիքի
2022/12	8.30	9.48	7.76
2023/01	8.05	9.10	7.79
2023/02	8.05	8.36	7.80
2023/03	5.45	6.41	6.43
2023/04	3.24	4.30	5.63
2023/05	1.29	3.09	4.94
2023/06	-0.51	1.45	3.99
2023/07	-0.10	0.60	3.36
2023/08	-0.17	0.35	2.97
2023/09	0.08	-0.08	2.48
2023/10	0.12	-0.05	2.20
2023/11	-0.49	-0.24	2.02
2023/12	-0.62	-0.39	1.79
2024/01	-0.86	-0.44	1.94

Աղբյուր: ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ  
Նշում. Գծապատկերի վերջին կետը 2024թ.-ի հունվարն է:







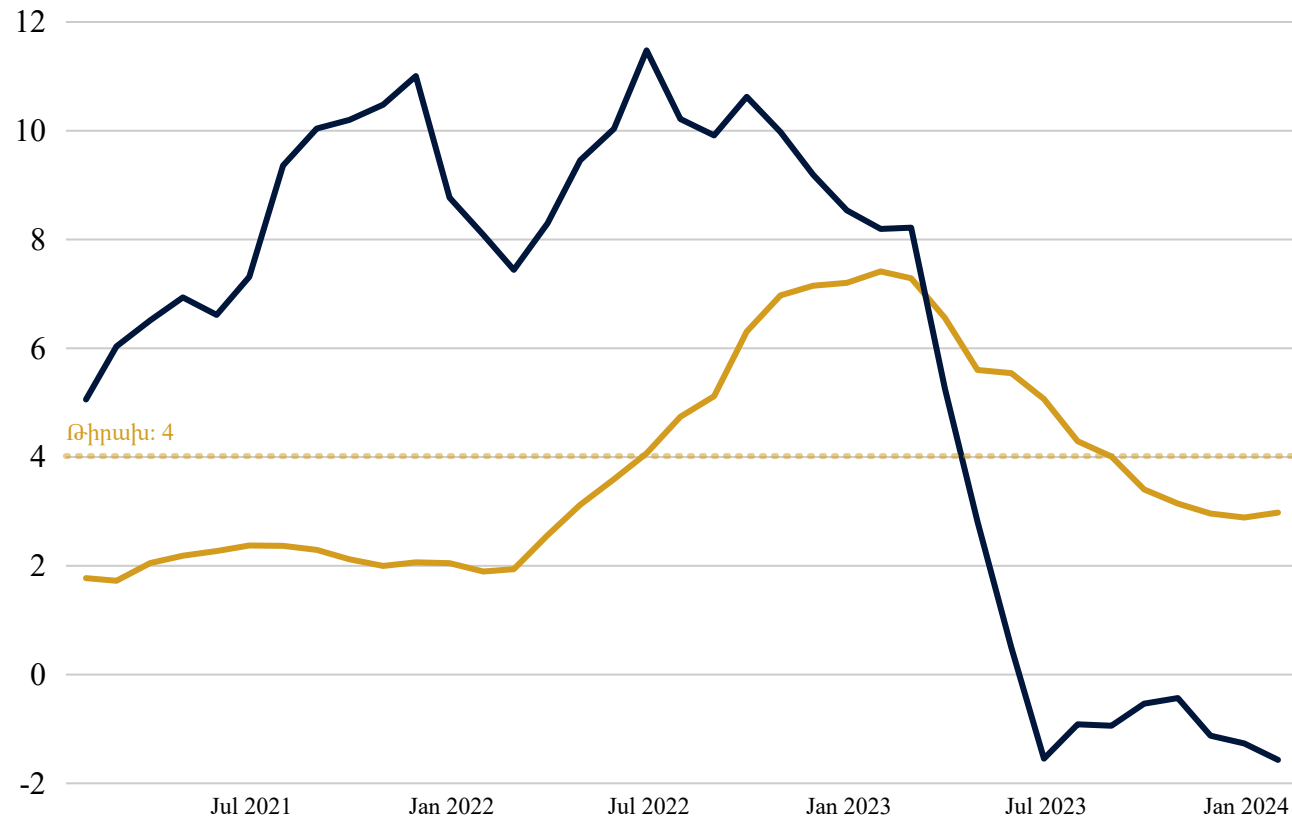
# Ոչ արտահանելի կոշտ գներ

Ներքին տնտեսություն

## Ոչ արտահանելի կոշտ գներ և ճկուն գներ

տ/տ փոփոխություն, %

● ՈԱԿԳԻ ● Ճկուն գներ



## Ոչ արտահանելի կոշտ գներ և ճկուն գներ

փոփոխություն, %

Date	Ճկուն գներ, տ/տ	ՈԱԿԳԻ, տ/տ	ՈԱԿԳԻ, 3ա/3ա	Ճկուն գներ, 3ա/3ա
2022/12	8.5	7.2	7.4	7.4
2023/01	8.2	7.4	5.5	11.8
2023/02	8.2	7.3	3.7	13.0
2023/03	5.2	6.5	3.9	10.2
2023/04	2.8	5.6	3.5	3.7
2023/05	0.5	5.5	3.0	-3.9
2023/06	-1.6	5.0	2.0	-9.8
2023/07	-0.9	4.3	2.0	-15.5
2023/08	-1.0	4.0	1.5	-15.4
2023/09	-0.6	3.4	2.0	-10.6
2023/10	-0.5	3.1	2.8	-2.1
2023/11	-1.1	2.9	4.3	3.9
2023/12	-1.3	2.9	3.9	6.8
2024/01	-1.6	3.0	3.2	8.9

Աղբյուր: ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Նշում. Գծապատկերի վերջին կետը 2024թ.-ի հունվարն է:

"Non-Tradeable Sticky Price Inflation: Developing Better Concepts for Monetary Policy Analysis", Պասիկյան, Ավետիսյան, Լաքստոն և այլոք, 2023



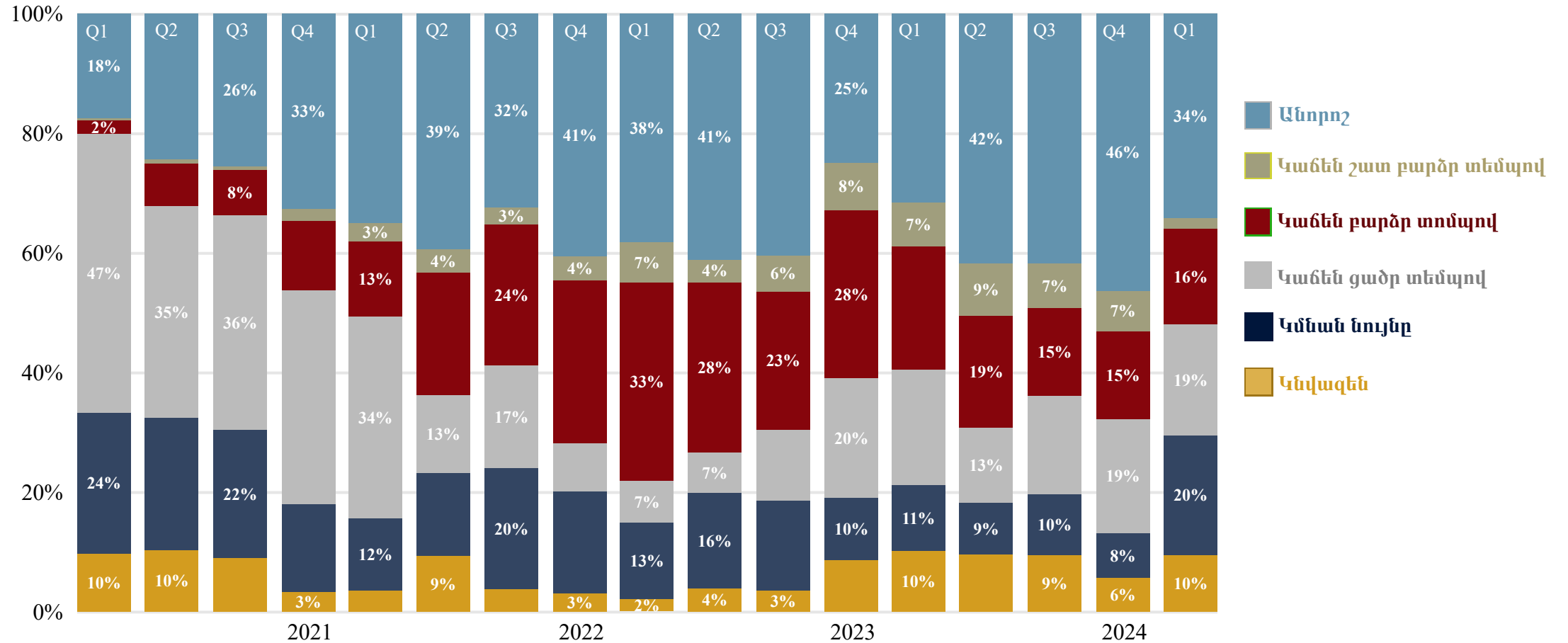


# Գնահային սպասումների հարցում

Ներքին տնտեսություն

## Տնային տնտեսությունների հարցում գնահային սպասումների վերաբերյալ

Ընդհանուր պատասխանների տոկոսը, %



Աղբյուր: ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ հարցումներ Նշում. Գծապատկերի վերջին կետը 2024թ.-ի առաջին եռամսյակն է:





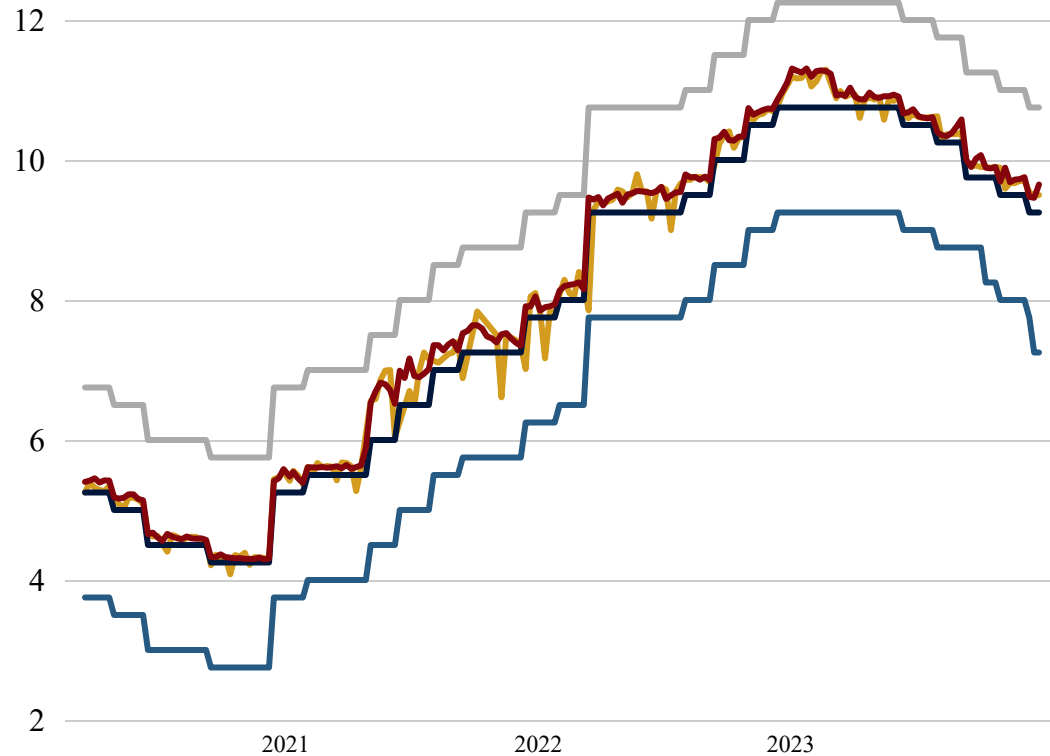
Ներքին տնտեսություն

# ԿԲ գործառնություններ և փողի շուկայի տոկոսադրույքներ

## Ռեպո շուկայի տոկոսադրույքներ

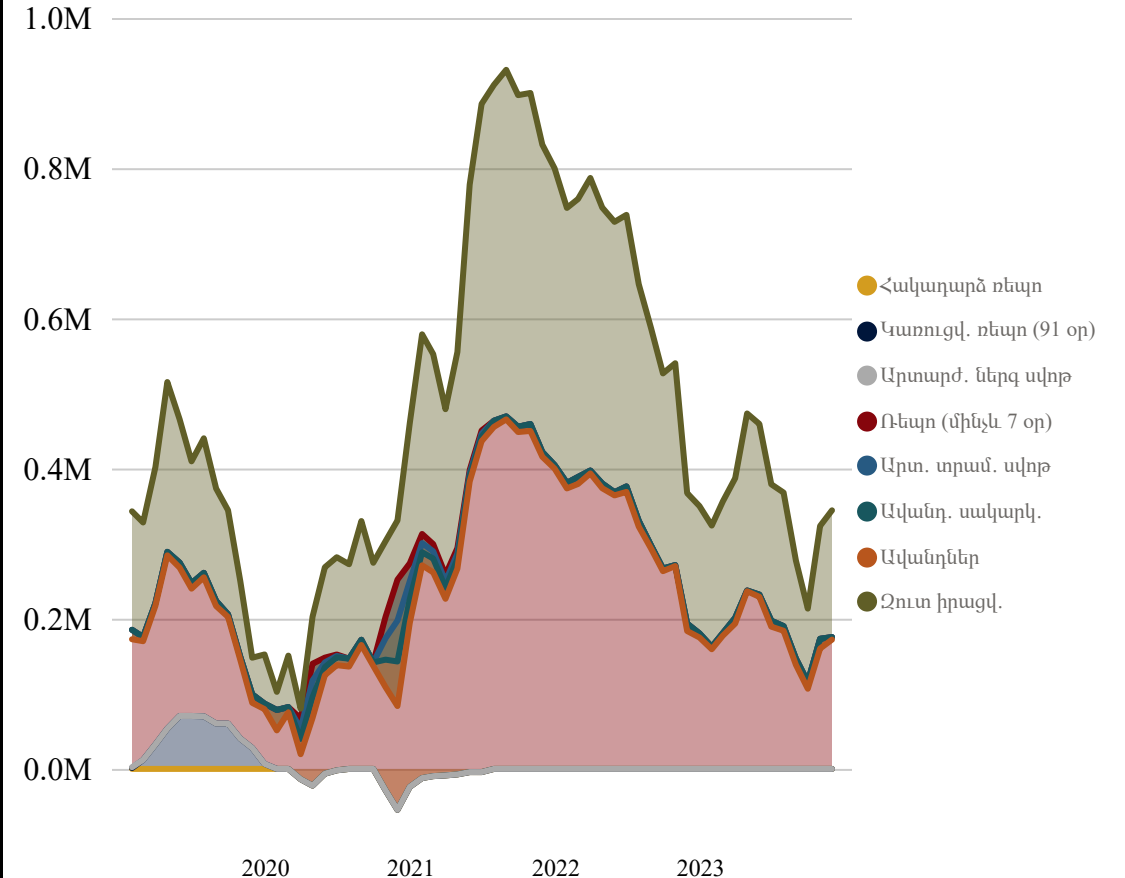
տոկոս, %

● Միջբանկ. ռեպո ● ԿԲ վերաֆին. տոկ. ● Լոմբ. ռեպո ● ԿԲ միջին ռեպո ● ԿԲ ավանդ. տոկոս.



## ԿԲ գործառնություններ

մլն դրամ



Աղբյուր: ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ  
Նշում. Գծապատկերի վերջին կետը 2023 թ դեկտեմբերն է:





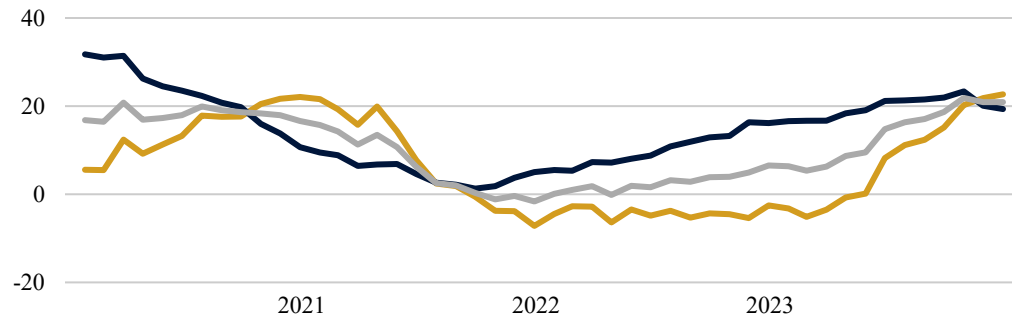
# Առևտրային Բանկերի Վարկեր և Ավանդներ

Ներքին տնտեսություն

## Վարկեր տնային տնտեսություններին և ձեռնարկություններին

տ/տ փոփոխություն, %

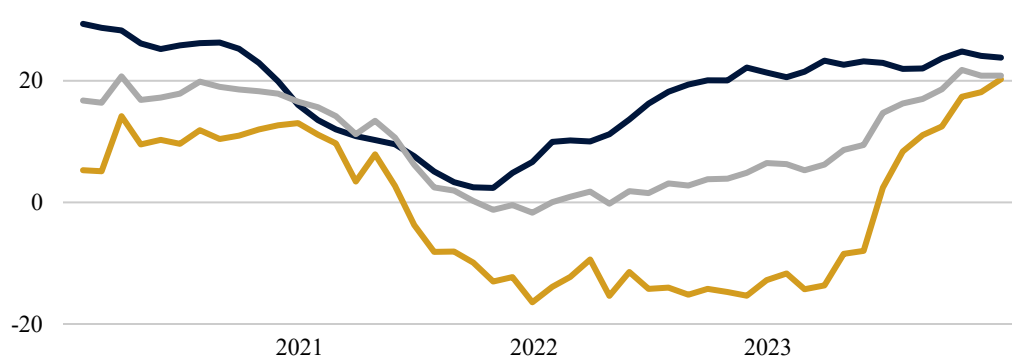
● Վարկեր ձեռն. ● Վարկեր տնային տնտ. ● Ընդհանուր վարկեր



## Վարկեր ըստ արժույթի

տ/տ փոփոխություն, %

● Արտարժույթ. վարկեր ● Դրամային վարկեր ● Ընդհանուր վարկեր



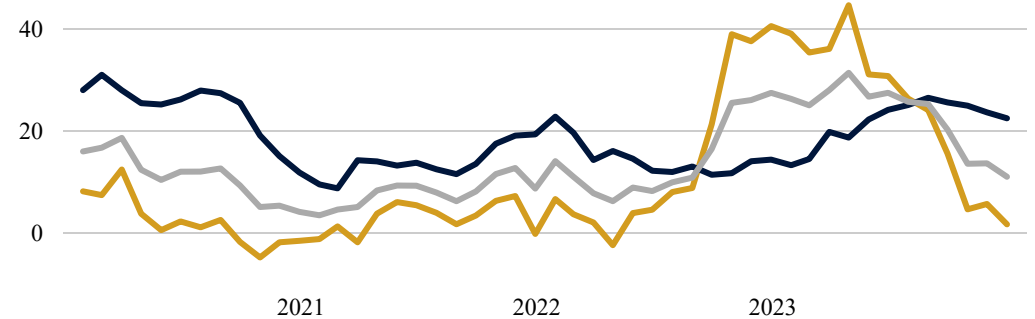
Աղբյուր: ՀՀ ԿԲ

Նշում. Գծապատկերի վերջին կետը 2023թ.-ի դեկտեմբերն է:

## Ավանդներ ըստ արժույթի

տ/տ փոփոխություն, %

● Արտարժույթ. ավանդներ ● Դրամային ավանդներ ● Ընդհանուր ավանդներ





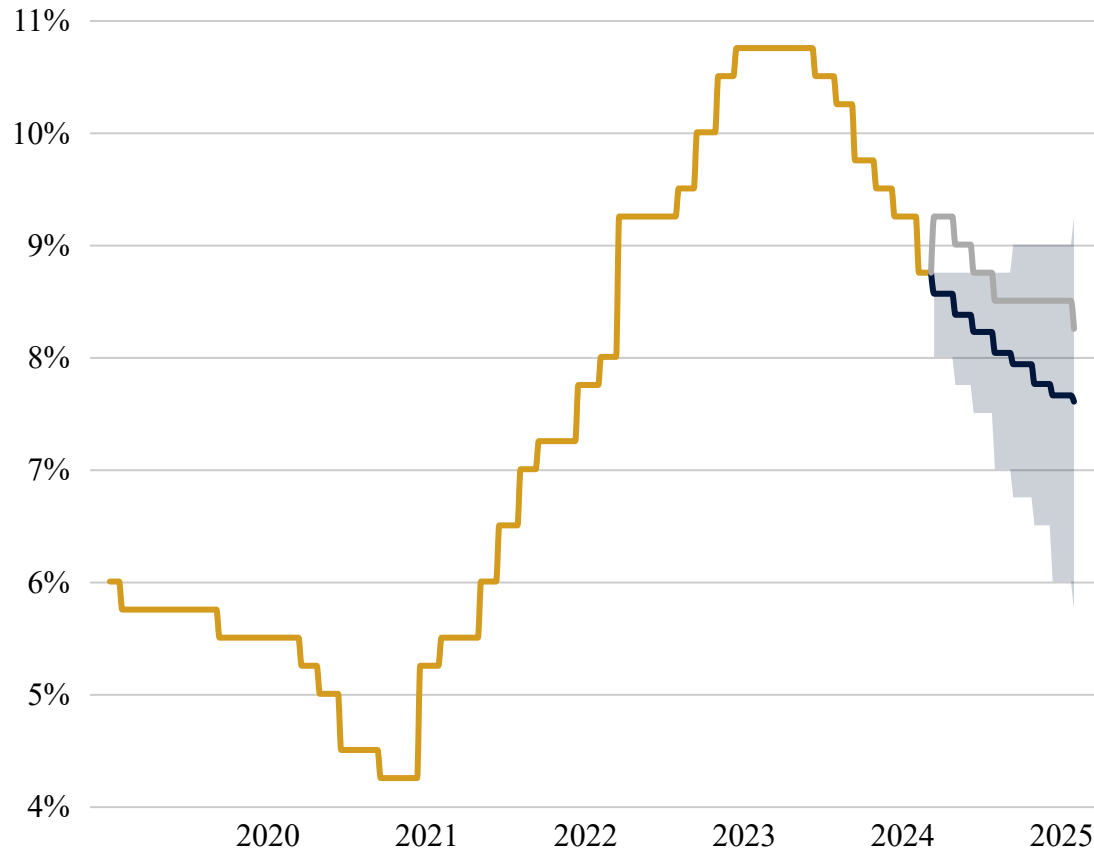


Ներքին տնտեսություն

# Քաղաքականության Տոկոսադրույքի Վերաբերյալ Ծուկայական Սպասումներ

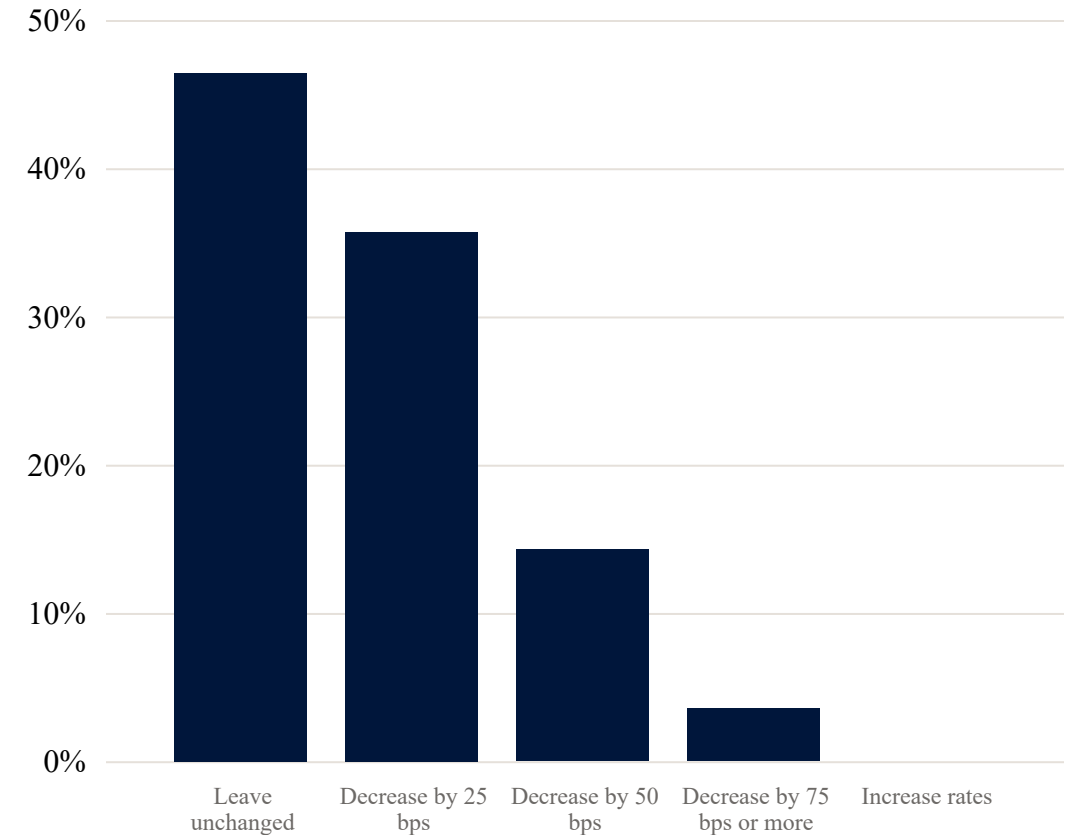
### Քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ շուկայական սպասումներ

● ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոս. ● Հարցում. վրա հիմն. սպ... ● Պարտ. շուկայի սպ...



Աղբյուր: ՀՀ ՎԿ, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

### Առաջիկա (2024թ.-ի մարտ) Քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ որոշման հավանականությունը շուկայի մասնակիցների կողմից



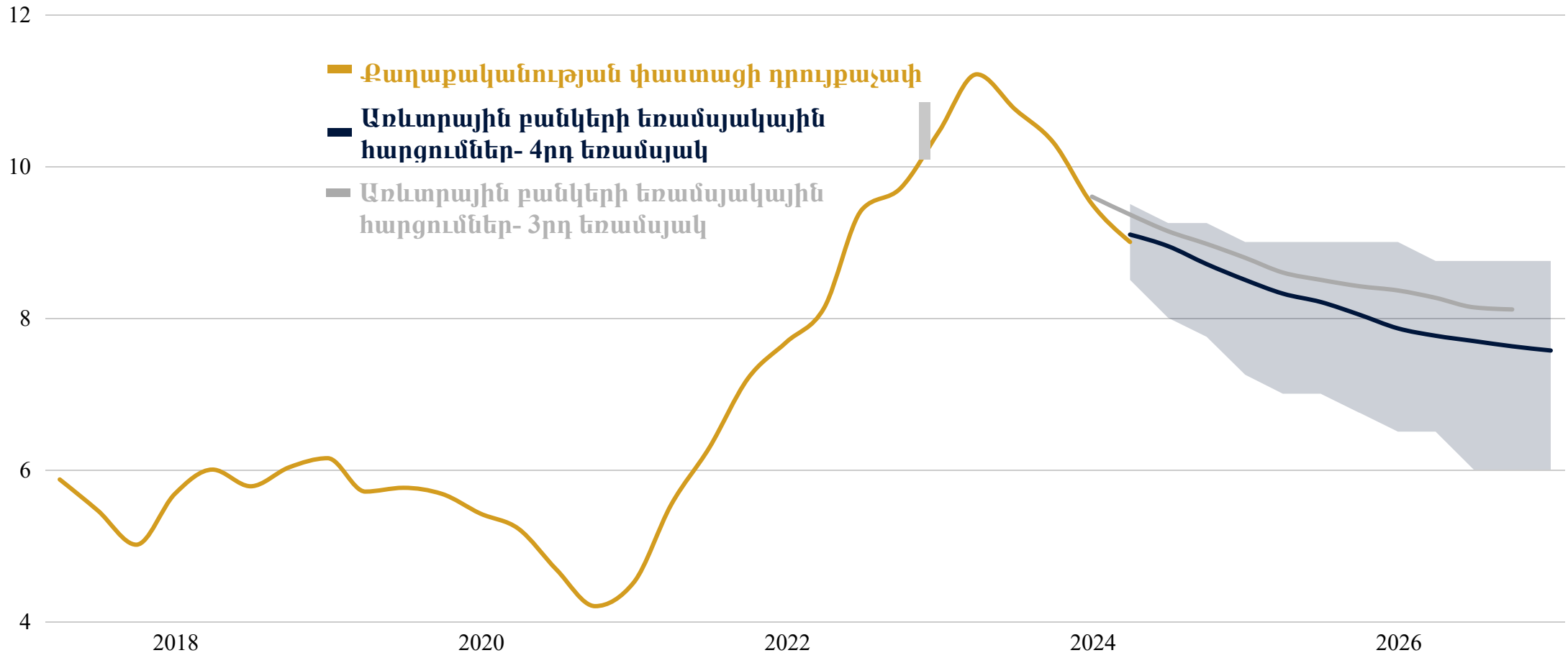


# Շուկայական Երկարաժամկետ Սպասումներ

Ներքին տնտեսություն

## Քաղաքականության դրույքաչափը և հարցումների վրա հիմնված սպասումներ

Տոկոս, %, ստվերավորված տարածքը արտացոլում է բոլոր պատասխանների բաշխումը



Աղբյուր: ՀՀ ԿԲ առևտրային բանկերի եռամսյակային հարցումներ





*Ընդհանուր Ենթադրություններ և  
Դատողություններ*



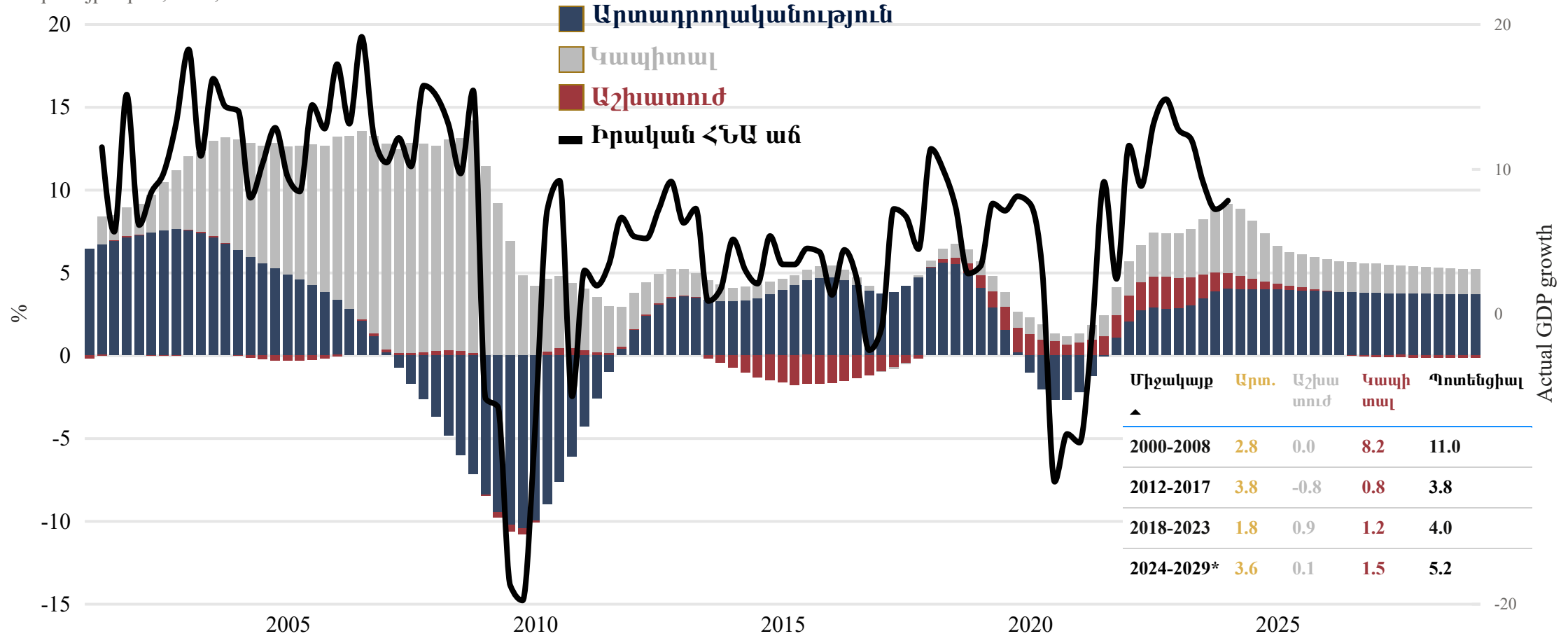


# ՀՀ երկարաժամկետ տնտեսական աճի ներուժը

Ընդհանուր  
ենթադրություններ և  
սպասարկումներ

## ՀՆԱ ներուժային աճին նպաստումներ

Տոկոսային կետ, տ/տ, %



Աղբյուր: ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ  
Նշում. Գնահատումները հիմնված են ԿԲ անձնակազմի դատողությունների վրա և ենթակա են անորոշության





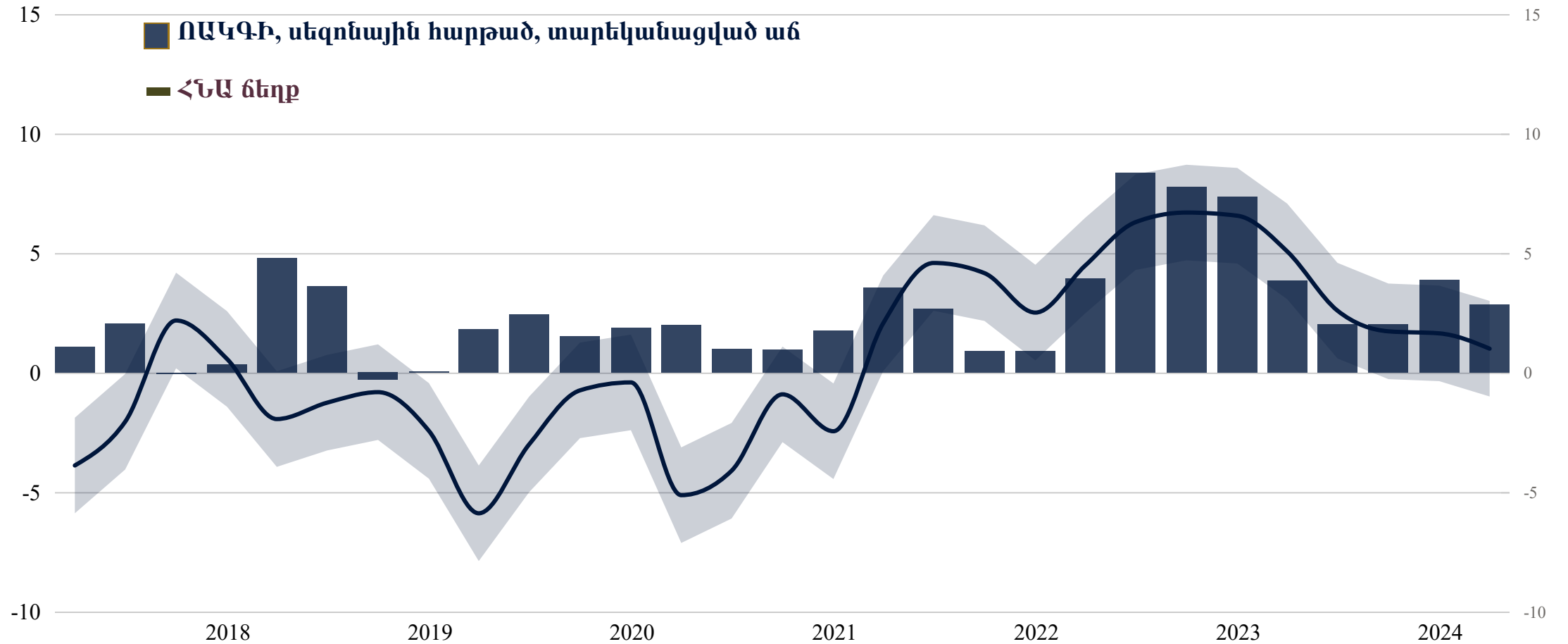


# ՀՆԱ ճեղք

Ընդհանուր  
էկզտրակտներ և  
դատողություններ

## ՀՆԱ ճեղք և գնաճ

տոկոս, %, ստվերավորված տարածքը արտացոլում է անորոշությունը ՀՆԱ ճեղքի գնահատականների շուրջ



Աղբյուր: ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ  
Նշում. Գնահատումները հիմնված են անձնակազմի դատողությունների վրա և ենթակա են անորոշության  
Գծապատկերի վերջին կետը 2024թ.-ի առաջին եռամսյակն է:



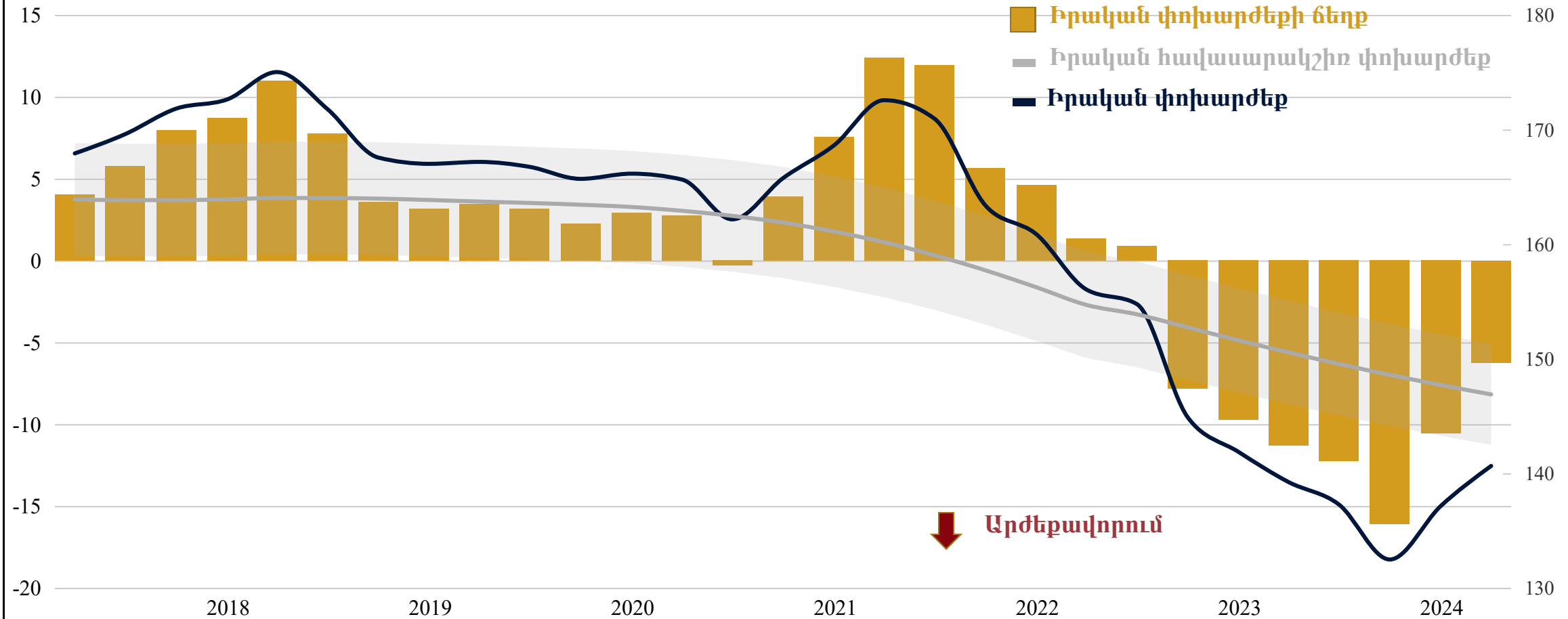


# Իրական արդյունավետ փոխարժեք

Շնչառություն  
Ենթադրություններ  
և  
Կատարողություններ

## Իրական արդյունավետ փոխարժեք և հավասարակշիռ մակարդակ

100\*լոգ ինդեքս, տոկոսային շեղում հավասարակշիռ մակարդակից



Աղբյուր: ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ  
Նշում. Գնահատումները հիմնված են անձնակազմի դատողությունների վրա և ենթակա են անորոշության  
Գծապատկերի վերջին կետը 2024 թ առաջին եռամսյակն է:



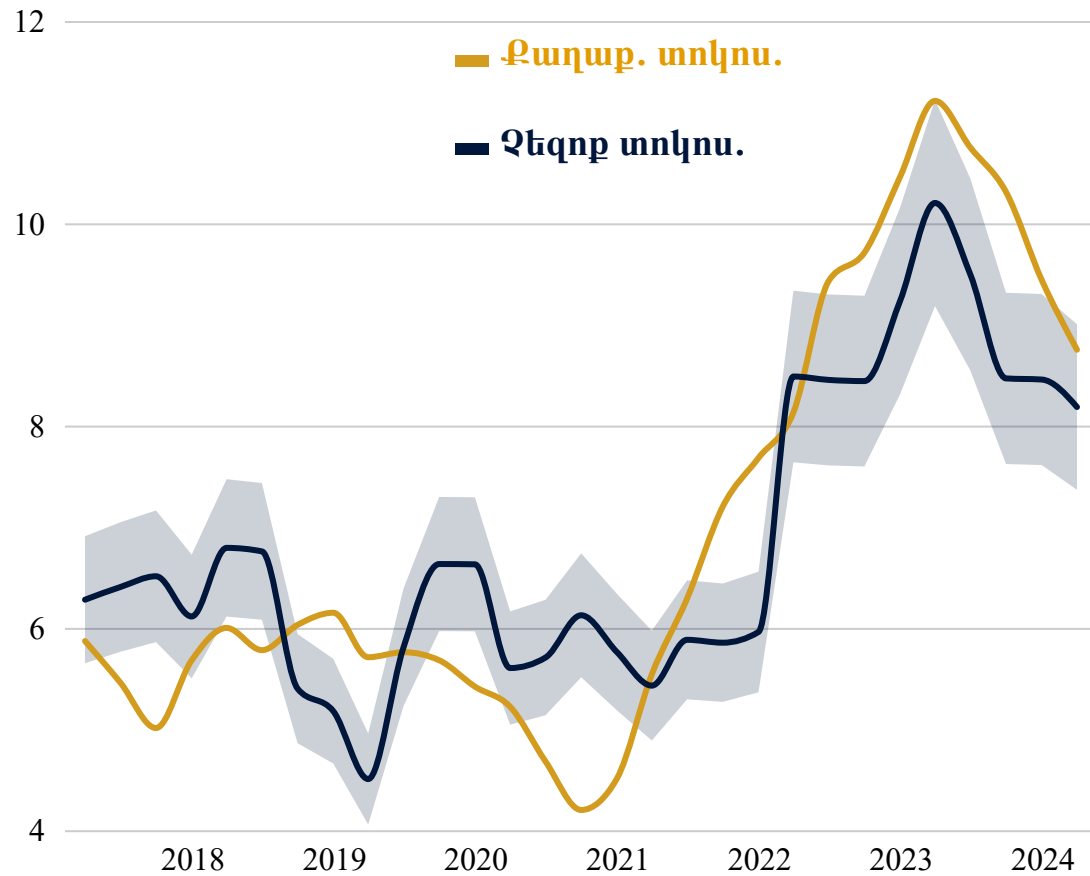


Ընդհանուր  
եկթառություններ և  
դատություններ

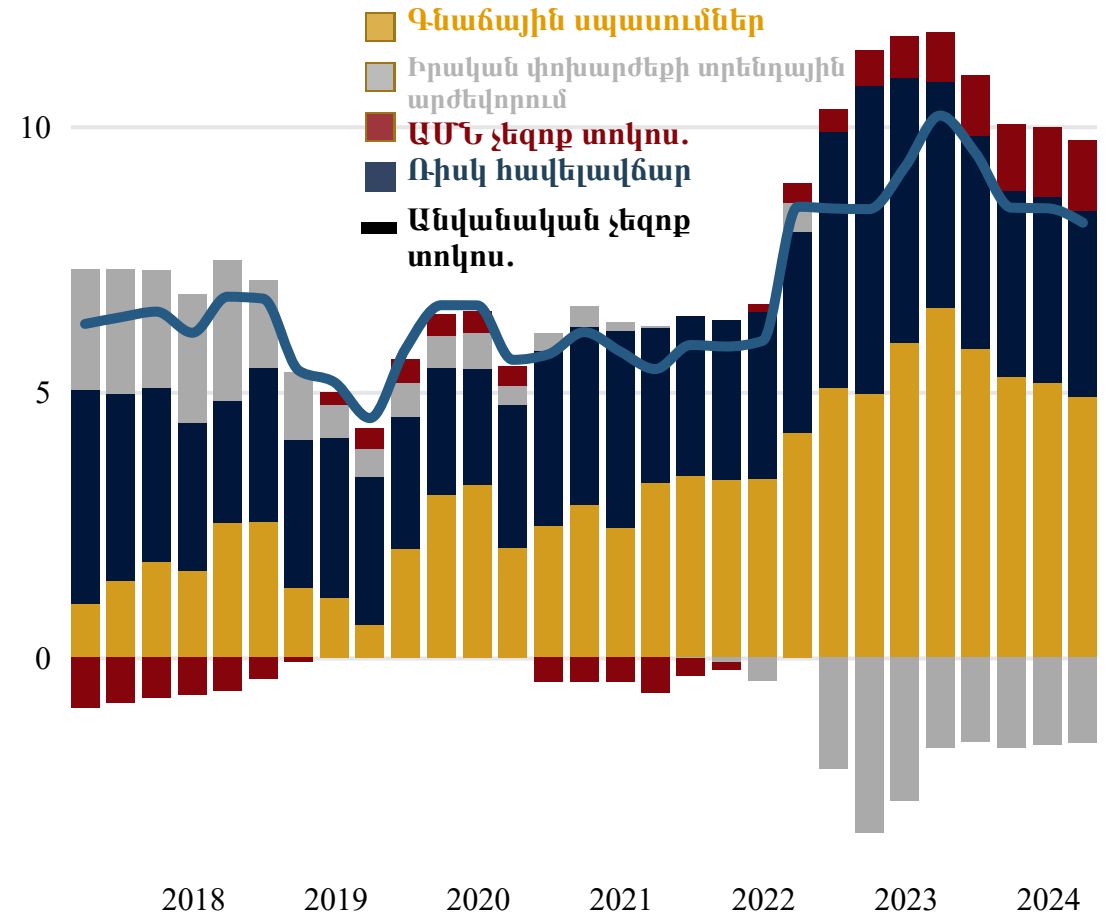
# Գրանավարկային քաղաքականություն և չեզոք տոկոսադրույք

## Քաղաքականության անվանական տոկոսադրույքի և չեզոք տոկոսադրույքի գնահատական

տոկոս, %, սովորված տարածքը արտացոլում է անորոշությունը չեզոք փոխարժեքի գնահատման շուրջ



## Անվանական չեզոք տոկոսադրույքին նպաստումներ տոկոս, %



Աղբյուր: ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ  
Նշում. Գնահատումները հիմնված են անձնակազմի դատողությունների վրա և ենթակա են անորոշության  
Գծապատկերի վերջին կետը 2024 թ առաջին եռամսյակն է:







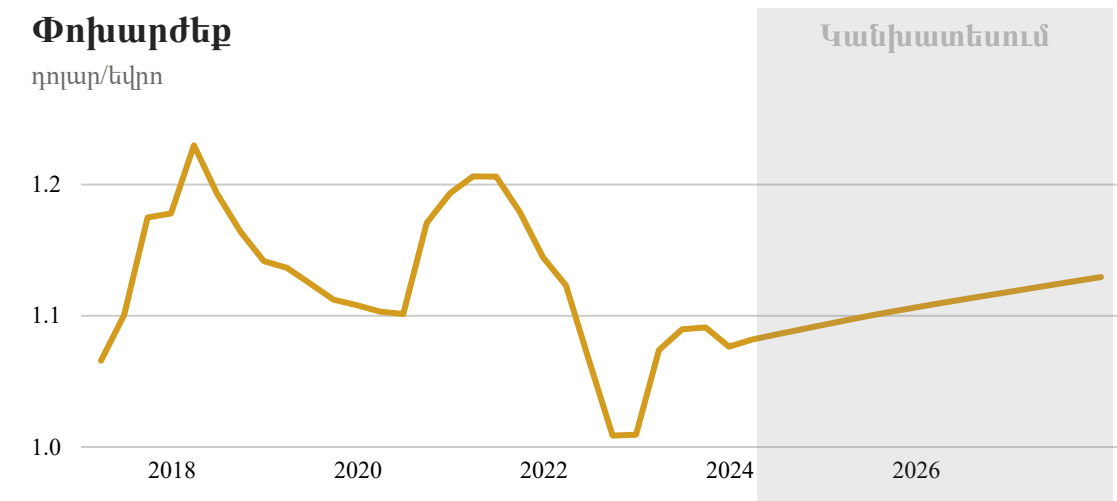
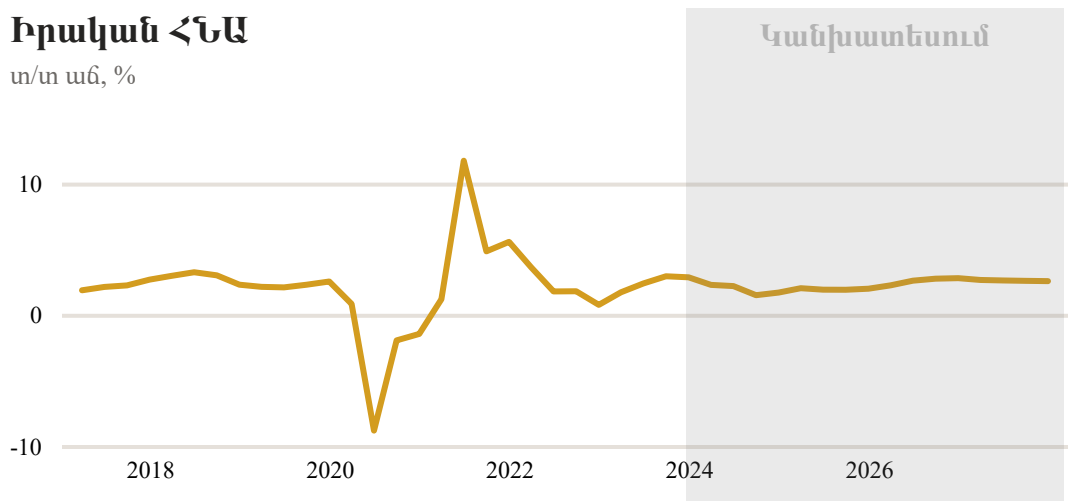
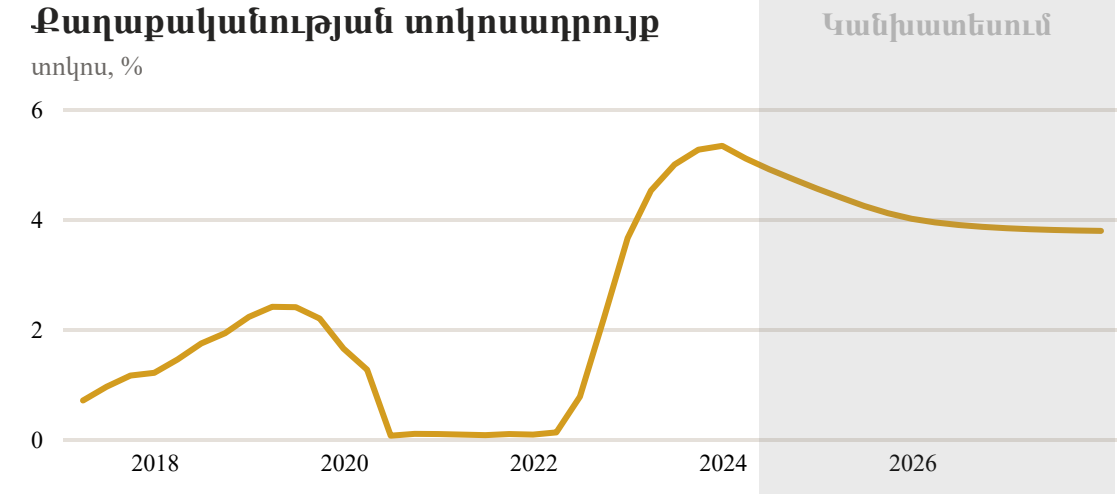
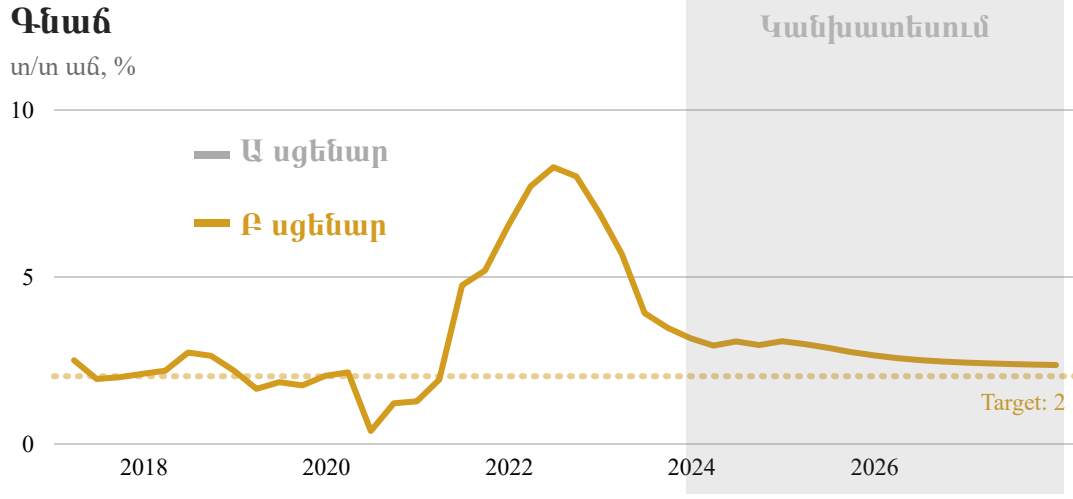
*Ա Ա Բ տիպի սցենարներ*





# ԱՄՆ. հիմնական տնտեսական ցուցանիշներ

Ա. և Բ տիպի  
սցենարներ



Աղբյուր. Bloomberg, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ  
Նշում. Սա շուկայի սպասումները արտահայտող պատկերավոր սցենար է, կանխատեսումները ներկայացված են 3 տարվա միջնաժամկետ հորիզոնի համար:

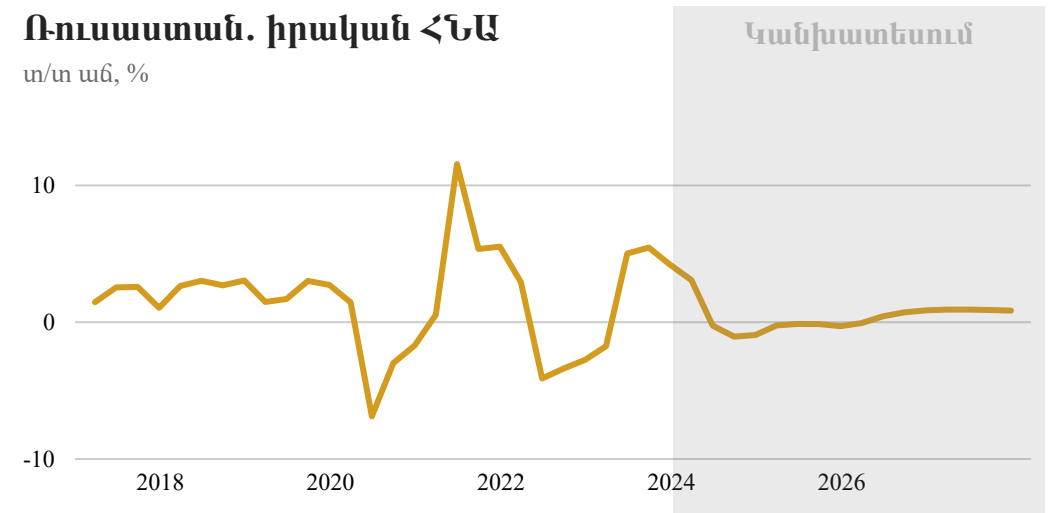
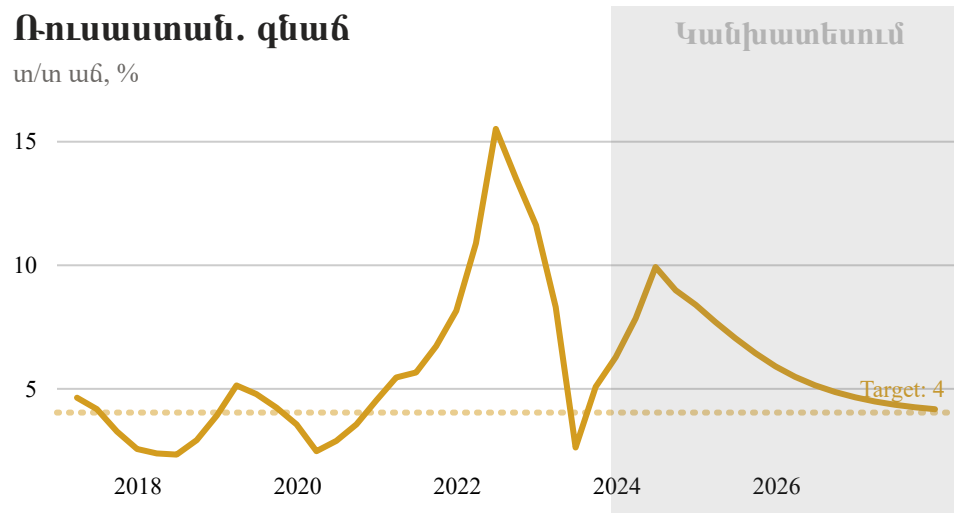
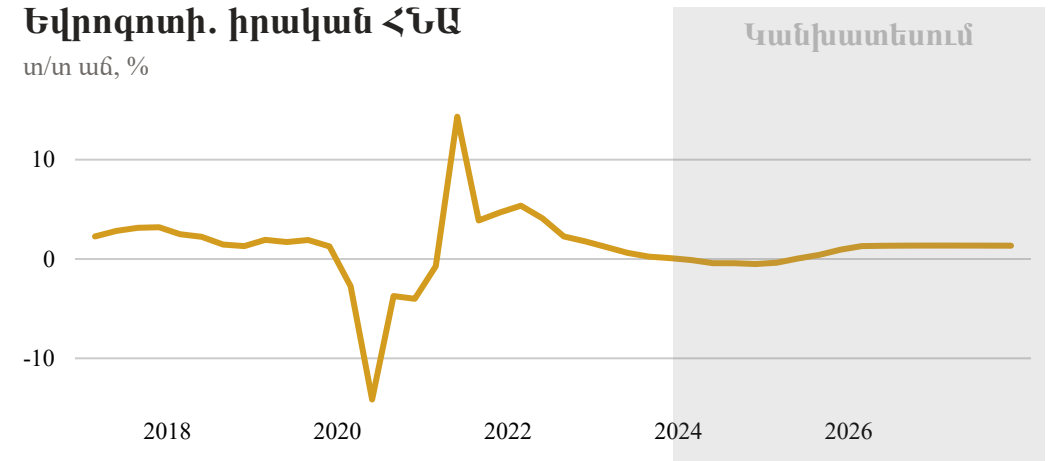
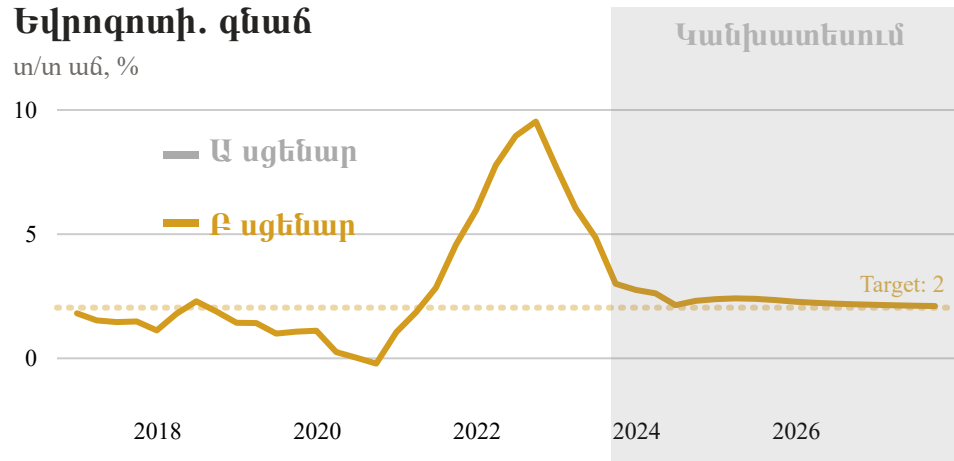






Ա և Բ տիպի  
սցենարներ

# Եվրոգոտի և Ռուսաստան. հիմնական տնտեսական ցուցանիշներ



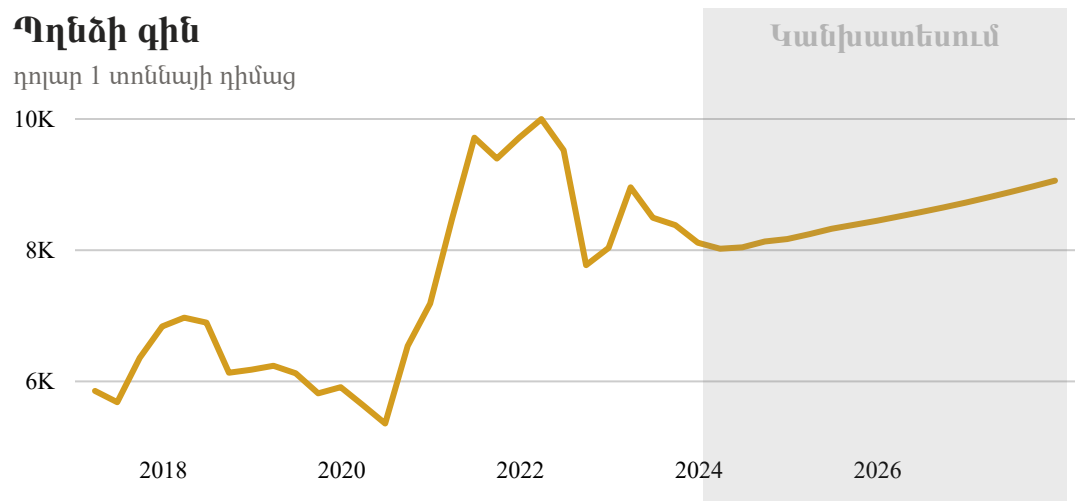
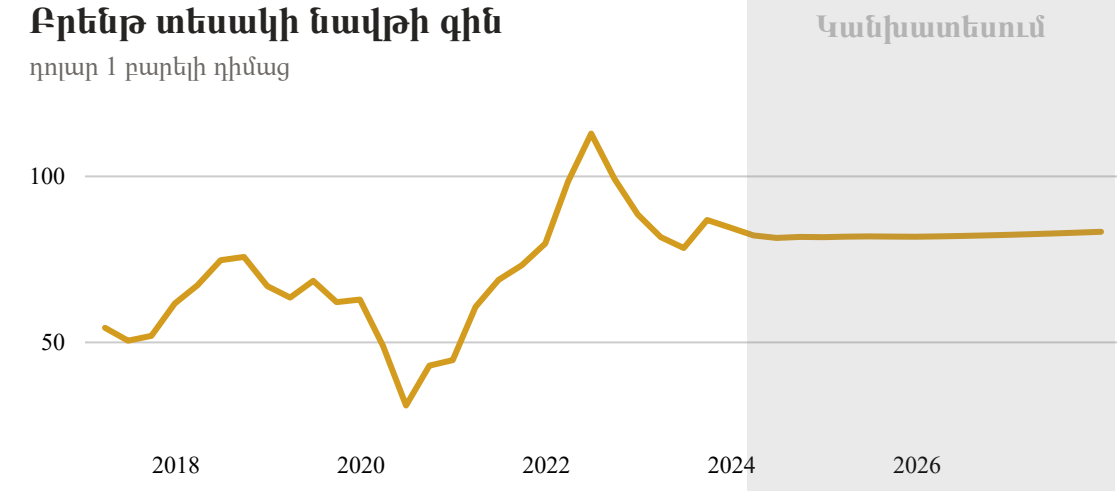
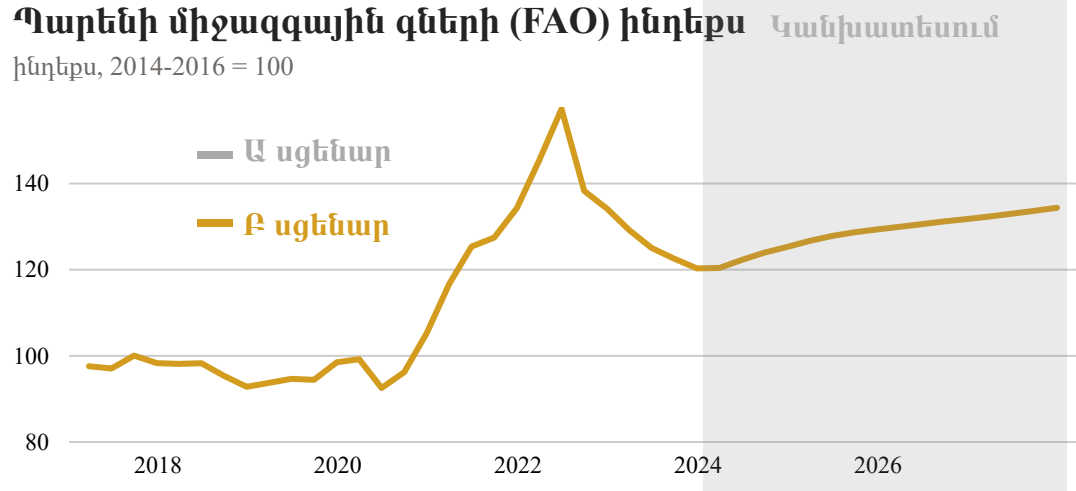
Աղբյուր. Bloomberg, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ  
Նշում. Սա շուկայի սպասումները արտահայտող պատկերավոր սցենար է, կանխատեսումները ներկայացված են 3 տարվա միջնաժամկետ հորիզոնի համար:





# Միջազգային ապրանքահումքային շուկաներ

Ա. և Բ տիպի սցենարներ



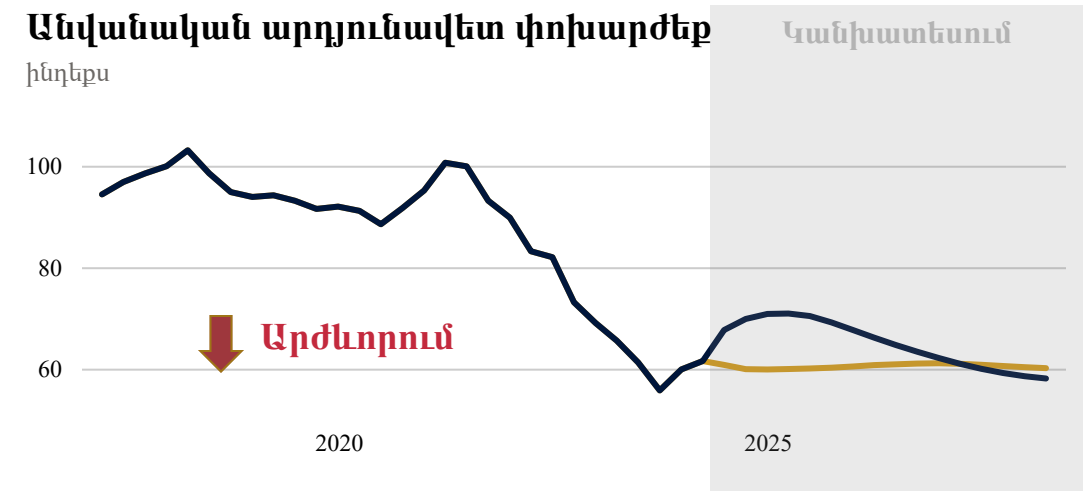
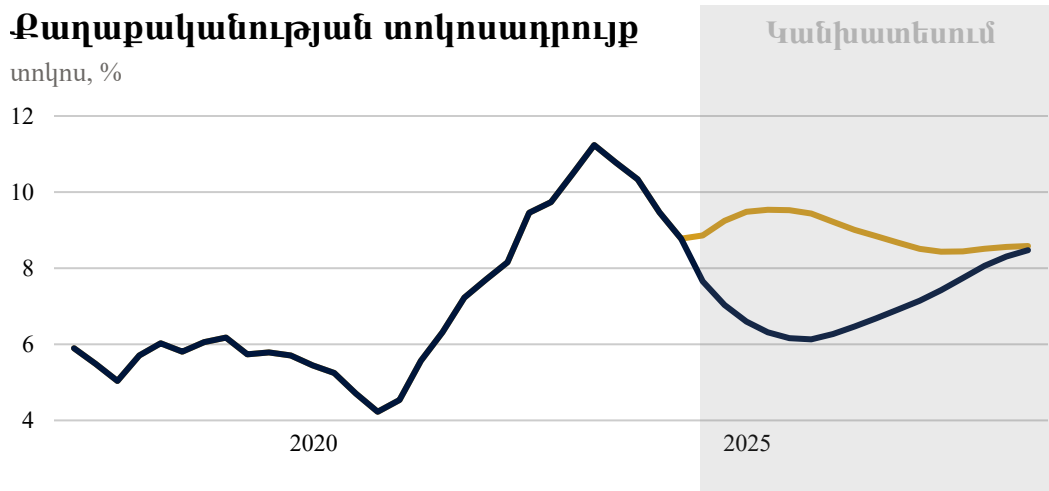
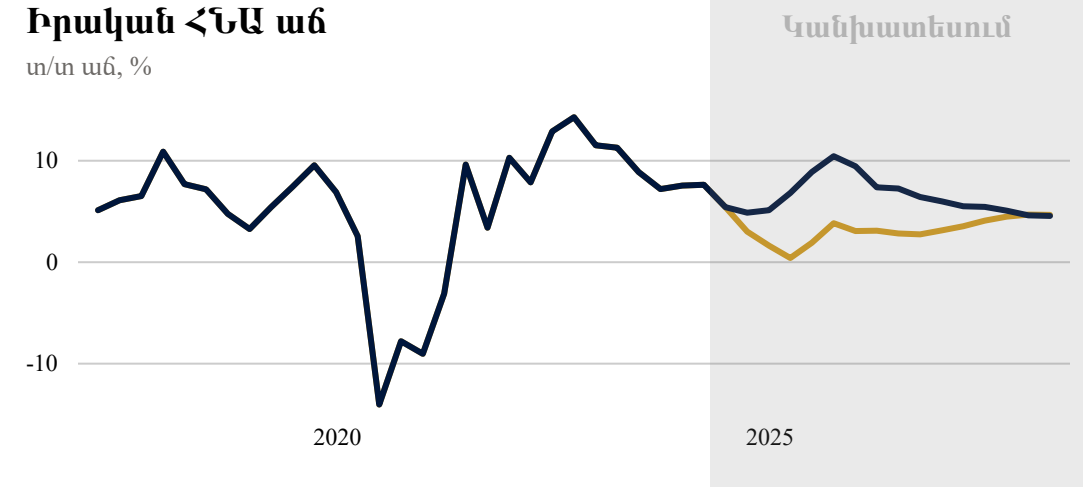
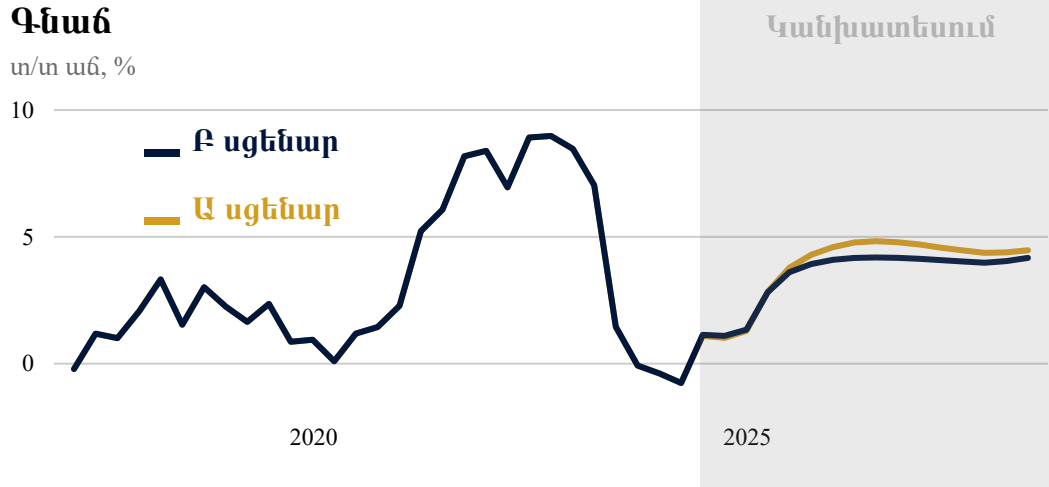
Աղբյուր. Bloomberg, ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ Նշում. Սա շուկայի սպասումները արտահայտող պատկերավոր սցենար է, կանխատեսումները ներկայացված են 3 տարվա միջնաժամկետ հորիզոնի համար:





Ա և Բ տիպի սցենարներ

# ՀՀ. Պատկերավոր Ա և Բ Սցենարներ



Աղբյուր. ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ Նշում. Պատկերավոր Ա և Բ սցենարները արտացոլում են տնտեսության այնպիսի զարգացումները, որոնք պահանջում են քաղաքականության ավելի բարձր կամ ավելի ցածր տոկոսադրույք՝ համեմատած շուկայի սպասումների հետ: 3 տարվա միջնաժամկետ հորիզոնի կանխատեսումներ.





Ա և Բ տիպի  
սցենարներ

# ՀՀ. Պատկերավոր Ա և Բ Սցենարներ

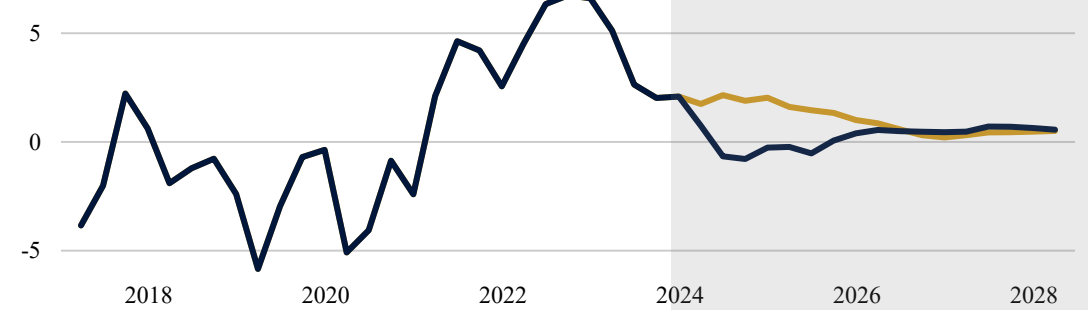
### Պոտենցիալ ՀՆԱ աճ

տ/տ աճի տեմպ, %



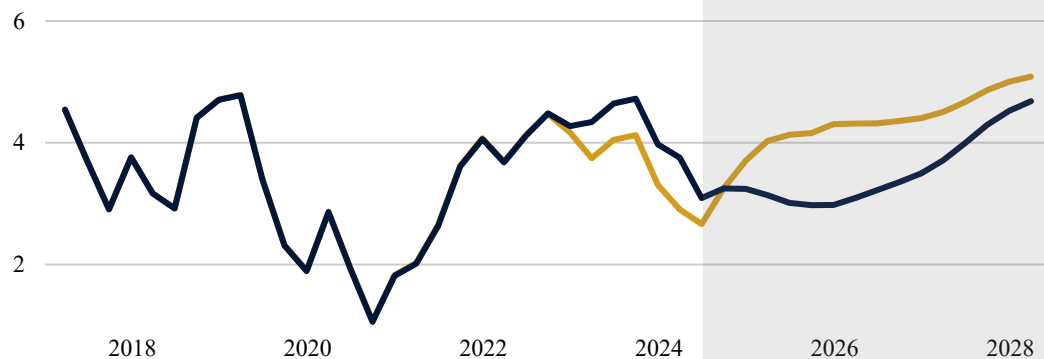
### ՀՆԱ ճեղք

տոկոս, %



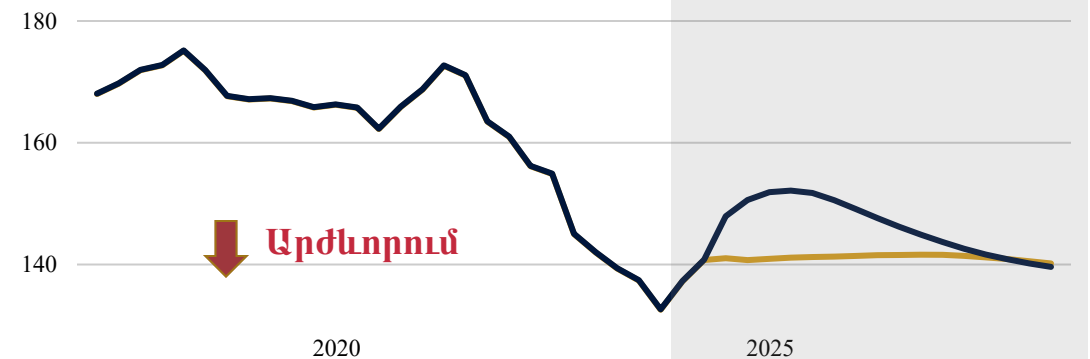
### Իրական տոկոսադրույք

տոկոս, %



### Իրական ադրյունավետ փոխարժեք

ինդեքս



Աղբյուր. ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ Նշում. Պատկերավոր Ա և Բ սցենարները արտացոլում են տնտեսության այնպիսի զարգացումները, որոնք պահանջում են քաղաքականության ավելի բարձր կամ ավելի ցածր տոկոսադրույք՝ համեմատած շուկայի սպասումների հետ: 3 տարվա միջնաժամկետ հորիզոնի կանխատեսումներ.

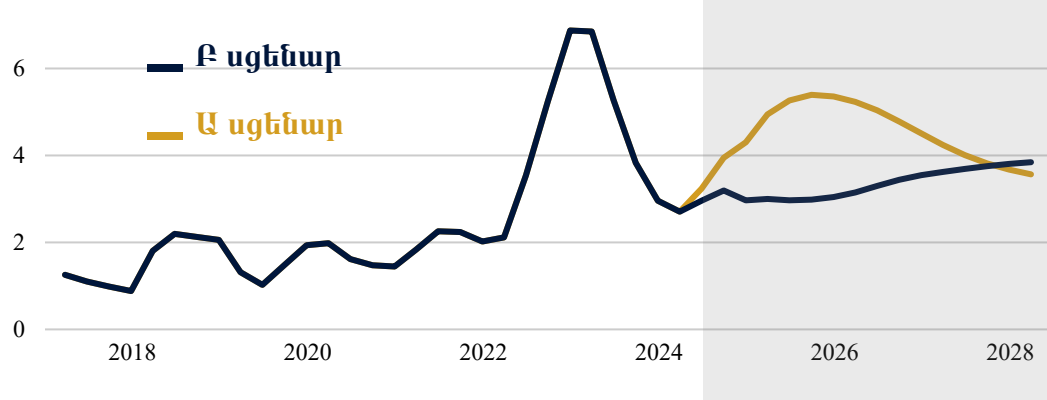




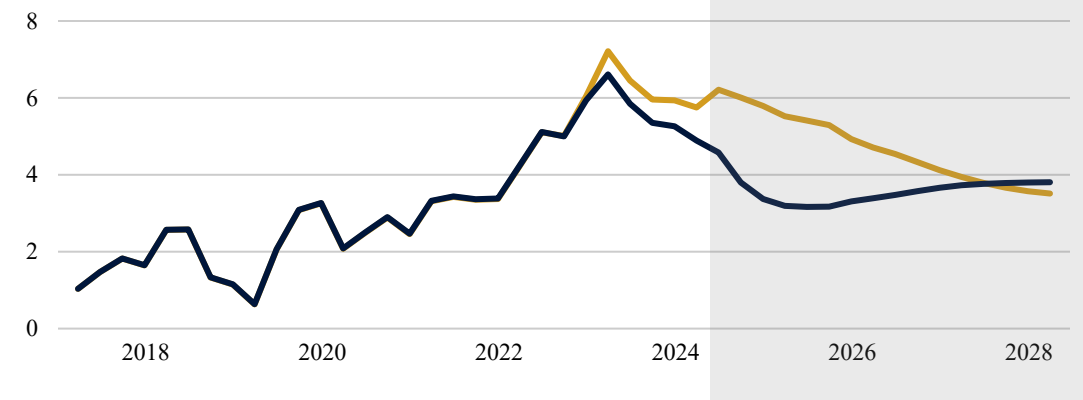
Ա և Բ տիպի սցենարներ

# ՀՀ. Պատկերավոր Ա և Բ Սցենարներ

### Ոչ արտահանելի կոշտ գներ տ/տ աճի տեմպ, %



### Մոդելի վրա հիմնված գնաճային սպասումներ 1 տարի հետո սպասումներ. տ.տ փոփոխություն, %



Աղբյուր. ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ Նշում. Պատկերավոր Ա և Բ սցենարները արտացոլում են տնտեսության այնպիսի զարգացումները, որոնք պահանջում են քաղաքականության ավելի բարձր կամ ավելի ցածր տոկոսադրույք՝ համեմատած շուկայի սպասումների հետ: 3 տարվա միջնաժամկետ հորիզոնի կանխատեսումներ.

