

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՇԻՆԱՐԱՐՈՒԹՅԱՆ ՈԼՈՐՏԻ ԱՃԻ ՀԱԿԱՍՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ.

ՌԻՍԿԵՐ ԵՎ ՀԵՌԱՆԿԱՐՆԵՐ

DOI: 10.52174/2579-2989_2025.3-5

Բարձր եկամտաբերությամբ ներդրողի ողբերգությունն այն է, որ նա, ընդհանուր առմամբ, ճիշտ է: Նա ավելի հաճախ է ճիշտ, քան զգուշավոր ներդրողը: Նա անչափ ճիշտ է, մինչև որ նույնքան անչափ կերպով սխալվում է:

Նասիմ Նիկոլաս Թալեր

Հիմնաբառեր. շինարարություն, անշարժ գույք, փնտրեսական կայունություն, ֆինանսական կայունություն, պետական սուբսիդիաներ, վարկային ռիսկ, հիպոթեքային շուկա, պահանջարկի անկում

Հոդվածում վերլուծվում են Հայաստանի շինարարության ոլորտում վերջին տարիներին արձանագրված բուռն աճի հիմնական շարժիչ ուժերը, մակրոփնտրեսական հետևանքները և կառուցվածքային ռիսկերը: Չնայած 2024 թվականին գրանցված 14.5% տպավորիչ աճին՝ ոլորտի ընդլայնումը բնութագրվում է մի շարք մրահողիչ միտումներով, այդ թվում՝ աշխարհագրական խիստ կենտրոնացվածությամբ, պահանջարկի արհեստական խթանումից կախվածությամբ և ֆինանսական համակարգում ռիսկերի կուտակմամբ: Վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ պետական սուբսիդավորման ծրագրերի աստիճանական դադարեցումը կարող է հանգեցնել «պահանջարկի կտրուկ անկման», որը զգալի շրկումներ կառաջացնի անշարժ գույքի շուկայում և մարտահրավերներ կստեղծի երկրի ֆինանսական կայունության համար:

Ներածություն

Վերջին տարիներին շինարարական կոունկները դարձել են Երևանի քաղաքային համայնապատկերի անբաժանելի մասը՝ վկայելով Հայաստանի տնտեսության մեջ շինարարության ոլորտի՝ գնալով աճող դերակատարության մասին: Ոլորտը, որպես տնտեսական ակտիվության կարևորագույն ցուցիչ, վերջին շրջանում դարձել է նաև տնտեսական ակտիվության հիմնական շարժիչ ուժերից մեկը՝ 2024 թվականին գրանցելով 14.5% տպավորիչ աճ, որը հաջորդել է 2023 թվականի 14.8% աճին¹: Այսուհանդերձ, այս ցուցանիշների հետևում առ-



Աղասի ԹԱՎԱԴՅԱՆ

Տնտեսագիտության
թեկնածու, դոցենտ

2010 թ. ավարտել է ՀՊՏՀ ասպիրանտուրան: 2011-2012 թթ. մասնակցել է Erasmus+ ծրագրին՝ կատարելով հետազոտություններ Սուոմի Մեթրոպոլիտան համալսարանում (Միացյալ Թագավորություն): 2013 թ. պաշտպանել է թեկնածուական արեճախոսության թեկնածուի գիտական ասպիրանտ, ապա դոցենտի կոչում: 2013 թվականից առ այսօր «Ամբերդ» հետազոտական կենտրոնի փորձագետ է:

Համագործակցել է միջազգային տարբեր կազմակերպությունների, այդ թվում՝ Եվրասիական զարգացման բանկի, Եվրասիական փնտրեսական հանձնաժողովի, Ասիական զարգացման բանկի և Գերմանիայի միջազգային համագործակցության գործակալության (GIZ) հետ:

Հեղինակ է ավելի քան 50 գիտական աշխատությունների:

 <https://orcid.org/0000-0002-1644-6205>

Scopus ID: 59706170200

¹ World Bank. Armenia Overview: Development news, research, data [Электронный ресурс]. 2025. URL: <https://www.worldbank.org/en/country/armenia/overview> (վերջին դիտումը՝ 02.09.2025)

կա է ավելի բարդ և հավանական անկայուն իրավիճակ, որը պահանջում է տնտեսական քաղաքականություն մշակողների ուշադրությունը:

Սույն վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ Հայաստանի շինարարական բումը, թեև կարճաժամկետ հատվածում նպաստում է տնտեսական ակտիվությանը, հիմնված է այնպիսի գործոնների վրա, որոնց կայունությունը կասկածելի է: Աճը բնութագրվում է աշխարհագրական խիստ կենտրոնացվածությամբ, պահանջարկի արհեստական խթանիչներից կախվածությամբ (եկամտահարկի վերադարձի ծրագիր, որն այժմ աստիճանաբար վերացվում է) և ներքին բանկային համակարգում ֆինանսական ռիսկերի կուտակմամբ: Առավել կարևոր է այն հանգամանքը, որ պետական սուբսիդավորման ծրագիրը, արհեստականորեն ուռճացնելով պահանջարկը, իր հետևողական վերացմամբ կարող է ստեղծել այն, ինչը տնտեսագիտությանը հայտնի է որպես «պահանջարկի կտրուկ անկում» (demand cliff):

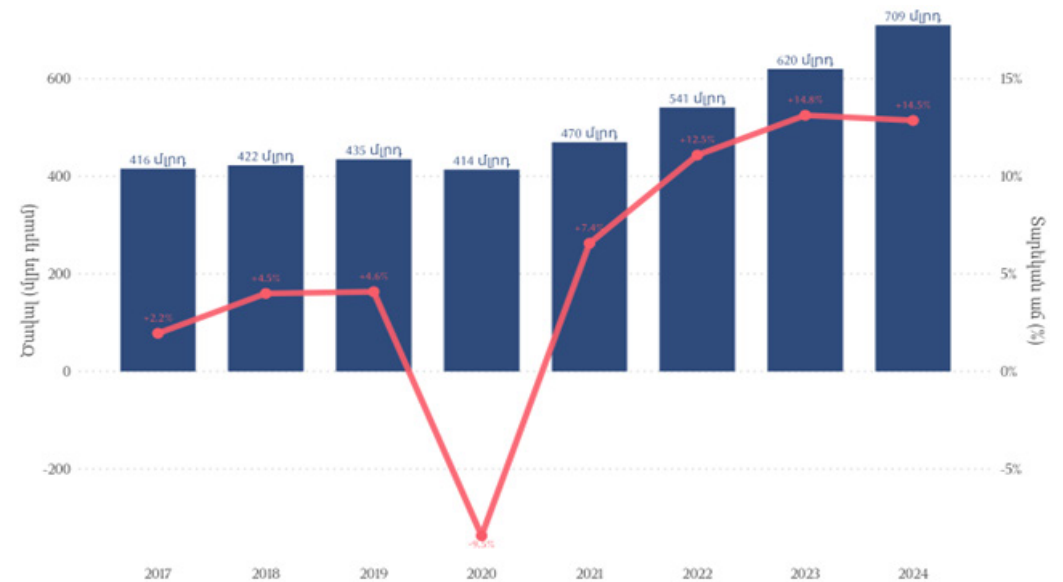
Առկա տվյալները վկայում են երեք հիմնարար ռիսկերի մասին.

- պահանջարկի կանխատեսելի շուկայականավորված սուբսիդիաների դադարեցմամբ,
- կենտրոնացված վարկային ռիսկ՝ շինարարության ոլորտում չափազանց մեծ ռիսկայնություն ստանձնած բանկային համակարգում,
- Մակրոտնտեսական անհավասարակշռություն, քանի որ շինարարությունը դուրս է մղում տնտեսության առավել արտադրողական ոլորտները:

Թեև շուկայական շտկումը գնալով ավելի հավանական է դառնում, կանխարգելիչ քաղաքականության միջոցները դեռևս կարող են մեղմել դրա բացասական հետևանքները:

Շինարարության ոլորտի աննախադեպ աճ

Վերջին ութ տարիների ընթացքում Հայաստանի շինարարության ոլորտը նշանակալիորեն փոխակերպել է: 2017 թվականի 415.9 միլիարդ դրամից ոլորտի ծավալը 2024 թվականին հասել է 709.5 միլիարդ դրամի՝ գրանցելով 61% ընդհանուր աճ և զգալիորեն գերազանցելով ընդհանուր տնտեսության աճի տեմպերը²: Այս



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 1



Հայաստանի շինարարության ոլորտի բացարձակ ծավալի և աճի տեմպերի շարժընթացը, 2017-2024 թթ.

Անվանական արժեք և տարեկան աճի տոկոս, 2017-2024 թվականներ: Աղբյուրը՝ ԱՀԾ:

² GDP factors database analysis, 2017-2024 annual data. 2025

ժամանակահատվածում ոլորտի ստեղծած ավելացված արժեքը կազմել է գրեթե 300 միլիարդ դրամ, ինչը համարժեք է զրոյից միջին մեծության նոր արդյունաբերության ստեղծմանը:

Աճի արագացումը հատկապես նկատելի է եղել 2022 թվականից ի վեր: Եթե 2010-ականների վերջին ոլորտը պահպանում էր կայուն միանիշ աճ, ապա հետհամավարակային շրջանում տեմպերը կտրուկ փոխվեցին: Տարեկան աճի ցուցանիշները հետևյալն են՝ 12.5%՝ 2022 թ., 14.8%՝ 2023 թ. և 14.5%՝ 2024 թ.: Սա երկնիշ աճի կայուն ժամանակահատված է, ինչը բավական հազվադեպ է շինարարության ոլորտի համար, որը, սովորաբար, ցիկլային (պարբերական) բնույթ ունի:

Ռուսական կապիտալի ներհոսք ու «փակ շրջանառության» ձևավորում

Ռուսաստանի դեմ 2022 թվականին կիրառված միջազգային պատժամիջոցները հանգեցրին այդ երկրից կապիտալի զանգվածային արտահոսքի, որի մի զգալի մասն ուղղվել էր առավ դեպի Հայաստան: Տվյալների համաձայն՝ ռուսական կապիտալի մոտավորապես 18 տոկոսը տեղաշարժվեց Հայաստան՝ երկիրը դարձնելով երրորդ ամենամեծ ստացողը ԱՄԷ-ից և Շվեյցարիայից հետո³: Միայն Ռուսաստանից փխանցված գումարները չորս անգամ ավելացան՝ 2021 թվականի 865 միլիոն դոլարից 2022 թվականին բարձրանալով մինչև 3.6 միլիարդ դոլար, ինչը հավասարվում էր Հայաստանի ամբողջ ՀՆԱ 18.5 տոկոսին⁴: Այս ֆինանսական ցնցումը հայկա-

կան դրամի արժևորման (2022 թվականին դոլարի նկատմամբ 18.5 տոկոս) պատճառ դարձավ, ինչի շնորհիվ՝ դրամը դարձավ ամենաարժևորված արժույթներից մեկը⁵:

Այս կապիտալային ցնցումն առաջացրեց Հայաստանի բանկային ոլորտի ոչ սովորական աճ: 2022 թվականին բանկային համակարգի զուտ շահույթը գրեթե երեք անգամ բարձրացավ՝ հասնելով 255.6 միլիարդ դրամի, իսկ 2024-ին նորից ռեկորդ սահմանեց՝ 61 տոկոսով աճելով մինչև 363 միլիարդ դրամ⁶: Գերշահութաբեր դարձած բանկային համակարգն իր կուտակած միջոցներն ուղղեց դեպի ներքին շուկա, հիմնականում՝ շինարարական ոլորտ, որտեղ հիպոթեքային վարկավորումը տարեկան գրանցեց 25-33 տոկոս աճ, մինչդեռ շինարարական ծրագրերի ֆինանսավորումը 30 տոկոսից աճեց մինչև 34 տոկոս⁷: Սկսվեց շինարարական բում՝ 2022-ին՝ 12.5%, 2023-ին՝ 14.8% աճով, որն իր հերթին դարձավ ՀՆԱ աճի (2022-ին՝ 12.6%, 2023-ին՝ 8.3%) հիմնական շարժիչներից մեկը⁸:

Ստեղծվեց փակ ու վտանգավոր շրջանառություն՝ բանկային ոլորտի աճ → շինարարության բում → ՀՆԱ աճ, որը, սակայն, հիմնված է ոչ արտահանման ոլորտների վրա և կախված է արտաքին կապիտալի անընդհատ ներկայությունից: Այս մոդելը ստեղծում է համակարգային ռիսկ, քանի որ տնտեսության երկու հիմնական ոլորտները՝ բանկային ու շինարարությունը, փոխկախվածության մեջ են և հիմնված միայն ներքին պահանջարկի վրա:

³ German Economic Team. Relocation of Russian citizens leads to remarkable economic growth [Электронный ресурс]. 2025. URL: <https://www.german-economic-team.com/en/newsletter/relocation-of-russian-citizens-leads-to-remarkable-economic-growth/> (дата обращения: վերջին դիտումը՝ 03.09.2025).

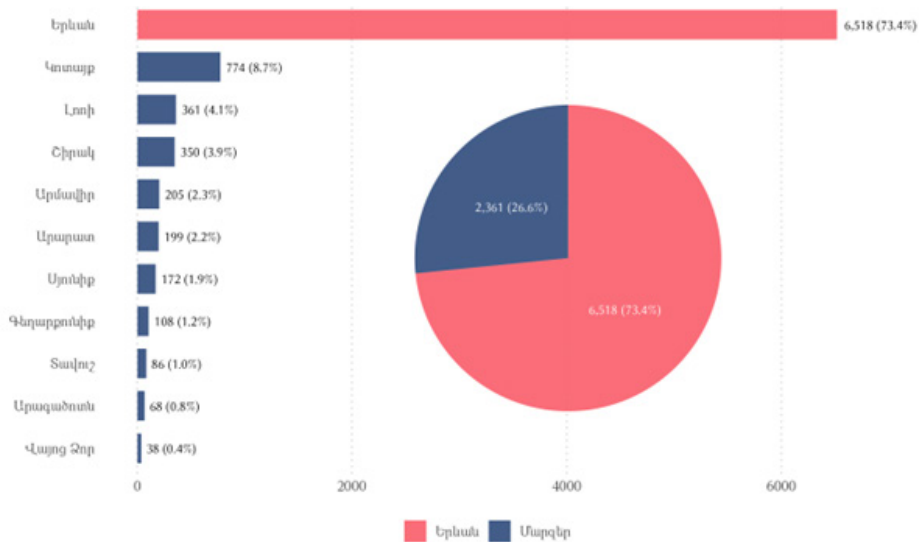
⁴ German Economic Team. Relocation of Russian citizens leads to remarkable economic growth [Электронный ресурс]. 2025. URL: <https://www.german-economic-team.com/en/newsletter/relocation-of-russian-citizens-leads-to-remarkable-economic-growth/> (վերջին դիտումը՝ дата обращения: 03.09.2025), Tavadyan A. Russian money flowing back. What awaits Armenia's economy? [Электронный ресурс] // Finport.am. 2025. URL: https://finport.am/full_news.php?id=52437&lang=3 (վերջին դիտումը՝ дата обращения: 03.09.2025).

⁵ German Economic Team. Relocation of Russian citizens leads to remarkable economic growth [Электронный ресурс]. 2025. URL: <https://www.german-economic-team.com/en/newsletter/relocation-of-russian-citizens-leads-to-remarkable-economic-growth/> (վերջին դիտումը՝ дата обращения: 03.09.2025), Arvak.am. How the exchange rate of the Armenian currency is set, why is it so strong and how long it will last? [Электронный ресурс]. 2025. URL: <https://arvak.am/en/armenian-currency-exchange-rate/> (վերջին դիտումը՝ дата обращения: 03.09.2025).

⁶ KPMG International. Armenian Banking Sector Overview [Электронный ресурс]. 2023. URL: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/am/pdf/2024/en-Armenian-Banking-Sector-Overview-2023-1H.pdf> (վերջին դիտումը՝ дата обращения: 03.09.2025), Banks.am. In 2024, the net profit of Armenian banks increased by 61 [Электронный ресурс]. 2025. URL: <https://banks.am/en/news/articles/28697> (վերջին դիտումը՝ дата обращения: 03.09.2025).

⁷ Finport.am. Active consumer lending causes double-digit growth in bad loans [Электронный ресурс]. 2025. URL: https://finport.am/full_news.php?id=53968&lang=3 (վերջին դիտումը՝ дата обращения: 03.09.2025).

⁸ EVN Report. From Surge to Stability: Armenia's Economic Snapshot [Электронный ресурс]. 2025. URL: <https://evnreport.com/economy/surge-to-stability-armenias-economic-snapshot/> (վերջին դիտումը՝ дата обращения: 03.09.2025).



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 2

Նոր բնակարանաշինության կենտրոնացումը Երևանում՝ մյուս մարզերի համեմատ, 2024-2025 թթ.
2025 թվականի առաջին կիսամյակի ցուցանիշներ, բացարձակ թվեր:
Աղբյուրը՝ cadastre.am

Աշխարհագրական կենտրոնացվածություն. բումը՝ որպես մայրաքաղաքային երևույթ

Շինարարական գործունեության մարզային բաշխվածությունը բացահայտում է այս աճի ամենամտահոգիչ կողմերից մեկը՝ խիստ կենտրոնացվածությունը մայրաքաղաքում: Ըստ Անշարժ գույքի կադաստրի կոմիտեի տվյալների՝ 2024 թվականի առաջին կիսամյակում Երևանին բաժին է ընկել 4,674 նոր բնակելի միավոր, ինչն ամբողջ երկրում նոր շինարարության 68.5%-ն է⁹: 2025 թվականի առաջին կիսամյակում այս թիվը հասել է 6,518 միավորի, և Երևանի մասնաբաժինը կազմել է 73.4%:

Այս կենտրոնացումն առավել ընդգծված է դառնում, երբ դիտարկվում է աճի տեմպերի տեսանկյունից: Մինչ Երևանում նոր շինարարությունը 2024 թվականին աճել է 39.5%-ով, մայրաքաղաքից դուրս պատկերն այլ է: Օրինակ՝ Սյունիքի մարզում շինարարական ակտիվությունը նվազել է 24.2%-ով, իսկ Վայոց ձորում գրանցվել է 34.5% անկում¹⁰: Նույնիսկ այն մարզերը, որոնք աճ են գրանցել, ինչպես Շիրակը

(41.7%), դա արել են չափազանց փոքր բազայի հաշվին (ընդամենը՝ 247 միավոր):

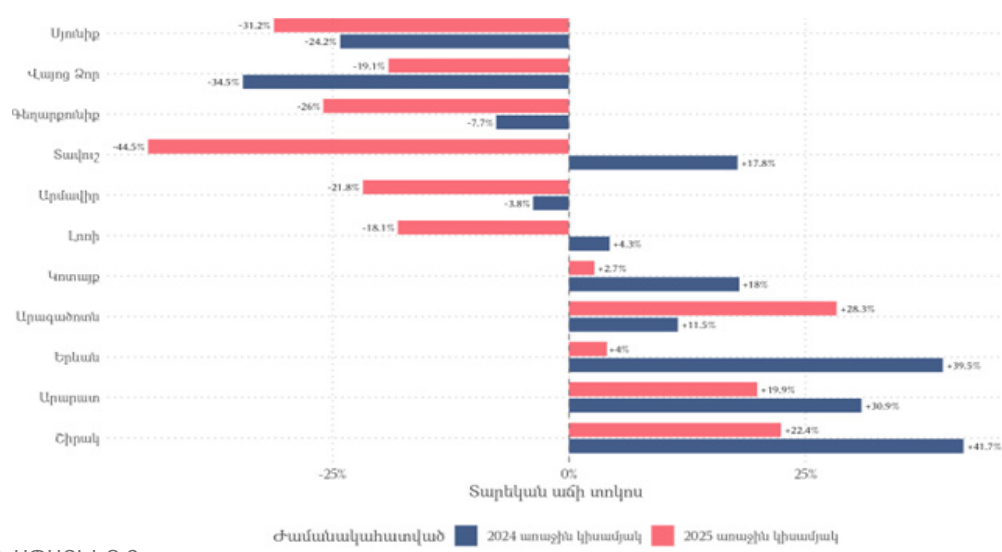
Հարկ է նշել, որ այս աշխարհագրական կենտրոնացումը ստեղծում է վտանգավոր շղթայական ռեակցիա, որի պայմաններում տնտեսական ակտիվությունը, ռեսուրսներն ու կապիտալը կենտրոնանում են մայրաքաղաքում՝ ազգային տնտեսությունն ավելի խոցելի դարձնելով ցնցումների նկատմամբ:

Ոլորտային անհավասարակշռությունը. «երկու տնտեսության» պարմություն

Շինարարության գերիշխանության իրական հետևանքները հասկանալու համար դրանք պետք է դիտարկել տնտեսության մյուս խոշոր ոլորտների ցուցանիշների հետ համատեղ: 2024 թվականին, մինչ շինարարությունը գրանցում էր 14.5% աճ, մյուս առանցքային ոլորտներում պատկերը եղել է հետևյալը.

- Արդյունաբերությունն ապահովել է ընդամենը 4.7% աճ: Հարկ է նշել, որ այս ցուցանիշը քողարկում է զգալի ներքին թերություններ, հատկապես հանքարդյունաբերության ոլորտում, որը տարվա ընթացքում կրճատվել է 8.3%-ով¹¹:

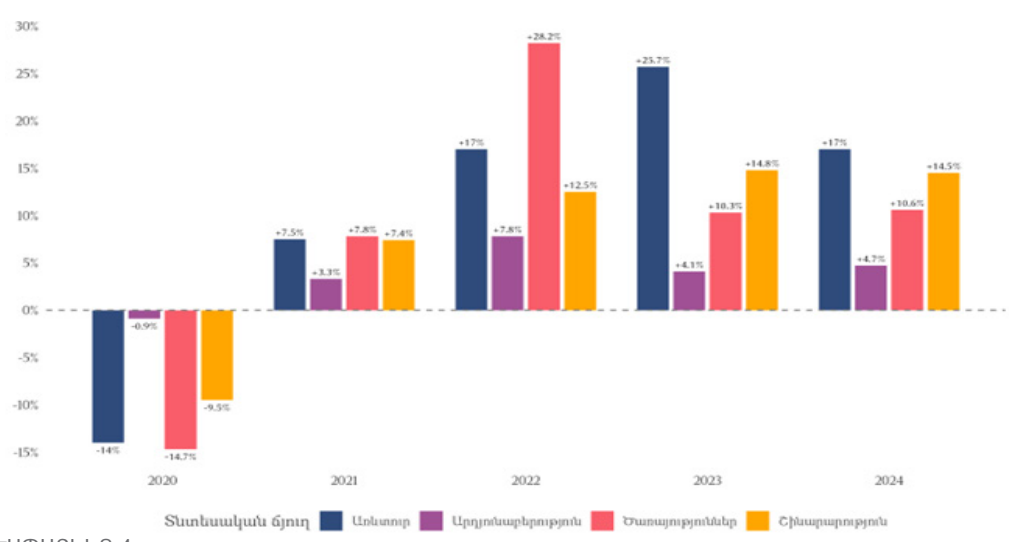
⁹ State Committee of Real Property Cadastre. Real Property Market Data. 2025.
¹⁰ Regional construction activity data, first half 2025 vs 2024 comparison. 2025.
¹¹ World Bank. Armenia Overview: Development news, research, data [Электронный ресурс]. 2025. URL: <https://www.worldbank.org/en/country/armenia/overview> (վերջին դիտումը՝ 02.09.2025).



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 3

Շինարարական ակտիվության փոփոխությունները ՀՀ մարզերում, 2025 թ. առաջին կիսամյակ
 2024 և 2025 թվականների առաջին կիսամյանների համեմատություն:
 Աղբյուրը՝ *cadastre.am*

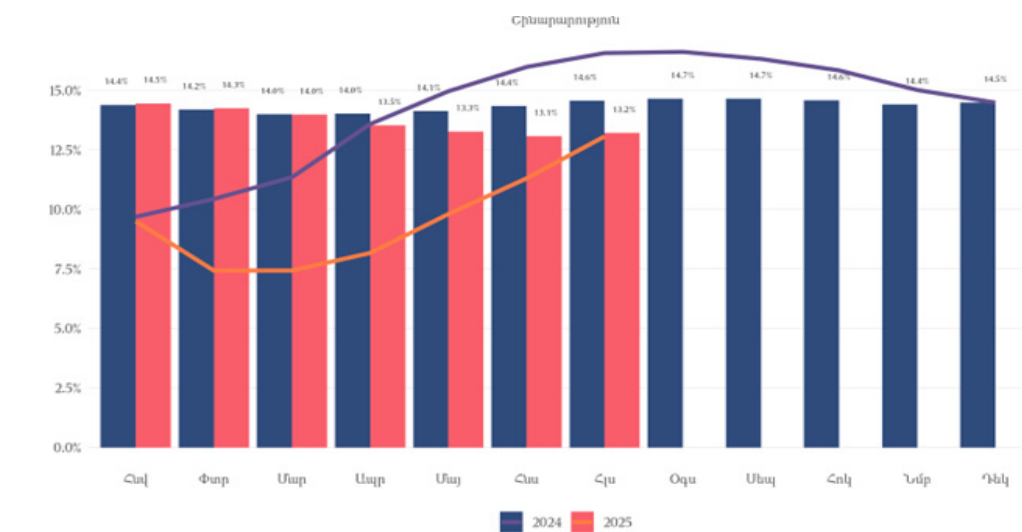
- Ծառայությունների ոլորտն աճել է 10.6%-ով, սակայն աճի մեծ մասը պայմանավորված է եղել անշարժ գույքի հետ կապված գործունեությամբ, որն ընդլայնվել է 19%-ով՝ ուղղակիորեն լինելով շինարարական բումի հետևանք¹²:
- Գյուղատնտեսությունը 2024 թվականին գրանցել է ընդամենը 1.6% աճ՝ հազիվ գերազանցելով գնաճի մակարդակը: Ոլորտային այս համեմատությունը ցույց է տալիս, որ Հայաստանի տնտեսությունում զարգանում է «երկակի կառուցվածք»,



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 4

Շինարարության և տնտեսության այլ առանցքային ոլորտների աճի տեմպերի համեմատական վերլուծությունը, 2020-2024 թթ.
 Շինարարության գերակշռությունը մյուս ճյուղերի համեմատ 2020-2024 թվականներին:
 Աղբյուրը՝ ԱՎԾ:

¹² Arka News Agency. Bank lending to the Armenian economy showed a significant increase of 25.5 [Электронный ресурс]. 2025. URL: <https://arka.am/en/news/business/bank-lending-to-the-armenian-economy-showed-a-significant-increase-of-25-5-in-2024-central-bank-head/> (վերջին դիտումը՝ 02.09.2025).



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 5

Շինարարության տարեկան և կումուլատիվ աճը, 2024-2025 թթ. (ամսական կտրվածքով)
Նախորդ տարվա նույն ամսվա համեմատ ճշգրտված, հետագիծը ներկայացնում է տվյալ տարվա կուտակային աճը: Աղբյուրը՝ ԱՎԾ:

որտեղ մի հատվածը (շինարարություն և հարակից ծառայություններ) արագորեն աճում է, իսկ մյուսը (արդյունաբերություն, գյուղատնտեսություն)՝ լճանում կամ ցուցաբերում է թույլ աճ: Շինարարությունը, ի վերջո, աճանցյալ պահանջարկի ոլորտ է. բնակարաններ և գրասենյակներ կառուցվում են, երբ ակնկալվում է, որ ապագա տնտեսական ակտիվությունը կարդարացնի ներդրումը: Երբ շինարարությունն ինքնին դառնում է տնտեսական աճի հիմնական շարժիչը, ստեղծվում է շրջանաձև տրամաբանություն, որը կարող է արագորեն ինքն իրեն սպառել:

Հայաստանի Կենտրոնական բանկը, ընդգծելով այս ռիսկը, նշել է, որ շինարարության ոլորտի արագ ընդլայնումը «կարող է վկայել պարտքային բեռի կուտակման և դրա հետ կապված վարկային ռիսկերի մասին»¹³:

Ֆինանսական համակարգի դերը. բումի վարկավորումը և թաքնված ռիսկեր

Շինարարական բումի ֆինանսավորումը ճնշող մեծամասնությամբ իրականացվել է ներքին բանկային համակարգի միջոցով՝ ստեղծելով փոխկապակցված ռիս-

կերի ցանց:

2024 թվականին շինարարության ոլորտին տրամադրված վարկավորումն աճել է 32.7%-ով՝ զգալիորեն գերազանցելով տնտեսությանը տրամադրված բանկային վարկավորման ընդհանուր 25.5% աճը¹⁴: Հիպոթեքային Հիպոթեքային վարկավորումն ընդլայնվել է առավել սրընթաց կերպով՝ 37.4%-ով: Աճի այս տեմպերը վկայում են հայկական բանկերի բիզնես մոդելի հիմնարար փոփոխության մասին, որոնք իրենց ռիսկերի զգալի մասը կենտրոնացրել են անշարժ գույքի շուկայում: 2025 թվականի հունվարի դրությամբ հայկական առևտրային բանկերի ընդհանուր վարկային պորտֆելը հասել է 16.47 միլիարդ դոլարի, որի գնալով աճող մասնաբաժինն ուղղակիորեն կամ անուղղակիորեն կապված է անշարժ գույքի հետ¹⁵: Սա ոչ միայն բիզնես ռիսկ է որոշակի բանկերի, այլև համակարգային ռիսկ՝ ամբողջ տնտեսության համար:

Չաշխատող վարկերի (NPL) ցածր մակարդակի խնդիրը

Այս իրավիճակը հատկապես տարակուսելի է դարձնում պաշտոնական վիճակագրության մեջ ներառված չաշխատող

¹³ Central Bank of Armenia. Financial Stability Report 2024. 2024
¹⁴ Central Bank of Armenia. Bank lending statistics. 2024.
¹⁵ CEIC Data. Armenia Total Loans | 2000 - 2025 | Economic Indicators [Электронный ресурс]. 2025. URL: <https://www.ceicdata.com/en/indicator/armenia/total-loans> (վերջին դիտումը՝ 02.09.2025).

(Non-Performing Loans, NPL), այսինքն՝ ժամկետանց կամ չվճարվող վարկերի, զարմանալիորեն ցածր մակարդակը: Շինարարության ոլորտում չաշխատող վարկերի մակարդակը 2024 թվականի փետրվարի դրությամբ կազմել է 0.01%, մինչդեռ հիպոթեքային հիպոթեքային չաշխատող վարկերը կազմել են 0.07%¹⁶: Ամեն մի շուկայում, որտեղ տեղի է ունենում նման արագ կերպով վարկային ընդլայնում, վարկերի չվճարման որոշակի մակարդակը ոչ միայն սպասելի է, այլև անխուսափելի: Համեմատության համար նշենք, որ նույն ժամանակահատվածում Եվրամիության բանկերի չաշխատող վարկերի միջին հարաբերակցությունը կազմել է մոտ 1.8%¹⁷:

Զրոյին մոտեցող չաշխատող վարկերի մակարդակը կարող է վկայել կամ բացառիկ որակյալ վարկավորման, կամ, ինչն ավելի հավանական է, «վատ վարկերը նորերով քողարկելու» (բանկային փորձ, երբ խնդրահարույց վարկառուներին տրամադրվում են նոր վարկեր՝ գոյություն ունեցող պարտքը սպասարկելու համար) փորձառության մասին¹⁸: Կենտրոնական բանկը նշել է, որ շինարարությանն ուղղված վարկավորման աճը «կարող է արտացոլել ֆինանսավորման աղբյուրների հնարավոր փոխարինում», ինչը կարելի է մեկնաբանել որպես նախագգուշացում այս պրակտիկայի փորձառության վերաբերյալ¹⁹:

Պահանջարկի արհեստական խթանում. եկամտահարկի վերադարձի ծրագրի դերը

Հայաստանում բնակարանային պահանջարկի ամենանշանակալի կատալիզատորը եղել է հիպոթեքային վարկառուների համար կառավարության եկամտահարկի վերադարձի ծրագիրը: Այս ծրագիրը, որը թույլ է տալիս գնորդներին իրենց եկամտահարկի վճարումները հետ ստանալ՝ հիպո-

թեքային տոկոսները մարելու համար, հզոր հարկաբյուջետային խթան է, որը հիմնովին փոխել է շուկայի շարժընթացը:

Այս սուբսիդիայի ծավալը զգալի է: Պետական բյուջեից վերադարձված ընդհանուր գումարը 2022 թվականի 36.5 միլիարդ դրամից 2024-ին հասել է 68.6 միլիարդ դրամի, իսկ 2025 թվականի համար կանխատեսվում է 95 միլիարդ դրամ²⁰: Շատ գնորդների համար ծրագիրը փաստացիորեն նվազեցնում է հիպոթեքային տոկոսադրույքը գրեթե մինչև զրոյական մակարդակ:

Ծրագրի շուկայական ազդեցությունը եղել է խորը: Կենտրոնական բանկը բացահայտորեն նշել է «2024 թվականի վերջին վարկավորման հոսքերի զգալի աճ»՝ որպես գնորդների արձագանք՝ շտապելով օգտվել սուբսիդիայից՝ նախքան դրա աստիճանական դուրսբերումը²¹: Գնումների այս նախնական կուտակումը ստեղծեց պահանջարկի արհեստական աճ՝ ներկա պահին կենտրոնացնելով ապագա սպառումը և մեծացնելով ապագա շուկայական անկայունության ռիսկերը:

Ծրագրի աստիճանական դուրսբերում

Գիտակցելով ծրագրի աճող հարկաբյուջետային ծախսերը և դրա դերը Երևանի շուկայի գերտաքացման գործում՝ կառավարությունն իրականացնում է դրա աստիճանական դուրսբերում: Ծրագիրը, 2022 թվականից սկսած, դադարեցվել է Երևանի կենտրոնում և աստիճանաբար վերացվել է ամբողջ մայրաքաղաքում: 2025 թ. հունվարի 1-ից սկսած՝ այս նախաձեռնությունը դադարեցվել է Երևանում (բացառություն է արված մինչև 2022 թ. հունվարի 1-ը շինթույլովություն ստացած նախագծերի համար), և նոր կարգավորումներով եռամսյակային վերադարձվող եկամտային հարկի առավելագույն շեմը 1,500,000 դրամից կրճատվել է մինչև 750,000 դրամ²²: Հարա-

¹⁶ Central Bank of Armenia. Statistical Overview, II.2024 [Электронный ресурс]. 2024. URL: https://www.cba.am/EN/pperiodicals/Statistical_overview_II.2024.pdf (վերջին դիտումը՝ 02.09.2025).

¹⁷ European Central Bank. Supervisory Banking Statistics, Q4 2023. 2024.

¹⁸ Paul P. Evergreening practices in banking [Электронный ресурс]. 2021. URL: https://www.pascalpaul.de/wp-content/uploads/2021/11/Evergreening_paper.pdf (վերջին դիտումը՝ 02.09.2025).

¹⁹ Central Bank of Armenia. Financial Stability Report 2024. 2024.

²⁰ Finport.am. \$176mln reimbursed to mortgage-holders under income tax reimbursement program [Электронный ресурс]. 2025.

²¹ Central Bank of Armenia. Financial Stability Report, lending surge documentation. 2024.

կից մարզերի համար ամբողջական դուրսբերումը նախատեսվում է մինչև 2029 թվականը²³:

Պահանջարկի հնարավոր կտրուկ անկումը և զարգացման սցենարները

Պաշտոնական վիճակագրությունը ցույց է տալիս մի պարադոքս. մինչ շինարարության ծավալները կտրուկ կերպով աճում են, անշարժ գույքի գործարքների ընդհանուր ծավալները 2024 թվականին փաստացի նվազել են 4.9%-ով²⁴: Այս հակասությունը վկայում է շուկայի հստակ հատվածավորման մասին. առաջնային շուկան (նորակառույցներ) բարգավաճում է՝ 30.1% աճով, մինչդեռ երկրորդային շուկան կըրճատվել է մոտ 11%-ով:

Այս օրինաչափությունը վկայում է, որ սուբսիդավորման ծրագրի միջոցով պահանջարկն արհեստականորեն ուղղվել է դեպի նոր շինարարություն: Այս խթանիչի վերացումը ստեղծում է պահանջարկի կտրուկ անկում, որը կարող է զարգանալ ըստ երեք հիմնական սցենարների.

1. Սցենար Ա. փափուկ վայրէջք (ցածր հավանականություն): Շուկան ապրում է աստիճանական սառեցում, պահանջարկը մեղմանում է, բայց մնում է բավարար՝ նոր առաջարկը կլանելու համար: Սա պահանջում է տնտեսության այլ ոլորտների կայուն աճ, ինչը ներկայիս միտումներով չի հաստատվում:
2. Սցենար Բ. կտրուկ շտկում (բարձր հավանականություն): Տեղի է ունենում պա-

հանջարկի շեշտակի անկում, քանի որ սուբսիդիաների վերացումը համընկնում է տնտեսական դժվարությունների հետ: Գործարքների ծավալները կտրուկ կերպով նվազում են, գներն իջնում 10-20%-ով, իսկ չաշխատող վարկերը՝ կտրուկ կերպով աճում:

3. Սցենար Գ. երկարատև լճացում (միջին հավանականություն): Կտրուկ փլուզումից հաջողվում է խուսափել, սակայն շուկան մտնում է երկարատև լճացման փուլ՝ գերառաջարկով և գործարքների ցածր ծավալներով:

Եզրակացություն

Ամփոփելով կարող ենք արձանագրել, որ Հայաստանի շինարարական բումը, իր ներկայիս տեսքով, կայուն չէ: Վերլուծությունը ցույց տվեց, որ աճը հիմնված է միմյանց հետ փոխկապակցված ռիսկերի վրա, որը աշխարհագրական խիստ կենտրոնացվածություն ունի, կախված է պետական խթաններից, որոնց վերացումը սպառնում է պահանջարկի կտրուկ անկմամբ՝ ստեղծելով խոցելիություններ ֆինանսական համակարգում: Այս գործոնների համադրությունը մատնանշում է շուկայի անխուսափելի շտկման անհրաժեշտությունը: Սակայն այս շտկման խստությունը և դրա մակրոտնտեսական հետևանքների խորությունը դեռևս կախված են քաղաքականություն մշակողների կանխարգելիչ գործողություններից:

²² AFM. How the Mortgage Income Tax Refund Program Works in Armenia: Terms and Changes Starting from 2025 [Электронный ресурс]. 2025. URL: http://www.parliament.am/news.php?cat_id=2&NewsID=19921&year=2024&month=01&day=10&lang=eng (վերջին դիտումը՝ 02.09.2025).
²³ National Assembly of Armenia. Income tax refund system phase-out timeline [Электронный ресурс]. 2024. URL: http://www.parliament.am/news.php?cat_id=2&NewsID=19921&year=2024&month=01&day=10&lang=eng (վերջին դիտումը՝ 02.09.2025).
²⁴ State Committee of Real Property Cadastre. Real estate transaction statistics. 2024.

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆ

1. AFM. How the Mortgage Income Tax Refund Program Works in Armenia: Terms and Changes Starting from 2025. URL: https://afm.am/en/news/mortgage/how-the-mortgage-income-tax-refund-program-works-in-armenia-terms-and-changes-starting-from-2025 2. Arka News Agency. Bank lending to the Armenian economy showed a significant increase of 25.5. 2025. URL: https://arka.am/en/news/business/bank-lend-	- ing-to-the-armenian-economy-showed-a-significant-increase-of-25-5-in-2024-central-bank-head/ 3. Arvak.am. How the exchange rate of the Armenian currency is set, why is it so strong and how long it will last? 2025. URL: https://arvak.am/en/armenian-currency-ex- 4. Banks.am. In 2024, the net profit of Armenian banks increased by 61. 2025. URL: https://banks.am/en/news/articles/28697
---	--

5. CEIC Data. Armenia Total Loans | 2000 - 2025 | Economic Indicators. 2025.
URL: <https://www.ceicdata.com/en/indicator/armenia/total-loans>
6. Central Bank of Armenia. Bank lending statistics. 2024.
7. Central Bank of Armenia. Financial Stability Report 2024. 2024.
8. Central Bank of Armenia. Financial Stability Report, lending surge documentation. 2024.
9. Central Bank of Armenia. Statistical Overview, II.2024. 2024.
URL: https://www.cba.am/EN/ppperiodicals/Statistical_overview_II.2024.pdf
10. European Central Bank. Supervisory Banking Statistics, Q4 2023. 2024.
11. EVN Report. From Surge to Stability: Armenia's Economic Snapshot. 2025.
URL: <https://evnreport.com/economy/surge-to-stability-armenias-economic-snapshot/>
12. Finport.am. \$176 mln reimbursed to mortgage-holders under income tax reimbursement program. 2025.
URL: https://finport.am/full_news.php?id=53880&lang=3
13. Finport.am. Active consumer lending causes double-digit growth in bad loans. 2025.
URL: https://finport.am/full_news.php?id=53968&lang=3
14. GDP factors database analysis, 2017-2024 annual data. 2025.
15. German Economic Team. Relocation of Russian citizens leads to remarkable economic growth. 2025.
URL: <https://www.german-economic-team.com/en/newsletter/relocation-of-russian-citizens-leads-to-remarkable-economic-growth/>
16. KPMG International. Armenian Banking Sector Overview. 2023.
URL: <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/am/pdf/2024/en-Armenian-Banking-Sector-Overview-2023-1H.pdf>
17. National Assembly of Armenia. Income tax refund system phase-out timeline. 2024.
URL: http://www.parliament.am/news.php?cat_id=2&NewsID=19921&year=2024&month=01&day=10&lang=eng
18. Paul P. Evergreening practices in banking. 2021.
URL: https://www.pascalpaul.de/wp-content/uploads/2021/11/Evergreening_paper.pdf
19. Regional construction activity data, first half 2025 vs 2024 comparison. 2025.
20. State Committee of Real Property Cadastre. Real estate transaction statistics. 2024.
21. State Committee of Real Property Cadastre. Real Property Market Data. 2025.
22. Tavadyan A. Russian money flowing back. What awaits Armenia's economy? // Finport.am. 2025.
URL: https://finport.am/full_news.php?id=52437&lang=3
23. World Bank. Armenia Overview: Development news, research, data. 2025.
URL: <https://www.worldbank.org/en/country/armenia/overview>

Агаси ТАВАДЯН

*Эксперт исследовательского центра «Амберд», АГЭУ,
к.э.н., доцент*

ПУЛЬС ЭКОНОМИКИ

ПРОТИВОРЕЧИЯ РОСТА СТРОИТЕЛЬНОЙ ОТРАСЛИ АРМЕНИИ: РИСКИ И ПЕРСПЕКТИВЫ

В статье анализируются основные движущие силы бурного роста, зафиксированного в строительной отрасли Армении в последние годы, его макроэкономические последствия и структурные риски. Несмотря на впечатляющий рост в 14.5%, зафиксированный в 2024 году, расширение отрасли характеризуется рядом тревожных тенденций, в том числе крайней географической концентрации, зависимостью от искусственного стимулирования спроса и накоплением рисков в финансовой системе. Анализ показывает, что постепенное прекращение государственных программ субсидирования может привести к «резкому падению спроса» (demand cliff), что вызовет значительные коррекции на рынке недвижимости и создаст вызовы для финансовой стабильности страны.

Ключевые слова: *строительство, недвижимость, экономическая стабильность, финансовая стабильность, государственные субсидии, кредитный риск, ипотечный рынок, падение спроса*

Aghasi TAVADYAN
*Expert at AMBERD Research Center, ASUE,
PhD in Economics, Associate Professor*

PULSE OF ECONOMY

**CONTRADICTIONS IN THE GROWTH OF ARMENIA'S CONSTRUCTION SECTOR:
RISKS AND PROSPECTS**

The paper analyzes the main driving forces behind the rapid growth recorded in Armenia's construction sector in recent years, its macroeconomic consequences, and structural risks. Despite the impressive 14.5% growth recorded in 2024, the sector's expansion is characterized by several worrying trends, including extreme geographical concentration, dependence on artificially stimulated demand, and the accumulation of risks in the financial system. The analysis shows that the gradual phasing out of state subsidy programs could lead to a "demand cliff," which would cause significant corrections in the real estate market and create challenges for the country's financial stability.

Keywords: *construction, real estate, economic stability, financial stability, state subsidies, credit risk, mortgage market, decline in demand*