



Հայաստանի  
Հանրապետության  
Կենտրոնական բանկ

# Դրամավարկային քաղաքականության հաշվետվողականության զեկույց

Դրամավարկային քաղաքականության ծրագրի  
կատարման հաշվետվություն, 2025 թվական

Հրապարակման ամսաթիվ՝ 31 մարտի 2026 թվական

# ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի հաղորդագրություն

ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհուրդը ուրախ է ներկայացնելու 2025 թվականի դրամավարկային քաղաքականության հաշվետվողականության զեկույցը, որը դրամավարկային քաղաքականության թափանցիկության և հաշվետվողականության շարունակական բարելավման հանձնառության կարևոր բաղադրիչներից է: Սույն զեկույցը ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության հաշվետվողականության զեկույցների շարքից առաջինն է. այսուհետ դրանք հրապարակվելու են յուրաքանչյուր տարվա առաջին եռամսյակի ավարտին:

ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհուրդը դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ նպատակների վերաբերյալ հայտարարության մեջ ընդգծում է հստակ և արդյունավետ հաղորդակցության, թափանցիկության և հաշվետվողականության կարևորությունը Կենտրոնական բանկի՝ որպես հանրային հատվածում գործող անկախ կառույցի համար: Սույն զեկույցը հանրության նկատմամբ մեր հանձնառության կարևոր բաղադրիչ է, որը նպատակաուղղված է՝ ապահովելու քաղաքականության որոշումների ավելի ընկալելի և թափանցիկ լինելը: Այս առաջնահերթությունը գների կայունության մեր հանձնառության ապահովման կարևոր հենասյունն է, որի վերջնականատակը հասարակության բարեկեցության բարելավումն է:

Սույն զեկույցը ներկայացնում է գների կայունության նպատակի ապահովման համար Կենտրոնական բանկի կողմից իրականացված դրամավարկային քաղաքականության արդյունքները: Ջեկույցն ամփոփ անդրադարձ է կատարում նախորդ տարիների տնտեսական զարգացումներին, որին հաջորդում է 2025 թվականի ընթացքում կայացված դրամավարկային քաղաքականության որոշումների մանրամասն ներկայացումը: Սա ներառում է որոշումների կայացման գործընթացում դիտարկված տարբեր տնտեսական սցենարների համապարփակ քննարկումը, ինչպես նաև խորհրդի կողմից «նվազագույն ափսոսանքի» քաղաքականության հայեցակարգի ներքո ռիսկերի կառավարման մոտեցման արդյունքների նկարագիրը: Կարևորելով խորհրդի անդամների անհատական հաշվետվողականության հանձնառությունը՝ զեկույցը ներկայացնում է, տարվա ընթացքում քաղաքականությանն առնչվող հարցերի շուրջ խորհրդի յուրաքանչյուր անդամի մտածողության փոփոխությունը: Միևնույն ժամանակ, առաջնորդվելով քաղաքականության հիմնական գծի և որոշումների կայացման գործընթացում հաղորդակցման ու թափանցիկության բարձր չափանիշների ապահովման հանձնառությամբ, զեկույցն անդրադառնում է 2025 թվականի ընթացքում դրամավարկային քաղաքականության մշակման և իրականացման գործընթացի վերաբերյալ հանրային հետաքրքրություն ներկայացնող և առավել հաճախ քննարկվող հարցերին:

Սույն զեկույցը կազմվել է «Կենտրոնական բանկի մասին» ՀՀ օրենքով սահմանված պահանջներին համապատասխան, համաձայն որի՝ յուրաքանչյուր տարվա առաջին եռամսյակի ընթացքում ՀՀ ԿԲ-ն պատրաստում և հրապարակում է առնվազն նախորդ 12 ամիսների ընթացքում իրականացված դրամավարկային քաղաքականության արդյունքները:

Ջեկույցը կազմվել է Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության վարչության թիմի կողմից՝ ՀՀ ԿԲ խորհրդի առաջնորդությամբ: Քանի որ դրամավարկային քաղաքականության որոշումների ազդեցությունը տնտեսության վրա դրսևորվում է ժամանակային լագով, զեկույցն ամփոփում է քաղաքականության՝ առանց ապագայի իմացության (ex-ante) գնահատումը: Դա հնարավորություն է տալիս հասկանալու, թե քաղաքականություն իրականացնող մարմինները, ժամանակի սահմանված պահին, ինչպես և ինչու են կայացրել իրենց որոշումները:

ՀՀ ԿԲ խորհուրդը հաստատում է սույն զեկույցում ներկայացված եզրահանգումները՝ ընդգծելով տնտեսական անորոշությունների պայմաններում առկա մարտահրավերներից բխող ռիսկերի կառավարմանն ուղղված քաղաքականության արձագանքի վերաբերյալ քննարկումները:

ՀՀ ԿԲ խորհուրդը վերահաստատում է իր հանձնառությունը բարձր թափանցիկության և հաշվետվողականության առաջնահերթությունների պահպանման ու ամրապնդման գործընթացում և հաստատում իր հետևողականությունը՝ գների կայունության նպատակի ապահովման հարցում:

**Նախագահ**  
Մարտին Գալստյան

**Նախագահի տեղակալներ**  
Հովհաննես Խաչատրյան  
Արմեն Նուրբեկյան

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

# Բովանդակություն

## 01. Տնտեսական զարգացումների համատեքստ

- ա. Համաշխարհային տնտեսական միջավայր
- բ. Ներքին տնտեսական միջավայր
- գ. Տնտեսական հեռանկարի վերաբերյալ շուկայի սպասումներ
- դ. Դրամավարկային քաղաքականություն

## 02. Դրամավարկային քաղաքականության մշակումը և իրականացումը 2025 թվականի ընթացքում

- ա. Սցենարների բազմություն. 2025 թվականի ընթացքում քաղաքականության քննարկումների համար առանձնացված և միջնաժամկետ հորիզոնի որոշումների համար կարևոր ռիսկեր պարունակող սցենարներ
- բ. Դրամավարկային քաղաքականության արձագանք. Ինչպե՞ս է ՀՀ ԿԲ խորհուրդը կայացրել և հաղորդակցել իր որոշումները: Ո՞ր ռիսկերն է ԿԲ խորհուրդը կառավարել որոշումներ կայացնելիս
- գ. Որոշումների կայացման գործընթաց. Որո՞նք են խորհրդի անդամների անհատական որոշման հիմքում ընկած ռիսկերն ու անորոշությունները: Ինչպե՞ս է խորհրդի անդամների անհատական տեսակետը և ռիսկերի հաշվեկշռի վերաբերյալ գնահատականը փոփոխվել տարվա ընթացքում

## 03. Ֆինանսական շուկայի արձագանք

- ա. Դրամավարկային քաղաքականության գործառնություններ
- բ. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգծի վերաբերյալ շուկայի սպասումներ
- գ. Եկամտաբերության կորի զարգացումներ
- դ. Շուկայական տոկոսադրույքների զարգացումներ

## 04. Դրամավարկային քաղաքականության հաջողությունները

## 05. Դրամավարկային քաղաքականության մշակման և իրականացման վերաբերյալ առավել հաճախ տրվող հարցեր

- ա. Ինչո՞ւ քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազեցման ընթացքում վարկերի տոկոսադրույքները չեն նվազել
- բ. Ինչպե՞ս պետք է մեկնաբանել դրամավարկային քաղաքականության որոշումների հիմքում ընկած ռիսկերի կառավարման մոտեցումները

## Զեկույցի կառուցվածքը

Հաշվետվողականության զեկույցը սկսվում է տնտեսական զարգացումների համատեքստով, որը ներառում է համաշխարհային և ներքին տնտեսության զարգացումների և հիմնարար պայմանների ամփոփ նկարագիրը: Գլուխ 1-ում տրվում են երկու հիմնական հարցերի պատասխաններ՝ ինչպիսի՞ն էին տնտեսական իրավիճակը և համատեքստը, որո՞նք էին այն հիմնական ռիսկերը, անորոշությունների աղբյուրները և մարտահրավերները, որոնք ազդել են տնտեսության հիմնարար պայմանների և քաղաքականության որոշումների վրա:

Գլուխ 2-ում ներկայացվում են դրամավարկային քաղաքականության իրականացման ընթացքը և ԿԲ-ի կողմից «նվազագույն ավստասնքի» քաղաքականության հայեցակարգի ներքո ռիսկերի կառավարման մոտեցման արդյունքները: Գլուխ 2-ը սկսվում է սցենարների բազմության տարեկան աղյուսակի ներկայացմամբ: Այն համապարփակ ամփոփում է նախորդ տարվա ընթացքում ԿԲ խորհրդի կողմից քննարկված և քաղաքականության քննարկումների համար առանձնացված կարևոր ու առանցքային սցենարները, որոնք, ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգի ներքո, կարող էին միջնաժամկետ հորիզոնում ազդել քաղաքականության որոշումների վրա: Սույն բաժինն այնուհետև ամփոփում է քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ ԿԲ խորհրդի որոշումների կայացման ու հաղորդակցման գործընթացը և տարվա ընթացքում հիմնական ռիսկերի, անորոշությունների վերաբերյալ խորհրդի անդամների անհատական մտահոգությունների փոփոխությունը:

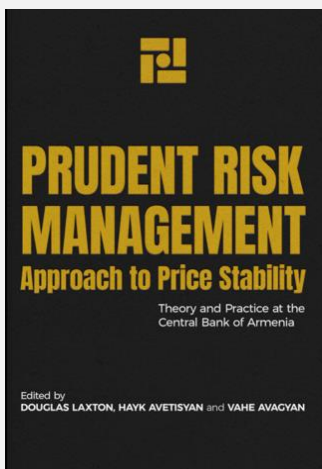
Գլուխ 3-ում ներկայացվում է քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ որոշումներին և հաղորդակցմանը ֆինանսական շուկայի արձագանքի վերլուծությունը: Գլուխ 4-ում դիտարկվում են 2025 թ. ընթացքում իրականացված դրամավարկային քաղաքականության հաջողությունները: Գլուխ 5-ում տրվում են 2025 թ. ընթացքում դրամավարկային քաղաքականության մշակման և իրականացման վերաբերյալ առավել հաճախ հնչեցված հարցերի պատասխանները՝ հիմնվելով տարվա ընթացքում լրատվամիջոցների, ակադեմիական շրջանակի, ֆինանսական շուկայի և լայն հանրության կողմից բարձրաձայնված հարցերի և/կամ մեկնաբանությունների վրա:

## Ծանուցում

Սույն զեկույցում ներկայացված տեղեկատվությունը հիմնված է փաստացի տվյալների, ԿԲ-ի կողմից անցկացված հարցումների արդյունքների, ինչպես նաև մակրոտնտեսական միջավայրի զարգացումների վերաբերյալ ձևավորված դատողությունների վրա:

Դրամավարկային քաղաքականության հաշվետվողականության զեկույցը հրապարակվում է տարեկան պարբերականությամբ՝ յուրաքանչյուր տարվա առաջին եռամսյակի վերջում: Զեկույցն ամփոփում է դրամավարկային քաղաքականության մշակմանն ու իրականացմանը վերաբերող առանցքային հարցերը և մշակված է թե՛ նեղ մասնագիտական շրջանակի, թե՛ լայն հասարակության համար ընկալելի և հասկանալի լինելու սկզբունքով ու առաջնահերթությամբ: Զեկույցը ներկայացնում է այն հիմնական մարտահրավերները, խնդիրները, ռիսկերն ու անորոշությունները, որոնք քննարկվել են ՀՀ ԿԲ խորհրդի կողմից դրամավարկային քաղաքականության որոշումներ կայացնելիս:

Որպես նախորդ օրացուցային տարվա տնտեսական զարգացումները և դրամավարկային քաղաքականության իրականացումը լուսաբանող համառոտ փաստաթուղթ՝ զեկույցը մանրամասն չի ներկայացնում տնտեսական զարգացումները: Յուրաքանչյուր եռամսյակի տնտեսական զարգացումների վերաբերյալ առավել մանրամասն վերլուծությունների համար ընթերցողը կարող է դիտարկել ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության եռամսյակային զեկույցները և յուրաքանչյուր որոշմանը կից հրապարակվող փաստաթղթերի լայն շրջանակը: Նշված փաստաթղթերը հրապարակվում են Կենտրոնական բանկի պաշտոնական կայքէջում:



ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհուրդն ուրախ է տեղեկացնելու, որ շուտով կհրապարակվի «Prudent risk management approach to price stability» գիրքը, որը ներկայացնում է ՀՀ ԿԲ-ի կողմից մշակված դրամավարկային քաղաքականության նորարարական մոտեցման ռիսկերի խելամիտ կառավարման հիմնակարգի տեսական և գործնական հիմքերը: Աշխարհաքաղաքական լարվածությունը, հարկաբյուջետային անկայունությունը և կլիմայական ռիսկերը բարձր անորոշություններով բնութագրվող տնտեսական նոր իրողության անբաժանելի մասն են: Աճող անորոշություններն ու ռիսկերը կենտրոնական բանկերի համար նոր իրականություն և մարտահրավեր են, որոնք պահանջում են դրամավարկային քաղաքականության մշակման և հաղորդակցման գործող մոտեցման վերափոխում: Դրամավարկային քաղաքականության ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգն արդյունավետորեն ներառում, հաղորդակցում և հասցեագրում է վերոնշյալ մարտահրավերները: Սույն համակարգի ներքո դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացման գործընթացն առաջնորդվում է ՀՀ տնտեսության զարգացման մի շարք սցենարների համակարգային դիտարկմամբ և դրանցից մի քանիսի կառուցմամբ: Այդ սցենարները (սովորաբար երկու) ենթադրում են քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի ընթացիկ սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր կամ ավելի ցածր ուղեգիծ: Դրանք դրամավարկային քաղաքականության հստակ ուղղություններ են, այլ ոչ թե վերացական կամ անիրատեսական ռիսկերը նկարագրող սցենարներ: Հիմնակարգի ներքո մշակվել և ներդրվել են դրամավարկային քաղաքականության հաղորդակցման և թափանցիկության աշխարհում ամենաբարձր չափանիշները:



01



Տնտեսական  
զարգացումների  
համատեքստ

# Ա. Համաշխարհային տնտեսական միջավայր

## ԱՄՆ տնտեսություն

Հետքովիդյան շրջանում ԱՄՆ տնտեսության և պահանջարկի պայմանների սպասվածից արագ վերականգնումն ուղեկցվել է գնաճային միջավայրի ընդլայնմամբ: Կայուն գնաճային ճնշումներին քաղաքականության ուշ արձագանքի հետևանքով գնաճը ձևավորվել է բարձր մակարդակներում: 2024 թ. վերջին, քաղաքականության տոկոսադրույքի զգալի բարձրացումներից հետո, գնաճն էապես մեղմվել է, սակայն շարունակել է մնալ թիրախից բարձր մակարդակում: Միաժամանակ, չնայած աշխատաշուկայի պայմանների թուլացման որոշակի ազդակներին, պարտքի բարձր մակարդակները, պահանջարկի պայմանների ուժգնության վերաբերյալ հարցերը, ինչպես նաև տնտեսությունում կուտակված խոցելիությունները զգալի անորոշություններ են ստեղծել տնտեսության հեռանկարի մեկնաբանման տեսանկյունից:

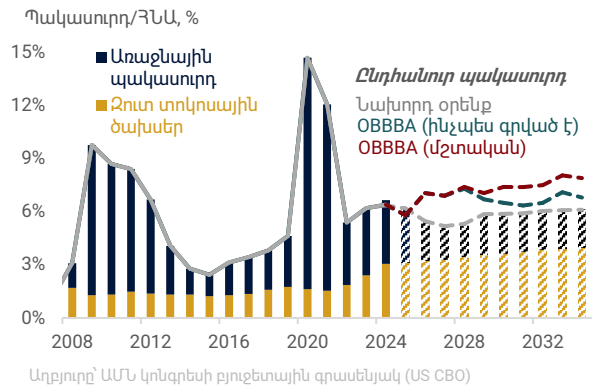
2025 թ. ընթացքում տնտեսական աճը բնութագրվել է զգալի տատանողականությամբ: Տարեկաճին, առևտրային քաղաքականության շուրջ անորոշությունների և բարձր մաքսատուրքերի սահմանման սպասումների պարագայում, աճը զգալիորեն դանդաղել է: Տարվա ընթացքում բարձր եկամուտ ունեցող տնային տնտեսությունների սպառումը (որին մեծապես նպաստել է վերջին տարիներին ֆինանսական ակտիվների գների զգալի աճը) և արհեստական բանականության ոլորտում ներդրումային ակտիվության բարձր աճը դարձան տնտեսական աճի հիմնական շարժիչ ուժերը: Այդուհանդերձ, տնտեսությունում համախառն պահանջարկի պայմանների ուժգնության վերաբերյալ առկա էին ոչ միանշանակ ազդակներ, իսկ աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները և եկամուտների անհավասարության խորացումն էլ ավելի էին սրում աճի երկարաժամկետ կայունության վերաբերյալ մտավախությունները: Այս համատեքստում ակտիվների գների գերաժեղումը լինելու ռիսկերը, գին/եկամուտ հարաբերակցության զգալի բարձրացման պայմաններում, մնում են հիմնական մտահոգություններից, քանի որ ակտիվների գների հնարավոր ճգրտումները կարող են վատթարացնել ԱՄՆ-ում սպառման և աճի հեռանկարները՝ բացասական ազդեցություն ունենալով նաև համաշխարհային պահանջարկի վրա:

Չնայած տարվա ընթացքում գնաճային միջավայրի զգալի թուլացմանը՝ կոշտ գներով բնութագրվող ապրանքախմբերի գնաճը պահպանվել է նպատակային ցուցանիշից զգալիորեն բարձր մակարդակում, ինչն իր հերթին գնաճային սպասումների բարձր մակարդակում պահպանման ռիսկի աղբյուր է: Տարվա ընթացքում բարձր ներքին պահանջարկի պայմանները և առևտրային քաղաքականության ազդեցության աստիճանական փոխանցումը սպառողական գների շարունակել են նպաստել գնաճի որոշակի արագացմանը: 2025 թ. ընթացքում աշխատաշուկայի պայմանների վերաբերյալ առկա էին ոչ միանշանակ ազդակներ: Չնայած աշխատավարձերի աճի զգալի դանդաղմանը՝ գործազրկությունը պահպանվում էր կայուն մակարդակներում, իսկ միգրացիոն քաղաքականության խստացումն աշխատուժի առաջարկի կրճատման և միջնաժամկետ հորիզոնում լրացուցիչ գնաճային ռիսկերի ձևավորման աղբյուր է:

Վերոնշյալ զարգացումների համատեքստում ԱՄՆ ԴԴՀ դրամավարկային քաղաքականության առումով հիմնական մարտահրավերը, մեծ անորոշության միջավայրում, պահանջարկի անցանկալի, կտրուկ թուլացման ռիսկերի առկայության պայմաններում, գնաճը վերջնականապես թիրախին մոտեցնելու ու գների կայունության հանձնառության ապահովումն էր: Միևնույն ժամանակ, հարկաբյուջետային քաղաքականության հեռանկարի հետ կապված անորոշության բարձր մակարդակը պահպանվում է: Հաշվի առնելով միջնաժամկետում պակասուրդի և պետական պարտքի հնարավոր էական աճը՝ երկարաժամկետ տոկոսադրույքների հետագա աճի ռիսկերը պահպանվում են:

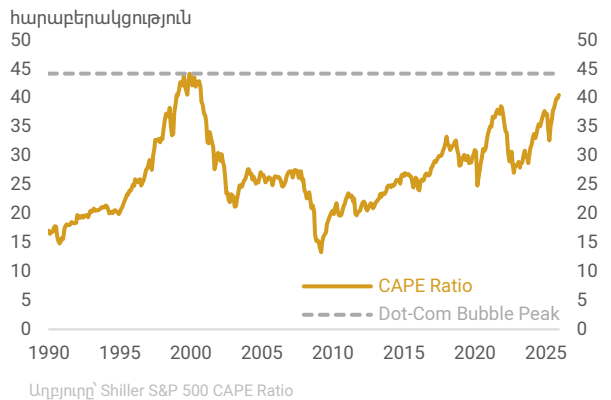
Ընդլայնողական հարկաբյուջետային քաղաքականության համատեքստում պակասուրդի և պարտքի ուղեգծի լրացուցիչ խորացման ռիսկերն ավելացել են:

**Գծապատկեր 1.Ա.1.** ԱՄՆ բյուջեի պակասուրդի կանխատեսումներ



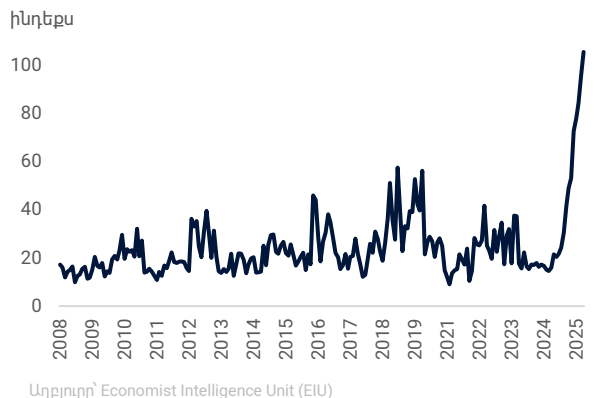
Ակտիվների գների գերաժեղումը լինելու ռիսկերն անորոշություններ են ստեղծել միջնաժամկետում սպառման և տնտեսական աճի հեռանկարների տեսանկյունից:

**Գծապատկեր 1.Ա.2.** Պարբերաշրջանով ճշգրտված գին/եկամուտ հարաբերակցություն



ԱՄՆ առևտրային քաղաքականության և դրա մակրոտնտեսական հետևանքների շուրջ եղել է մեծ անորոշություն:

**Գծապատկեր 1.Ա.3.** Համաշխարհային անորոշության ինդեքս



## Եվրոգոտու տնտեսություն

Վերջին տարիներին ԵԳ տնտեսությունում առկա կառուցվածքային մարտահրավերները, միջուկային և էներգետիկ խնդիրները, ինչպես նաև ոլորտային ու աշխարհագրական անհամաչափությունները մեծացրել են տնտեսական հեռանկարի շուրջ անորոշությունները: 2025 թ. այդ գործոնները շարունակել են զսպել տնտեսական ակտիվությունը, իսկ աշխարհաքաղաքական լարվածությունն ու տնտեսական քաղաքականությունների շուրջ անորոշությունը լրացուցիչ ճնշումներ են ստեղծել ներդրումային ակտիվության, գործարար տրամադրվածության և աճի հեռանկարի տեսանկյունից: 2025 թ. տնտեսական աճի հիմնական շարժիչ ուժը շարունակել է մնալ ծառայությունների ոլորտը, մինչդեռ կառուցվածքային խնդիրների համատեքստում մշակող արդյունաբերության ոլորտում դանդաղումը շարունակվել է: Տարեսկզբին աճի որոշակի արագացումն արտացոլել է կարճաժամկետ գործոնների ազդեցությունը՝ կապված մաքսատուրքերի սահմանման սպասումների պարագայում դեպի ԱՄՆ արտահանման կտրուկ աճի հետ: Այդուհանդերձ, պահպանվող կառուցվածքային խնդիրները և ԱՄՆ-ի կողմից առևտրային քաղաքականության խստացումը տարվա ընթացքում բացասական ազդեցություն են ունեցել գործարար և ներդրումային ակտիվության վրա:

Վերջին տարիների արագացումից հետո 2024 թ-ից ԵԳ գնաճային միջավայրը զգալիորեն թուլացել է 2025 թ. կայունաճով նպատակային մակարդակի շուրջ: Այդուհանդերձ, տնտեսությունում գնաճային միջավայրի թուլացումը հիմնականում արտացոլել է ներմուծվող և արդյունաբերական ապրանքների գնաճի թուլացումը, մինչդեռ ծառայությունների գնաճը պահպանվել է բարձր մակարդակում: Սա կարող է արտացոլել ինչպես տնտեսությունում որոշակիորեն բարձր պահանջարկի պայմանների առկայությունը, այնպես էլ աշխատաշուկայի խիստ պայմանները, որտեղ գործազրկությունը մնում է պատմականորեն ցածր մակարդակում, նույնիսկ այն դեպքում, երբ աշխատավարձերի աճը տարեվերջից ցուցաբերում է դանդաղման ազդակներ: Այս զարգացումների համատեքստում ԵԿԲ-ն տարեսկզբից աստիճանաբար իջեցրել է քաղաքականության տոկոսադրույքը և հուլիսից պահպանել կայուն մակարդակում հաղորդակցելով, որ դրամավարկային քաղաքականության պայմանները բավարար են գների կայունության ապահովման համար:

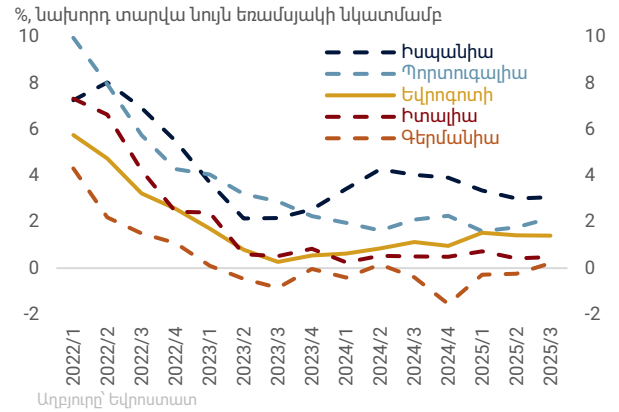
## ՌԴ տնտեսություն

2022 թ-ից ի վեր ՌԴ տնտեսությունը, չնայած աշխարհաքաղաքական զարգացումներին, արևմտյան խիստ պատժամիջոցներին և առևտրային սահմանափակումներին, ցուցաբերել է հարաբերականորեն բարձր աճ, այդ թվում հարկաբյուջետային խթանող քաղաքականության արդյունքում՝ ներքին պահանջարկի ընդլայնմամբ պայմանավորված: Այդուհանդերձ, 2025 թ. ընթացքում աճը զգալիորեն դանդաղել է: Տարվա ընթացքում ծառայությունների և մանրածախ առևտրի աճի աստիճանական դանդաղումն ուղեկցվել է վարկավորման տեմպերի նվազմամբ և չափսատող վարկերի տեսակարար կշռի ավելացմամբ, ինչն ընդգծել է տնտեսությունում պահանջարկի թուլացման հանգամանքը: Միաժամանակ, արդյունաբերության ճյուղում աճի տեմպը պահպանվել է դրական տիրույթում՝ ի հաշիվ ռազմարդյունաբերության թողարկման աճի: Նավթի համաշխարհային գների նվազումը (հատկապես տարեվերջին՝ կապված Լուվոյի և Ռոսնեֆտի նկատմամբ կիրառված պատժամիջոցների հետ) և տնտեսական ակտիվության դանդաղումը հանգեցրել են բյուջեի եկամուտների զգալի կրճատման:

Վերջին տարիներին տնտեսությունում ձևավորված ավելցուկային պահանջարկի պայմաններում գնաճը և գնաճային սպասումները պահպանվել են զգալիորեն բարձր մակարդակում: 2025 թ. ընթացքում խիստ դրամավարկային պայմանների համատեքստում ներքին պահանջարկի զգալի դանդաղման արդյունքում գնաճը թուլացել է՝ տարեվերջին կազմելով տ/տ 5.6%: Տարվա ընթացքում, աշխատուժի շարունակական պակասորդի պայմաններում, աշխատաշուկայի խիստ պայմանները պահպանվել են, իսկ միգրացիոն քաղաքականության խստացումը լրացուցիչ գնաճային ճնշումների ձևավորման աղբյուր է: Ամփոփելով՝ վերոնշյալ ռիսկերը ՌԿԲ-ի համար լուրջ խնդիրներ են առաջադրել գնաճ-տնտեսական աճ երկընտրանքի կառավարման տեսանկյունից, ինչի արդյունքում 2025 թ. ՌԿԲ-ն զգուշավոր իջեցրել է քաղաքականության տոկոսադրույքը՝ պահպանելով համեմատաբար խիստ դրամավարկային պայմանները:

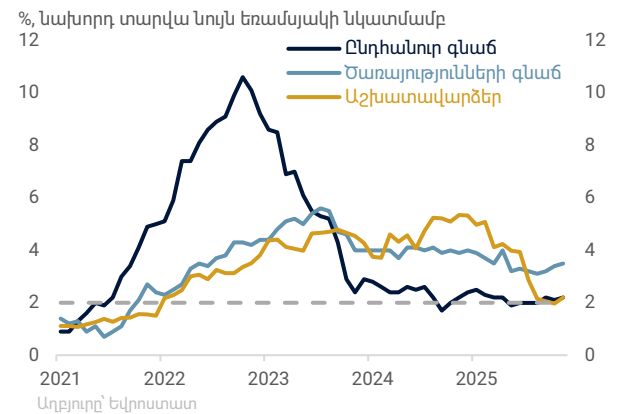
ԵԳ աճի հիմնական շարժիչ ուժը Հարավային Եվրոպայի երկրներն են, մինչդեռ «ավանդական» առաջատար տնտեսություններում աճի հեռանկարի վատթարացման ռիսկերը խորացել են:

Գծապատկեր 1.Ա.4. ԵԳ ՀՆԱ իրական աճ



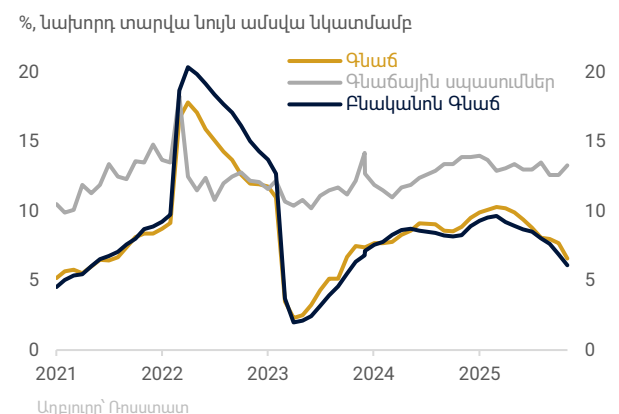
Աշխատաշուկայից եկող գնաճային ճնշումները պահպանվել են նույնիսկ այն դեպքում, երբ աշխատավարձերի աճը տարեվերջից դանդաղել է:

Գծապատկեր 1.Ա.5. ԵԳ հիմնարար գնաճի ցուցանիշները



Զխարսխված գնաճային սպասումները, աշխատաշուկայի խիստ պայմանների պահպանումը զգալիորեն բարդացրել են գների կայունության նպատակի ապահովումը:

Գծապատկեր 1.Ա.6. ՌԴ գնաճի և հիմնարար գնաճի ցուցանիշները



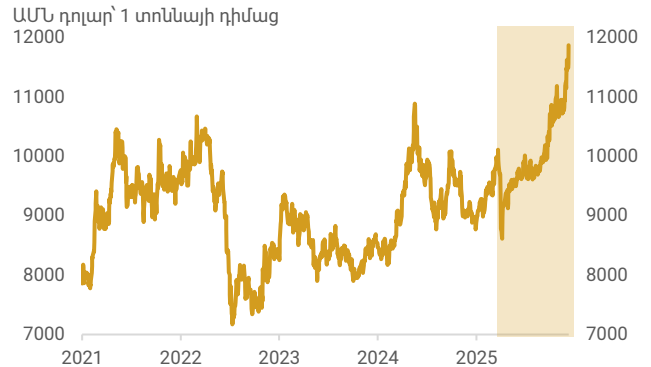
## Ապրանքահումքային շուկաներ

**Պղինձ.** 2025 թ. ընթացքում պղնձի համաշխարհային գինը կտրուկ աճել է՝ արտացոլելով ինչպես կարճաժամկետ, այնպես էլ հիմնարարներով պայմանավորված գործոնների ազդեցությունը: Մի կողմից՝ ԱՄՆ առևտրային քաղաքականության շուրջ անորոշությունների համատեքստում պաշարների կուտակումը, համաշխարհային որոշ խոշոր հանքերի գործունեության խաթարումները, ինչպես նաև կանաչ էներգիային անցման, ԱԲ և տվյալների կենտրոնների, ենթակառուցվածքների և պաշտպանության ծախսերի աճի պայմաններում պղնձի համաշխարհային պահանջարկի շարունակական ավելացումը գների աճի ուղղությամբ ճնշումների աղբյուր է: Մյուս կողմից՝ մատակարարման հոսքերի հնարավոր վերաբաշխումները, համաշխարհային տնտեսության հեռանկարի վատթարացումը գների նվազման ուղղությամբ ճնշումներ են պարունակում:

**Նավթ.** Չնայած տարվա ընթացքում նավթի համաշխարհային գների տատանողականությանը՝ գները հիմնականում ցուցաբերել են նվազման միտում՝ դեկտեմբերին կայունանալով 60 ԱՄՆ դոլարի շուրջ: Նավթի ցածր գները հիմնականում արտահայտել են նավթի համաշխարհային պահանջարկի համեմատությամբ արդյունահանման ծավալների բարձր մակարդակը, իսկ տարվա ընթացքում Չինաստանի կողմից պաշարների ռազմավարական կուտակումը որոշակիորեն զսպել է գնանկումային ճնշումների հավելյալ խորացումը: Աշխարհաքաղաքական զարգացումները և Մերձավոր Արևելքում լարվածության սրումը հանգեցրել են նավթի գների որոշակի տատանողականության՝ հատկապես հունիս-հուլիս ամիսներին: Այդուհանդերձ, լարվածության մեղմման պայմաններում նավթի գները շարունակել են նվազել:

**Պարենային ապրանքներ.** 2022 թ. ընթացքում համավարակից և ռուս-ուկրաինական հակամարտությունից ածանցվող առաջարկի խաթարումների հետևանքով պարենի համաշխարհային գները կտրուկ աճել էին, իսկ 2023 թ. ընթացքում, այս գործոնների աստիճանական չեզոքացմանը զուգընթաց, նկատվել էր պարենի գների էական նվազում: Այդուհանդերձ, 2024 թ. 2-րդ եռամսյակից մինչև 2025 թ. 3-րդ եռամսյակն ընկած հատվածում, առաջարկի գործոնների ազդեցության ընդլայնմանը զուգահեռ, պարենի միջազգային գները դրսևորել են աճի միտում: 2025 թ. սեպտեմբերից նկատվել է նշված գործոնների ազդեցության աստիճանական չեզոքացում, որի արդյունքում տարեվերջին արձանագրվել է պարենի համաշխարհային գների նվազում:

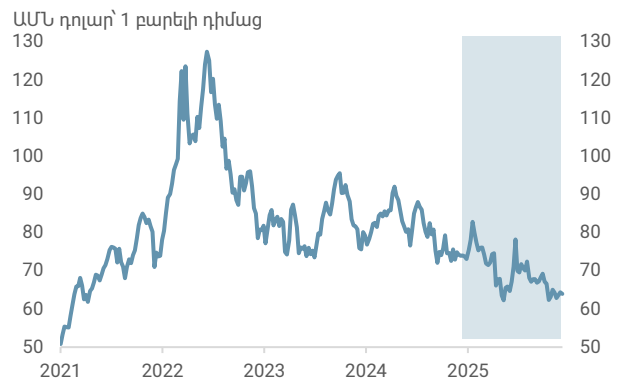
Պղնձի համաշխարհային պահանջարկի շարունակական ավելացումը գների աճի ուղղությամբ ճնշումների աղբյուր է եղել:  
**Գծապատկեր 1.Ա.7.** Պղնձի համաշխարհային գներ



Աղբյուր՝ Բլումբերգ

Նավթի համաշխարհային առաջարկը շարունակել է գերազանցել պահանջարկը՝ գների վրա գործադրելով նվազման ուղղությամբ ճնշումներ:

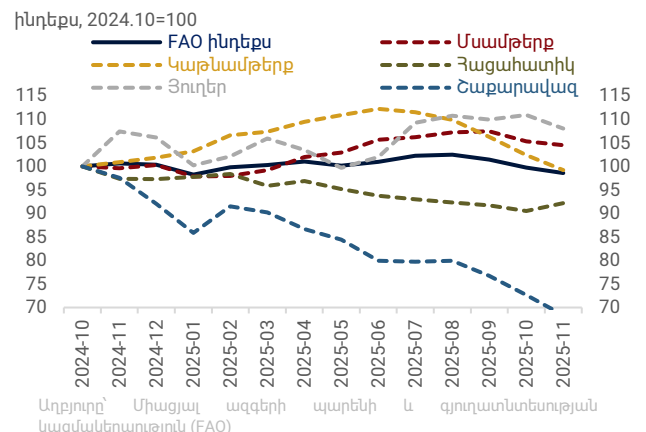
**Գծապատկեր 1.Ա.8.** Brent Crude տեսակի նավթի համաշխարհային գինը



Աղբյուր՝ Բլումբերգ

Պարենի համաշխարհային գների զարգացումներում առաջարկի գործոններն աճի ուղղությամբ ճնշումների աղբյուր են եղել:

**Գծապատկեր 1.Ա.9.** Պարենի համաշխարհային գների զարգացումները



Աղբյուր՝ Միացյալ ազգերի կազմակերպություն (FAO)

# Բ. Ներքին տնտեսական միջավայր

## Համախառն պահանջարկի պայմաններ

2022-23 թթ. բարձր աճերից հետո 2024 թ. ընթացքում ՀՀ տնտեսական աճի տեմպն աստիճանաբար դանդաղել է՝ 2024 թ. 4-րդ եռամսյակում կազմելով 3.7%: Ծառայությունների և շինարարության ոլորտները մնում էին աճի հիմնական շարժիչ ուժերը, սակայն աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները և ոչ ներառական բնույթն անորոշություններ էին ստեղծել աճի երկարաժամկետ կայունության և տնտեսությունում համախառն պահանջարկի պայմանների ուժգնության մեկնաբանման տեսանկյունից:

2025 թ. ընթացքում տնտեսական աճն արագացել է՝ 4-րդ եռամսյակում կազմելով տ/տ 9.8%: Աճը շարունակել է կենտրոնացված լինել սահմանափակ թվով ճյուղերում, ինչն անորոշություններ է առաջացրել մի կողմից՝ ներքին պահանջարկի պայմանների ուժգնության մեկնաբանության և մյուս կողմից՝ աճի միջնաժամկետ հեռանկարի տեսանկյունից:

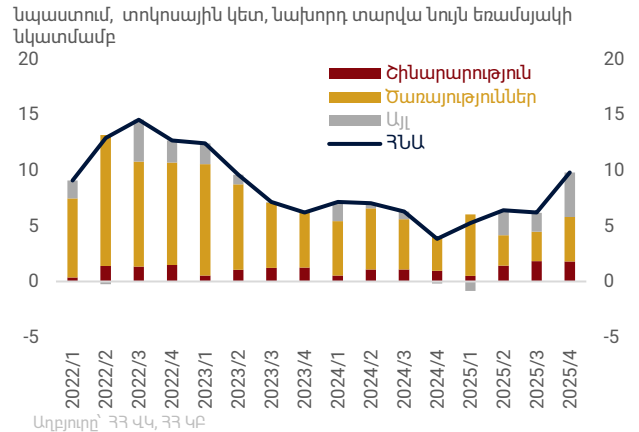
2025 թ. շինարարության ճյուղը, նախորդ տարիների արդեն իսկ բարձր ցուցանիշների համեմատությամբ, աճել է առաջանցիկ տեմպերով: Միևնույն ժամանակ, անշարժ գույքի գների ճգնաճիգն ապայմաններում, շինարարության ու հարակից ոլորտներում աճի, պահանջարկի թուլացման և, հետևաբար, գնանկումային ռիսկերը մնացել են առարկայական: Ծառայությունների ճյուղում բարձր աճերին հիմնականում նպաստել է ֆինանսական և SS ծառայությունների ոլորտների աճը, այդուհանդերձ, տարվա ընթացքում վիճակագրական ամբողջականացման հետ կապված հարցերն անորոշություններ են ստեղծել տվյալների մեկնաբանման տեսանկյունից: Միաժամանակ, տարվա ընթացքում նկատվել է ներքին պահանջարկի պայմանների նկատմամբ զգալուն այլ ծառայությունների աճի արագացում, ինչը ներքին պահանջարկի պայմանների որոշակի ընդլայնման ազդակներ է պարունակել: Տարեսկզբի դանդաղումից հետո 2025 թ. 2-րդ կեսից արդյունաբերության ճյուղում նկատվել է աճի կտրուկ արագացում, ինչը հիմնականում արտացոլել է որոշ կարճաժամկետ, ոչ կառուցվածքային գործոնների ազդեցության զգալի ընդլայնումը: Արդյունաբերության ճյուղի «ավանդական» ենթաճյուղերում բարձր աճը ևս պահպանվել է:

Մասնավոր սպառումը, նախորդ տարիներին տնտեսական աճի համեմատությամբ զգալիորեն ինքնուրույն հետո, տարեսկզբից ցուցաբերել է արագացման միտում: Սա պայմանավորվել է ինչպես տնային տնտեսությունների, այնպես էլ մասնավոր հատվածի վարկավորման բարձր աճի պահպանմամբ: Հուզահեռաբար, տնտեսությունում նկատվել է ներդրումային ակտիվության աշխուժացում՝ պայմանավորված ինչպես մասնավոր (անշարժ գույք), այնպես էլ պետական (ենթակառուցվածքներ) ներդրումների աճով: Այնուամենայնիվ, ներքին պահանջարկի պայմանների ուժգնության և հեռանկարի վերաբերյալ անորոշությունները տարվա ընթացքում պահպանվել են մի կողմից՝ խնայողությունների հնարավոր ծախսման ու վարկավորման աճի արագացման, մյուս կողմից՝ մանրածախ առևտրում հարաբերականորեն զգալի աճի պայմաններում: Վերջին տարիներին մասնավոր պահանջարկի խթանման գործում դրամական փոխանցումների դերը զգալիորեն փոքրացել է, ու թեև տարեսկզբից նկատվել է դրամական փոխանցումների աճի արագացում, փոխանցումների ծավալը ձևավորվել է ցածր մակարդակում:

Չնայած 2025 թ. սկզբի որոշակի դանդաղմանը՝ տարվա ընթացքում արտաքին պահանջարկը զգալիորեն վերականգնվել է՝ պահպանվելով բարձր մակարդակում: Այսպես, 2023 թ. ռեկորդային արագացումից հետո՝ 2024 թ. և 2025 թ. 1-ին եռամսյակում, դեպի ՀՀ զբոսաշրջային հոսքերը զգալիորեն դանդաղել էին՝ առավելապես արտասահմանյան ՌԴ-ից դեպի ՀՀ զբոսաշրջային հոսքերի և մեկ զբոսաշրջիկի միջին ծախսի աստիճանական նվազմամբ: Տարվա երկրորդ եռամսյակից դեպի ՀՀ զբոսաշրջային հոսքը կտրուկ արագացել է՝ ուղեկցվելով որոշակի կառուցվածքային փոփոխություններով և «ոչ ավանդական» ուղղություններից հոսքերի ավելացմամբ: Թեև տարեսկզբին նկատվում էր արտաքին առևտրային հոսքերի էական դանդաղում, տարվա ընթացքում տեղական ապրանքների և, հատկապես, ծառայությունների նկատմամբ բարձր արտաքին պահանջարկը պահպանվել է: Այս համատեքստում թե՛ SS, թե՛ ֆինանսական ծառայությունների արտահանումը պահպանվել է բարձր մակարդակում (2025 թ. 3-րդ եռամսյակում կազմել է ՀՆԱ 7.0%-ը):

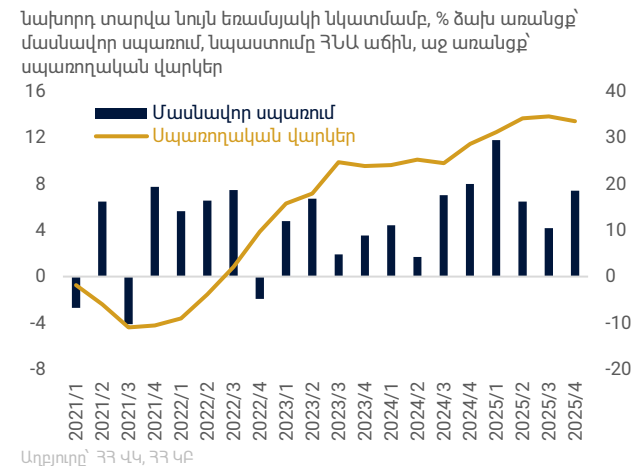
Տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկություններն անորոշություններ են ստեղծել աճի երկարաժամկետ հեռանկարի և կայունության մեկնաբանման տեսանկյունից:

**Գծապատկեր 1.Բ.1.** ՀՆԱ իրական աճն ըստ արտադրական բաղադրիչների



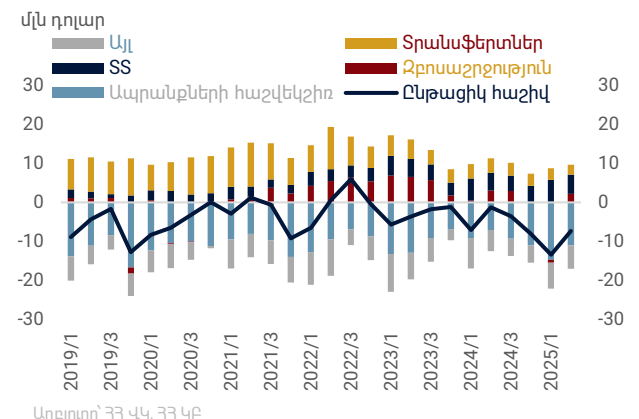
Վիճակագրական խնդիրներն անորոշություններ են պարունակել ներքին պահանջարկի պայմանների ուժգնության մեկնաբանման տեսանկյունից:

**Գծապատկեր 1.Բ.2.** Մասնավոր սպառում



Տարվա ընթացքում տեղական ապրանքների և, հատկապես, ծառայությունների նկատմամբ բարձր արտաքին պահանջարկը պահպանվել է:

**Գծապատկեր 1.Բ.3.** Ընթացիկ հաշիվ



2022-2023 թթ. ռուս-ուկրաինական հակամարտության պայմաններում արտաքին պահանջարկի դրական շուկայի հանգեցրել էր ՀՀ տնտեսությունում համախառն պահանջարկի պայմանների ընդլայնմանն ու գնաճային ճնշումների արագացմանը: 2022 թ-ից տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների ձևավորումը հիմնականում արտացոլում էր արտաքին պահանջարկի շուկայի հետևանքները, սակայն 2023-2024 թթ. ընթացքում, արտաքին պահանջարկի աստիճանական ճշգրտմանը զուգահեռ, ավելցուկային պահանջարկի ճնշումները հիմնականում չեզոքացել են: Այդուհանդերձ, ներքին պահանջարկի պայմանների ուժգնության և տնտեսության ներուժային ՀՆԱ աճի շուրջ պահպանվող անորոշությունները ՀՆԱ ճեղքի գնահատման գործընթացում անորոշությունների լրացուցիչ շերտ են ձևավորել:

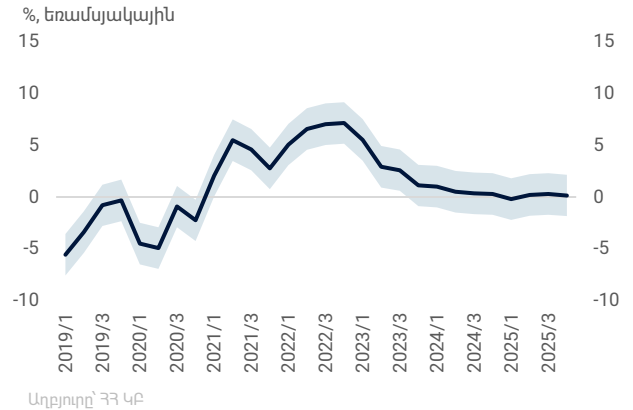
Տարվա ընթացքում տարբեր ազդակներ վկայել են հիմնականում չեզոք ՀՆԱ ճեղքի ձևավորման մասին: Այնուամենայնիվ, աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները և տարբեր ճյուղերում ոչ միանշանակ զարգացումներն ավելացրել են տնտեսությունում համախառն պահանջարկի և առաջարկի հարաբերական դիրքի շուրջ առկա անորոշությունները: Մի կողմից՝ վարկավորման բարձր աճը, մասնավոր սպառման բարձր մակարդակը և, հիմնականում պահանջարկի ազդեցությամբ պայմանավորված, ճյուղերում բարձր աճի արձանագրումը վերևի ուղղությամբ անորոշությունների աղբյուր են հանդիսացել: Մյուս կողմից՝ աճի կենտրոնացվածության պահպանումը, աշխատաշուկայի ավելի հավասարակշռված պայմանները, վերջնական սպառման և կապիտալ ապրանքների ներմուծման նվազումը, ծառայությունների գնաճի և ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսի ցածր մակարդակները, ինչպես նաև մանրածախ առևտրի աճի շարունակական դանդաղումը ներքևի ուղղությամբ անորոշություններ են պարունակել:

ՀՆԱ ճեղքի մեկնաբանության և գնահատման գործընթացում կարևոր է հասկանալ նաև ներուժային ՀՆԱ աճի զարգացումները և դրան նպաստող գործոնների ազդեցությունը: 2022 թ-ից ի վեր նկատվել է արտադրողականության և արտադրանքի ներուժային աճի նշանակալի ավելացում, ինչի մասին կարող են վկայել ՀՆԱ-ում արտահանելի ապրանքների և ծառայությունների արտահանման աճող մասնաբաժինը, ինչպես նաև մեկ շնչի հաշվով արտադրողականության աճն այն ոլորտներում, որոնք մեծապես հիմնվում են բարձրորակ մարդկային կապիտալի և նորարարության վրա (օրինակ՝ ՏՏ, ֆինանսական ծառայություններ և այլն): Սա, իր հերթին, կարող է ենթադրել կառուցվածքային առումով ավելի արտադրողական տնտեսություն՝ նպաստելով ներուժային ՀՆԱ մակարդակի աճին: Այդուհանդերձ, կարևոր է նշել, որ ներուժային մակարդակի վրա այս գործոնի ազդեցության չափի գնահատման շուրջ առկա է անորոշություն, ինչը բարդացնում է ներուժային ՀՆԱ երկարաժամկետ, կայուն մակարդակի մեկնաբանությունը:

Այս համատեքստում, 2022 թ. արտաքին պահանջարկի շուկայի և կապիտալի շարունակական ներհույսի պարագայում, վերջին տարիներին նկատվել էր իրական փոխարժեքի էական արժևորում, ինչն իր հերթին անորոշություններ էր առաջացրել իրական փոխարժեքի հիմնարար մակարդակի վերաբերյալ: Իրական փոխարժեքի հիմնարար արժևորման մեկնաբանություններից մեկն այն է, որ 2022 թ-ից ի վեր արժևորումն արտացոլում է արտադրողականության և արտադրանքի ներուժային աճի նշանակալի ավելացումը, ինչը կհիմնավորի փոխարժեքի հիմնարար արժևորման փաստարկը: Հակառակ մեկնաբանության դեպքում, եթե այս գործոններն ավելի քիչ արտահայտված լինեն, դա կհիմնավորի իրական արդյունավետ փոխարժեքի ավելի պարբերաշրջանային, ոչ երկարաժամկետ գործոններով պայմանավորված արժևորումը:

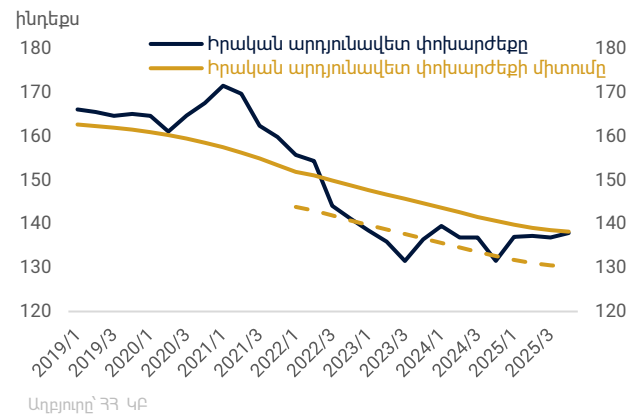
**Աճի կառուցվածքային  
առանձնահատկություններն ավելացրել են  
տնտեսությունում համախառն պահանջարկի և  
առաջարկի հարաբերական դիրքի շուրջ  
անորոշությունները:**

**Գծապատկեր 1.Բ.4. ՀՆԱ ճեղքը**



**Իրական փոխարժեքի հիմնարար մակարդակի  
շուրջ առկա է էական անորոշություն:**

**Գծապատկեր 1.Բ.5. Իրական արդյունավետ  
փոխարժեք**



## Հարկաբյուջետային քաղաքականություն

2020-21 թթ. Քովիդ-19 համավարակի և աշխարհաքաղաքական զարգացումների համատեքստում իրականացված խթանող քաղաքականության արդյունքում պետական պարտքի բեռը որոշակիորեն ավելացել էր: Այդուհանդերձ, 2022-23 թթ. արձանագրված բարձր տնտեսական աճի և համեմատաբար ավելի զսպող հարկաբյուջետային քաղաքականության իրականացման պայմաններում, բյուջեի պակասուրդը էապես նվազել է: Այդ իրավիճակում պետական պարտքը ևս նվազել է՝ կայունանալով ՀՆԱ 40-50%-ի միջակայքում: 2024 թ. ընթացքում հարկային եկամուտների որոշակի թերակատարման և սոցիալական բնույթի ընթացիկ ծախսերի իրականացման արդյունքում արձանագրվել է համախառն պահանջարկի պայմանների վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության թույլ խթանող ազդեցություն:

2025 թ. սկզբին հարկաբյուջետային քաղաքականության վերաբերյալ հիմնական անորոշությունները կապված են եղել եկամուտների հնարավոր թերակատարման և ծախսերի աճի հետ, ինչը, Նախորդ տարիների համեմատությամբ, կարող էր հանգեցնել համախառն պահանջարկի պայմանների վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության առավել ընդլայնող ազդեցության և բյուջեի պակասուրդի աճի: Այդուհանդերձ, տարեվերջին եկամուտների բարձր կատարողականի, ծախսերի թերակատարման և 2026 թ. Նախատեսվող հարկաբյուջետային կոնսոլիդացիայի պայմաններում Նշված ռիսկերը էականորեն մեղմվել են: 2025 թ. ընթացքում հարկաբյուջետային քաղաքականությունը բնութագրվել է եկամուտների հավաքագրման բարձր կատարողականով, ընդ որում՝ հարկային վարչարարության բարելավումը Նպաստել է Նախորդ տարվա համեմատությամբ բյուջեի եկամուտների զգալի աճին և Նույնիսկ՝ ծրագրված ցուցանիշների համեմատությամբ թույլ գերակատարմանը: Միաժամանակ, ընթացիկ ծախսերի կատարողականը հիմնականում հետևել է պատմական միտումներին, մինչդեռ կապիտալ ծախսերի բարձր կատարողականը Նպաստել է ծախսերի կառուցվածքի էական բարելավմանը: Արդյունքում 2025 թ. հարկաբյուջետային քաղաքականությունն ամբողջական պահանջարկի վրա ունեցել է որոշակիորեն զսպող ազդեցություն:

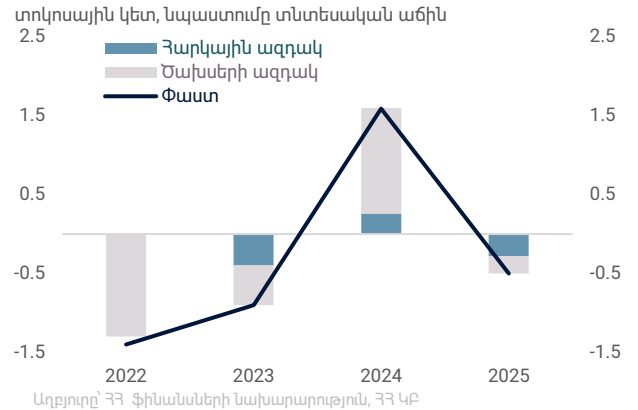
## Աշխատանքի շուկայի պայմաններ

2022-23 թթ. բարձր պահանջարկի և դրական ՀՆԱ ճեղքի պայմաններում Նկատվում էր աշխատաշուկայի պայմանների էական խստացում, ինչն արտահայտվում էր գործազրկության մակարդակի նվազմամբ և աշխատավարձերի աճի կտրուկ արագացմամբ՝ գործադրելով որոշակի գնաճային ճնշումներ տնտեսության վրա: 2024 թ-ից սկսած, պահանջարկի պայմանների կայունացման և աշխատուժի առաջարկի ավելացման պարագայում, աշխատանքի շուկայի պայմաններն աստիճանաբար վերադարձան առավել հավասարակշիռ մակարդակների:

Չնայած 2025 թ. ընթացքում աշխատաշուկայից եկող ոչ միանշանակ ազդակներին՝ աշխատանքի շուկայում Նկատվել է Նախորդ տարիների համեմատությամբ հավասարակշռության էական բարելավում: 1-ին եռամսյակում սեզոնային աճից հետո գործազրկության մակարդակը նվազել է՝ 3-րդ եռամսյակում կազմելով 11.2%: Տարվա ընթացքում զբաղվածության աճի գնահատականի շուրջ առկա էր անորոշություն, ինչն աշխատաշուկայի պայմանների վերաբերյալ տարբեր մեկնաբանությունների տեղիք է տվել: Այսպես՝ 2025 թ. ընթացքում պաշտոնապես գրանցված աշխատողների թիվը կայուն տեմպերով աճել է, ինչը կարող էր արտացոլել ինչպես որոշ կառուցվածքային գործոնների ազդեցությունը, այնպես էլ աշխատուժի Նկատմամբ բարձր պահանջարկի առկայությունը: Այդուհանդերձ, ըստ աշխատուժի հետազոտության արդյունքների, զբաղվածության ցուցանիշները հիմնականում պահպանվել են կայուն մակարդակներում, ինչը համահունչ է տնտեսությունում դիտված բարձր տնտեսական աճին և աշխատավարձերի կայուն աճին: Տարվա ընթացքում մասնավոր անվանական աշխատավարձերի աճը պահպանվել է համեմատաբար կայուն մակարդակներում՝ տ/տ 5%-7%, իսկ աճի կենտրոնացվածությունն էականորեն նվազել է, ինչը կարող է վկայել աշխատաշուկայի ավելի հավասարակշռված պայմանների և տնտեսությունում կառուցվածքային անհավասարակշռությունների նվազման մասին:

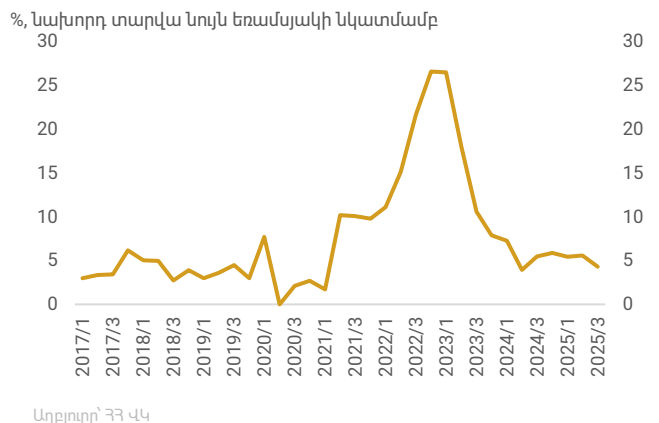
2025 թվականին հարկաբյուջետային քաղաքականությունն ամբողջական պահանջարկի վրա ունեցել է թույլ զսպող ազդեցություն:

**Գծապատկեր 1.Բ.6.** Համախառն պահանջարկի վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցությունը

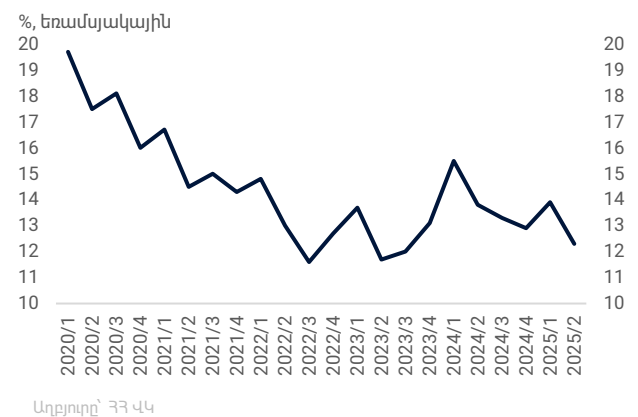


Աշխատանքի շուկայում Նկատվել է հավասարակշռության էական բարելավում:

**Գծապատկեր 1.Բ.7.** Մասնավոր անվանական աշխատավարձերի աճ



**Գծապատկեր 1.Բ.8.** Գործազրկության մակարդակ



## Գնաճի և հիմնարար գնաճի զարգացումներ

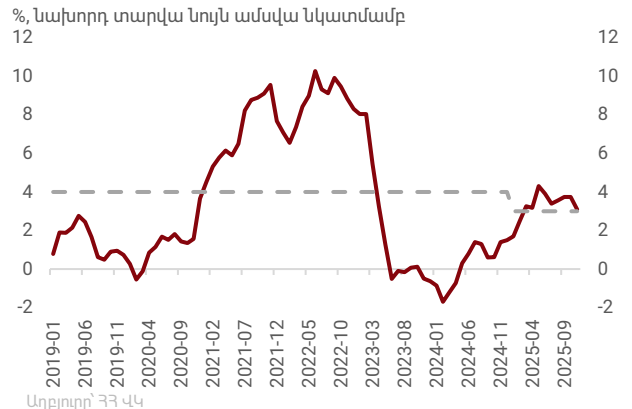
Հետքովիդյան շրջանում համաշխարհային արժեթղթաների խաթարումների և մատակարարման սահմանափակումների պահպանումը, ինչպես նաև ներքին տնտեսությունում պահանջարկի և տնտեսական ակտիվության արագ վերականգնումը նպաստեցին գնաճային միջավայրի զգալի ընդլայնմանը: ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության վաղ արձագանքի շնորհիվ 2022 թ. սկզբին գնաճը ցուցաբերում էր դանդաղման միտումներ, սակայն ռուս-ուկրաինական հակամարտության պայմաններում արտաքին պահանջարկի դրական շուկայի նպաստել է ՀՀ տնտեսությունում համախառն պահանջարկի պայմանների ընդլայնմանը և գնաճային ճնշումների ավելացմանը: Այս համատեքստում, իրականացված դրամավարկային քաղաքականության, ինչպես նաև արժեթղթաների վերականգնման պայմաններում համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող ճնշումների թուլացմանը զուգահեռ, 2023 թ. սկզբից ՀՀ-ում գնաճային միջավայրն էական մեղմվել է:

2024 թ. վերջից և 2025 թ. ընթացքում նկատվել է համաշխարհային առաջարկի գործոնների ազդեցության ընդլայնում և համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումների ավելացում, ինչն արտահայտել են նաև պարենամթերքի համաշխարհային գների ինդեքսի (FAO Food Price Index) զարգացումները: Սա հանգեցրել է ներմուծվող ապրանքների գնաճի արագացման և գնաճային միջավայրի ընդլայնման: Այդուհանդերձ, 2025 թ. վերջից նկատվել է վերոնշյալ առաջարկի գործոնների աստիճանական չեզոքացում, որի արդյունքում տարեվերջին գնաճը կայունացել է տ/տ 3.3% մակարդակում: Այս համատեքստում հիմնական անորոշությունները կապված են եղել նշված միտումների տևականության և դրա պարագայում ներքին գների ճշգրտման արագության ու չափի հետ: Տարեսկզբից նկատվել է ծառայությունների գնաճի որոշակի արագացում, ինչը մեծապես պայմանավորվել է օդային տրանսպորտի բարձր գնաճային ազդեցությամբ (ծառայությունների գնաճը, առանց օդային տրանսպորտի ցուցանիշի, պահպանվել է թիրախից ցածր՝ 2.0-2.5% միջակայքում): Կոշտ գներով բնութագրվող ոչ արտահանելի ապրանքների գնաճը, որը հիմնականում նկարագրում է պահանջարկի միջավայրով պայմանավորված գների վարքագիծը, տարվա ընթացքում կայունացել է 2.0-2.5% միջակայքում: Թեև այս զարգացումները կարող են վկայել տարվա ընթացքում տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների բացակայության մասին, տարվա վերջին ամիսներին նկատվել է բնականոն գնաճի արագացում, ինչը, չնայած հիմնականում արտացոլել է որոշ կարճաժամկետ գործոնների ազդեցությունը, այնուամենայնիվ, կարող է պարունակել պահանջարկի պայմանների ընդլայնման վերաբերյալ վաղ ազդանշաններ:

Տնային տնտեսությունների գնաճային սպասումների վերաբերյալ ՀՀ ԿԲ կողմից իրականացվող հարցման արդյունքների համաձայն՝ 2025 թ. ընթացքում բարձր գնաճային սպասումները շարունակել են նվազել, մինչդեռ անորոշությունները պահպանվել են: Միաժամանակ, ցածր, կայուն գների աճ սպասող հարցվողների տեսակարար կշիռը մնացել է անփոփոխ: Վերոնշյալ զարգացումներն արտացոլել են գնաճային սպասումների աստիճանական կայունացումը թիրախային մակարդակի շուրջ, որին մեծապես նպաստել է տնտեսությունում երկարատև ցածր գնաճային միջավայրի պահպանումը: Ավելին՝ 2025 թ. հունվարին ԿԲ-ն նվազեցրել է գնաճի նպատակային ցուցանիշը՝ սահմանելով 3%: Այս համատեքստում, տարվա ընթացքում հիմնական անորոշությունները կապված են եղել գնաճային սպասումների՝ դեպի Նոր թիրախը համարժեք ճշգրտման արագության հետ (տե՛ս գլուխ 4):

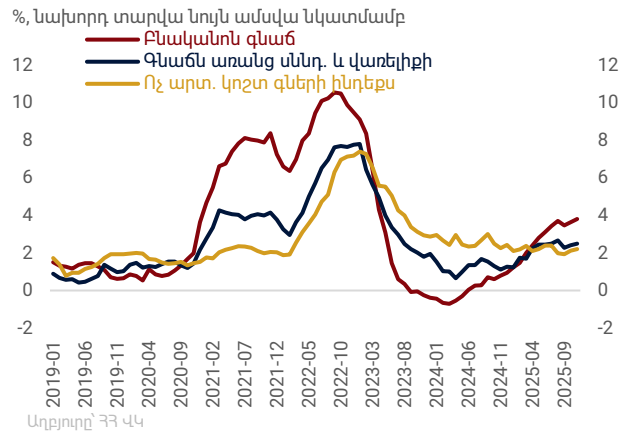
Գնաճի արագացումը հիմնականում պայմանավորված է եղել առաջարկի գործոնների ազդեցության ընդլայնմամբ:

Գծապատկեր 1.Բ.9. Գնաճ



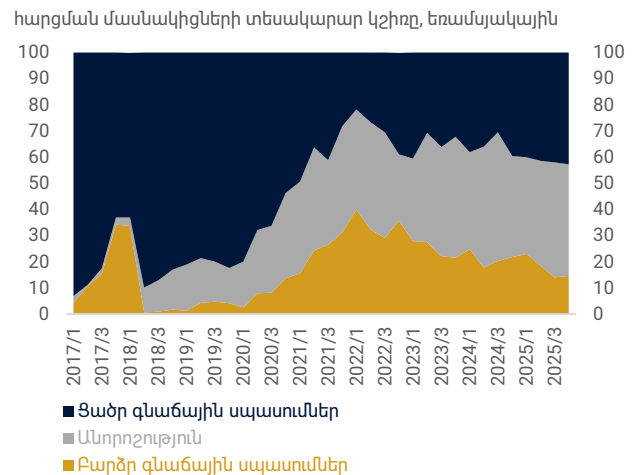
ՈԱԿԳի կայուն մակարդակը կարող է մատնանշել ավելցուկային պահանջարկի պայմանների բացակայությունը:

Գծապատկեր 1.Բ.10. Հիմնարար գնաճի ցուցանիշներ



Բարձր գնաճային սպասումները նվազել են, իսկ անորոշությունները՝ պահպանվել:

Գծապատկեր 1.Բ.11. Գնաճային սպասումների վերաբերյալ հարցման արդյունքներ



## Ֆինանսական պայմաններ

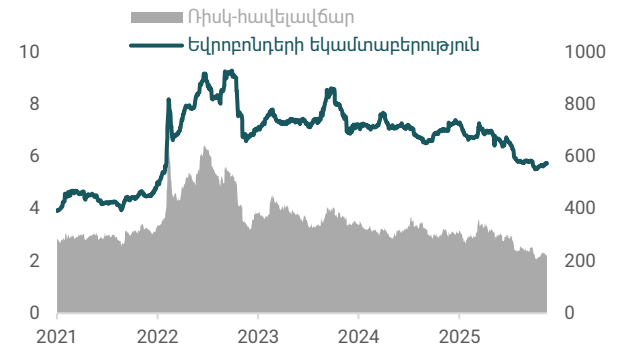
2025 թ. ընթացքում չեզոք տոկոսադրույքի և դրա առանձին տարրերի վերաբերյալ առկա էր մեծ անորոշություն: Տարվա ընթացքում զարգացած երկրներում պետական պարտքի կայունությանն առնչվող հարցերը և բարձր գնաճային միջավայրի երկար պահպանումը աճի ուղղությամբ ճնշումներ են գործադրել **համաշխարհային չեզոք տոկոսադրույքի** վրա, ինչն իր հերթին անորոշություններ է ստեղծել զարգացող երկրների չեզոք տոկոսադրույքի տեսանկյունից: 2025 թ. ընթացքում **ՀՀ երկրի միջին հավելավճարը** նվազել է՝ կրելով թե՛ համաշխարհային, թե՛ ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների ազդեցությունը: Մի կողմից՝ զարգացած երկրներում հարկաբյուջետային և առևտրային քաղաքականություններից բխող խնդիրների և, մյուս կողմից՝ զարգացող երկրներում կառուցվածքային բարեփոխումների պայմաններում դիտվել է զարգացող երկրների նկատմամբ տրամադրվածության բարելավում: Այս պարագայում, զարգացող երկրների միջին հավելավճարի նվազմանը զուգահեռ, դիտվել է ՀՀ երկրի միջին հավելավճարի նվազում: Միևնույն ժամանակ, թեև ՀՀ միջին հավելավճարի զարգացումները հետևել են զարգացող երկրների ընդհանուր միտումներին, այնուամենայնիվ, 2025 թ. օգոստոսի 8-ից հետո նկատվել է նաև ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների ազդեցություն, այդ թվում՝ կապված ՀՀ-ի շուրջ անվտանգային միջավայրի նվազման սպասումների հետ: Ավելին՝ 2025 թ. հունվարին գնաճի նպատակային ցուցանիշի նվազեցմանը զուգահեռ, **գնաճային սպասումների համաչափ ճշգրտման** վերաբերյալ ևս տարվա ընթացքում առկա էր անորոշություն: Այդուհանդերձ, ոչ արտահանելի կոշտ գների երկար պահպանումը ցածր մակարդակներում, տարվա ընթացքում եկամտաբերության կորի հատկապես երկար հատվածի զգալի նվազումը, ինչպես նաև ԿԲ-ի կողմից ֆինանսական շուկայի մասնակիցների և տնային տնտեսությունների շրջանում իրականացվող հարցումների արդյունքները վկայում են, որ գնաճային սպասումների ճշգրտումը թիրախի ուղղությամբ կարող է տեղի ունեցած լինել բավականին արագ տեմպով, ինչն իր հերթին կարող է հիմնավորել չեզոք տոկոսադրույքի ձևավորումն ավելի ցածր մակարդակում (տե՛ս գլուխ 4): Միևնույն ժամանակ, վերջին տարիներին ՀՀ-ում արտահանման ծավալների և արտադրական կարողությունների՝ գործընկերների համեմատությամբ ավելի բարձր աճը հանգեցրել է իրական արդյունավետ փոխարժեքի հիմնարար արժևորմանը և դրա սպասումների ձևավորմանը, ինչը նվազման ուղղությամբ ճնշումներ է գործադրել չեզոք տոկոսադրույքի վրա:

2025 թ. ընթացքում **վարկավորման ծավալները** շարունակել են ավելանալ բարձր տեմպերով՝ արտահայտելով տնտեսությունում վարկերի նկատմամբ պահպանվող բարձր պահանջարկը: Մասնավորապես՝ սպառողական վարկերի բարձր տեմպերով աճը կարող է վկայել տնտեսությունում բարձր պահանջարկի միջավայրի առկայության մասին: Ավելին, չնայած հիպոտեկային վարկերի աճը որոշ չափով դանդաղել է, սակայն մնում է բարձր: Սա վկայում է, որ պահպանվում է անշարժ գույքի նկատմամբ բարձր պահանջարկը (թե՛ բնակարանային, թե՛ ներդրումային) ինչպես երևանում, այնպես էլ հարակից շրջաններում, նույնիսկ այն դեպքում, երբ տեղի են ունենում որոշակի աստիճանական ճշգրտումներ: Միաժամանակ, բիզնես վարկերի ծավալները և շարունակել են աճել բարձր տեմպերով, ինչն իր հերթին կարող է վկայել տնտեսությունում դրական ներդրումային միջավայրի և բարելավված տրամադրվածությունների մասին: Տարվա ընթացքում շուկայական տոկոսադրույքները, ընդհանուր առմամբ, պահպանվել են համեմատաբար կայուն մակարդակներում: Այդուհանդերձ, տարբեր ցուցանիշների (այդ թվում՝ վարկերի հասանելիություն, վարկավորման ծավալներ, վարկառուների ռիսկայնություն և վարկերի ժամկետային կառուցվածքի փոփոխություններ) ուսումնասիրությունը կարող է վկայել 2025 թ. ընթացքում ՀՀ տնտեսությունում ֆինանսական պայմանների մեղմացման մասին:

2025 թ. սկզբից արտադրության շուկայում դիտվել է ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ դրամի որոշակի, չափավոր արժևորում՝ պայմանավորված մի շարք գործոնների համադրությամբ, այդ թվում՝ կապիտալ ներհոսքի ավելացում, ԱՄՆ դոլարի արժեզրկում ոչ միայն զարգացած, այլ նաև զարգացող տնտեսությունների արժույթների նկատմամբ: Միաժամանակ, տարվա ընթացքում դիտվել է դրամի նկատմամբ ռուբլու արժևորում, ինչը ՌԴ-ում խիստ դրամավարկային քաղաքականության, պահանջարկի միջավայրի թուլացման և ներմուծման նվազման արդյունք է:

2025 թ. ՀՀ միջին հավելավճարը նվազել է:  
**Գծապատկեր 1.Բ.12.** ՀՀ երկրի միջին հավելավճարը

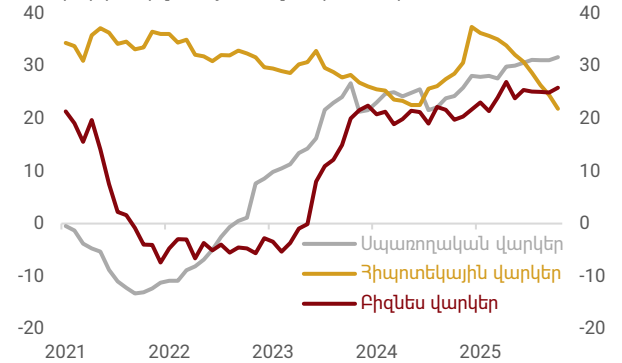
Ճախ առանցք՝ %, եկամտաբերություն, աջ առանցք՝ բազիսային կետ, երկրի միջին հավելավճար



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

Վարկավորման նկատմամբ պահանջարկը շարունակել է արագ տեմպերով աճել:  
**Գծապատկեր 1.Բ.13.** Առևտրային բանկերի կողմից տնային տնտեսություններին և իրավաբանական անձանց տրամադրված վարկերի փոփոխությունը

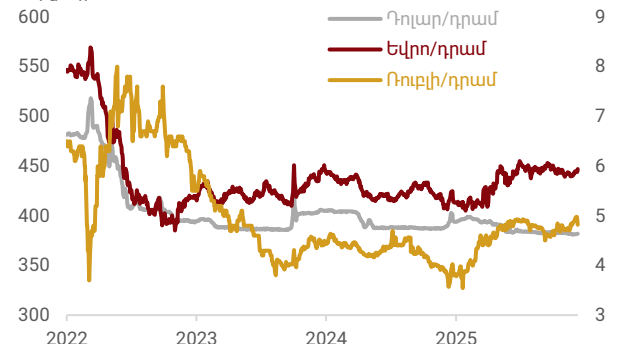
%, նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

2025 թ. ընթացքում դրամը ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ չափավոր արժևորվել է, իսկ ռուբլու և եվրոյի նկատմամբ՝ որոշակիորեն արժեզրկվել:  
**Գծապատկեր 1.Բ.14.** Անվանական փոխարժեքը դոլարի, եվրոյի և ռուբլու նկատմամբ

Ճախ առանցք՝ դոլար/դրամ և եվրո/դրամ, աջ առանցք՝ ռուբլի/դրամ



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

## Գ. Տնտեսական հեռանկարի վերաբերյալ շուկայի սպասումներ

Ռիսկերի խելամիտ կառավարման վրա հիմնված դրամավարկային քաղաքականությունը ենթադրում է ապագայի վերաբերյալ 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 սպասումներն է դիտարկում որպես քաղաքականությանը վերաբերող քննարկումների մեկնարկային կետ:

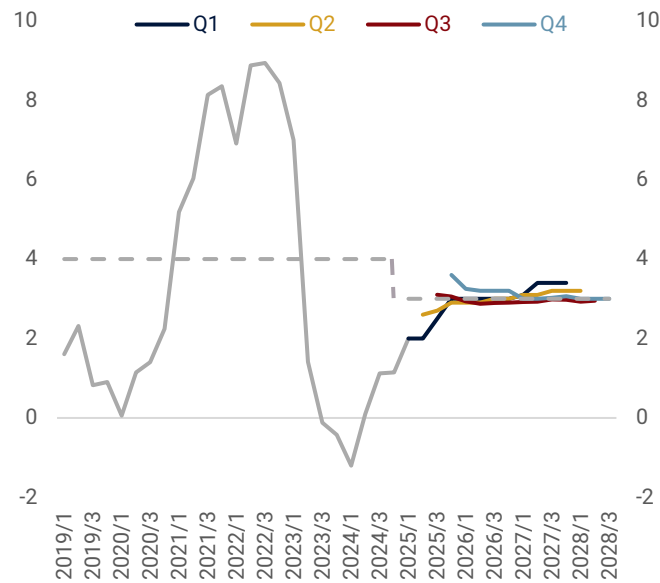
Քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ շուկայի սպասումների գնահատման նպատակով ՀՀ ԿԲ-ն, եռամսյակային պարբերականությամբ, իրականացնում է ֆինանսական շուկայի մասնակիցների (այդ թվում՝ առևտրային բանկեր, ներդրումային ընկերություններ, ֆոնդերի կառավարիչներ և այլն) մակրոտնտեսական հարցում: Հարցման շրջանակներում մասնակիցները ներկայացնում են միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճի, տնտեսական աճի, փոխարժեքի և քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ մակրո-համաձայնեցված կանխատեսումներ և դրանց հիմքում ընկած գործոնների մեկնաբանություններ: Սույն բաժնում քննարկվում է դիտարկվող ժամանակահատվածում շուկայի մասնակիցների սպասումները և գնահատականները, ինչպես նաև դրանց փոփոխությունները տնտեսական միջավայրի զարգացումների և Կենտրոնական բանկի գործողությունների պայմաններում:

2025 թ. սկզբին, հաշվի առնելով ՀՀ-ում տնտեսական պայմանների աստիճանական կայունացումը, համաշխարհային տնտեսական քաղաքականությունից բխող անորոշությունը և համաշխարհային պահանջարկի վատթարացման ռիսկերը, ֆինանսական շուկայի մասնակիցներն ակնկալում էին, որ տնտեսական ակտիվությունն աստիճանաբար կկայունանա երկարաժամկետ ներուժային մակարդակի (5%-ի) շուրջ: Կարևոր է նշել, որ, շուկայի գնահատմամբ, աճի կայունացումը երկարաժամկետ, կայուն մակարդակի շուրջ տեղի էր ունենալու դանդաղ և աստիճանաբար, այլ ոչ թե տնտեսության իրական հատվածում կտրուկ ճշգրտումներով: Ելնելով վերոնշյալ մակրոտնտեսական գործոններից՝ շուկան ակնկալում էր, որ կարճաժամկետ հորիզոնում գնաճը կպահպանվեր թիրախից ցածր՝ միջնաժամկետում կայունանալով թիրախին մոտ մակարդակում: Սպասվող թույլ գնաճային միջավայրի և կայունացող տնտեսական աճի պայմաններում շուկայի մասնակիցներն ակնկալում էին, որ ԿԲ խորհուրդը կշարունակի աստիճանաբար նվազեցնել քաղաքականության տոկոսադրույքը՝ միջնաժամկետ հորիզոնում կայունացնելով իրենց գնահատմամբ չեզոք տոկոսադրույքի (6.25%) շուրջ: 2025 թ. 2-րդ եռամսյակի ընթացքում տնտեսությունում նկատվում էին արտաքին պահանջարկի դանդաղման ազդակներ, որոնք արտացոլվում էին զբոսաշրջային և առևտրային հոսքերի դանդաղմամբ, մեկ զբոսաշրջիկի հաշվով ծախսերի նվազմամբ և այլն (առավել մանրամասն տե՛ս գլուխ 1): Այս զարգացումները զուգակցվում էին համաշխարհային տնտեսական քաղաքականության վերաբերյալ անորոշությունների աճով և համաշխարհային տնտեսության աճի ու պահանջարկի հեռանկարի վատթարացմամբ, ինչի արդյունքում շուկայի մասնակիցները որոշակիորեն դեպի ներքև էին վերանայել կարճաժամկետ հորիզոնում տնտեսական աճի իրենց կանխատեսումները: Միաժամանակ, 2-րդ եռամսյակից սկսած, գնաճը ցուցաբերել էր արագացման միտումներ՝ մեծապես պայմանավորված առաջարկի գործոնների բաղեցրության ընդլայնման պարագայում համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումների արագացմամբ: Այս համատեքստում, 2-րդ եռամսյակի ընթացքում շուկայի մասնակիցները գնաճի կարճաժամկետ կանխատեսումները ճշգրտել են վերևի ուղղությամբ: Համաշխարհային տնտեսական քաղաքականությունից բխող անորոշության և գնաճի որոշակի արագացման համատեքստում շուկայի մասնակիցները, նախորդ հարցման համեմատությամբ, ակնկալում էին ավելի դանդաղ տեմպով քաղաքականության տոկոսադրույքի աստիճանական նվազեցում:

Այդուհանդերձ, 3-րդ և 4-րդ եռամսյակների ընթացքում նկատվել է զբոսաշրջային հոսքերի կտրուկ արագացում, արտահանման կայուն աճ և ԱՄՆ առևտրային քաղաքականության խստացման հնարավոր ազդեցությունների վերաբերյալ անորոշությունների նվազում, ինչին զուգահեռ շուկայի մասնակիցները վերևի ուղղությամբ էին վերանայել տնտեսական աճի վերաբերյալ իրենց կարճաժամկետ կանխատեսումները, իսկ միջնաժամկետ հորիզոնում շարունակում էին ակնկալել տնտեսական աճի աստիճանական կայունացում 5%-ի շուրջ: Միևնույն ժամանակ, 2-րդ եռամսյակում արձանագրված առաջարկի գործոններով պայմանավորված գնաճային ճնշումները տարվա երկրորդ կեսին մնացել են առարկայական: Արդյունքում շուկայի մասնակիցները գնաճի կարճաժամկետ կանխատեսումները վերանայել են վերևի ուղղությամբ: Այնուամենայնիվ, կարևոր է նշել, որ, չնայած կարճաժամկետում գնաճային սպասումներն աճել են, միջնաժամկետ հորիզոնում դրանք դրսևորել են նվազման միտում՝ ՀՀ ԿԲ կողմից սահմանված գնաճի նպատակային Նոր ցուցանիշի ուղղությամբ: Գնաճային սպասումների բավականին արագ տեմպով ճշգրտումը Նոր թիրախի ուղղությամբ, որն ամբողջությամբ արտահայտված էր արդեն իսկ 3-րդ եռամսյակի սպասումներում, ԿԲ հաղորդակցման արդյունավետության և ԿԲ նկատմամբ վստահելիության վերաբերյալ կարևոր ցուցիչ է (առավել մանրամասն տե՛ս գլուխ 4): Վերոնշյալ տնտեսական միջավայրի վերաբերյալ սպասումների համատեքստում շուկայի մասնակիցները շարունակում էին ակնկալել քաղաքականության տոկոսադրույքի աստիճանական նվազեցում, սակայն որոշակիորեն ավելի դանդաղ տեմպով, քան ակնկալվում էր տարեկան: Եթե 1-ին եռամսյակի հարցման արդյունքներով տոկոսադրույքի կայունացումը 6.25%-ի շուրջ տեղի էր ունենալու 2026 թ. սկզբին, ապա 4-րդ եռամսյակի հարցման արդյունքներով տոկոսադրույքը 6.25%-ի շուրջ կայունանալու էր միայն 2027 թ. վերջին: Սա մեծապես կարող է արտացոլել վերը նշված գործոնների, հատկապես առաջարկի գործոններով պայմանավորված համաշխարհային գնաճային միջավայրի տատանողականության, համաշխարհային տնտեսական քաղաքականությունից բխող անորոշության և համեմատաբար բարձր տնտեսական ակտիվության ու համախառն պահանջարկի պայմանների վերաբերյալ սպասումների աստիճանական ազդեցությունը: Մակրոտնտեսական միջավայրի վերաբերյալ այս սպասումների համատեքստում 2025 թ. ընթացքում շուկայի մասնակիցները շարունակել են ակնկալել անվանական փոխարժեքի թույլ արժեզրկում: Այնուամենայնիվ, յուրաքանչյուր հաջորդ եռամսյակում շուկայի մասնակիցներն ակնկալել են անվանական փոխարժեքի ավելի ցածր (արժևորված) հիմնարար մակարդակ: Փոխարժեքի միջնաժամկետ մակարդակի վերաբերյալ սպասումները հիմնավորում են այն տեսակետը, որ, ըստ շուկայի գնահատման, վերջին տարիներին փոխարժեքի արժևորումն արտացոլել է հիմնարար գործոնների ազդեցությունը և ամբողջությամբ կարճաժամկետ, պարբերաշրջանային գործոնների ազդեցության հետևանք չէ: Մասնավորապես՝ 2022 թ. բարձր որակավորված աշխատուժի և կապիտալի մեծ ներհոսքը զգալիորեն նպաստել է արտահանելի ոլորտներում արտադրական կարողությունների և մրցունակության բարձր ու կայուն աճին, ինչն իր հերթին նպաստել է հիմնարար գործոններով պայմանավորված իրական փոխարժեքի արժևորմանը:

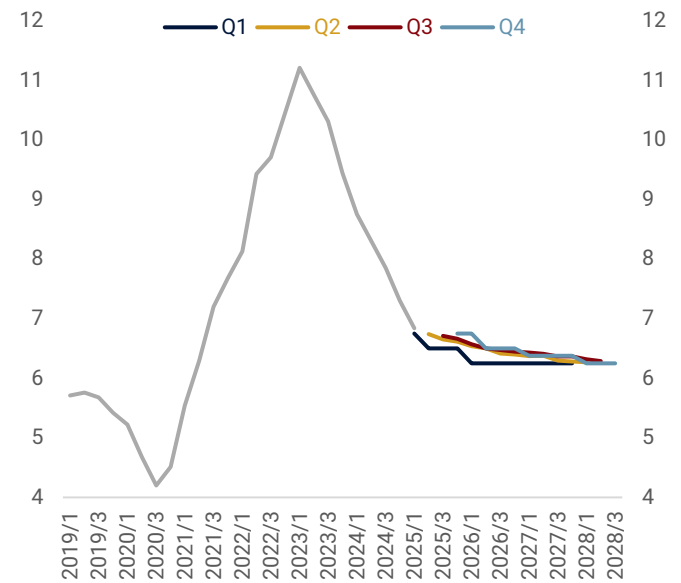
Գծապատկեր 1.Գ.1. Շուկայի ուղղորդիչ սցենար

12-ամսյա գնաճ, %



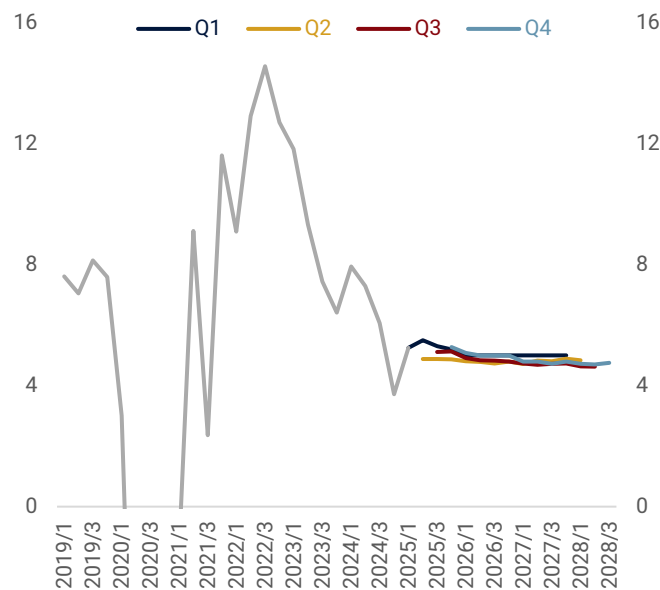
Գծապատկեր 1.Գ.2. Շուկայի ուղղորդիչ սցենար

Քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգիծ, %



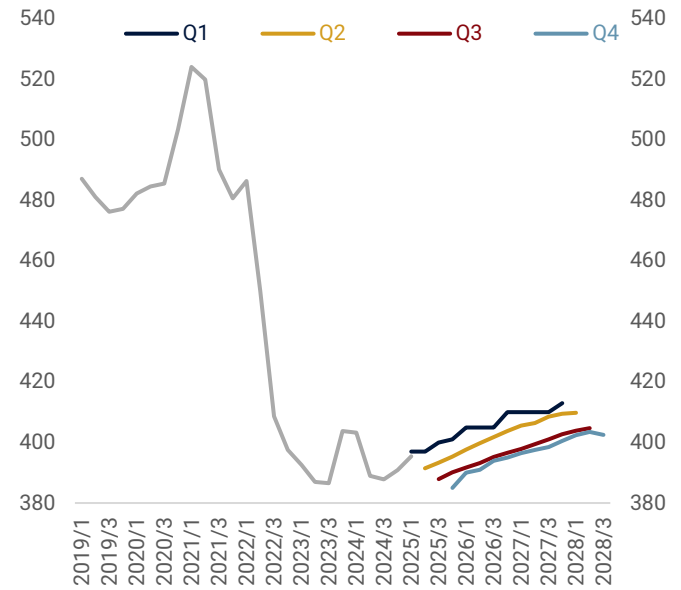
Գծապատկեր 1.Գ.3. Շուկայի ուղղորդիչ սցենար

Իրական ՀՆԱ աճ նախորդ տարվա նույն եռի նկատմամբ, %



Գծապատկեր 1.Գ.4. Շուկայի ուղղորդիչ սցենար

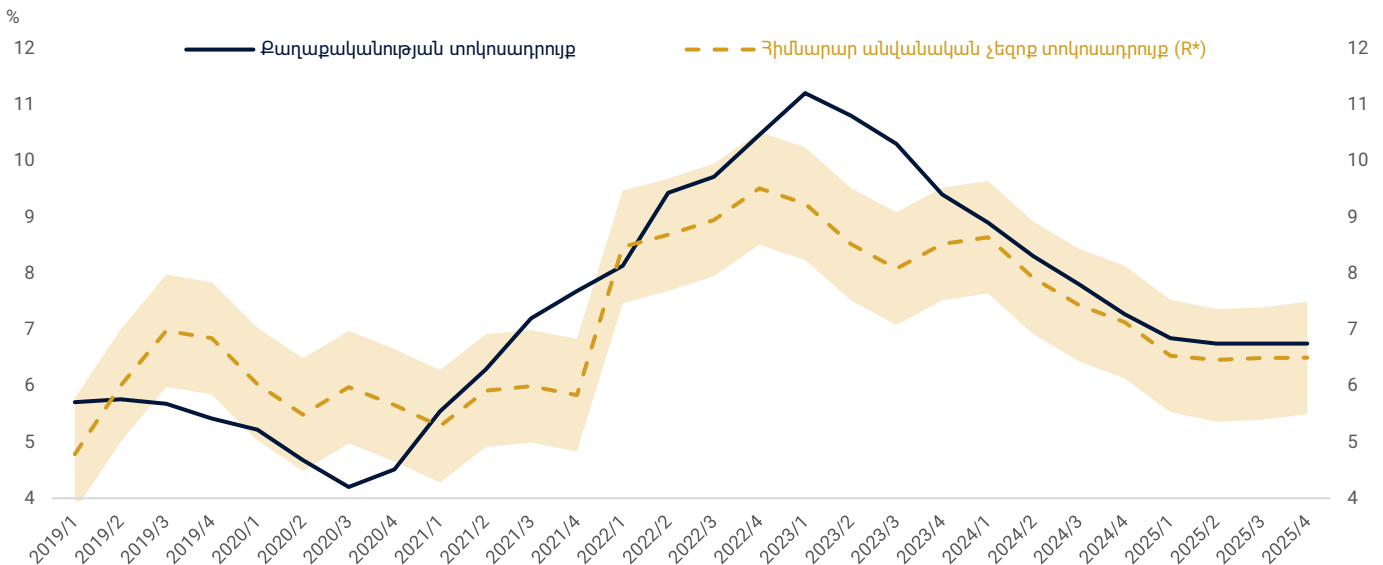
Դրամ/դոլար անվանական փոխարժեք



## Դ. Դրամավարկային քաղաքականություն

Համավարակից առաջացած գնաճային ճնշումներին և հետագայում արտաքին պահանջարկի շուկին արձագանքելու նպատակով 2020 թ. դեկտեմբերից ՀՀ ԿԲ-ն իրականացրել է խիստ դրամավարկային քաղաքականություն, որի արդյունքում տնտեսությունում նկատվել է առաջարկի և պահանջարկի անհաշվեկշռվածությունների աստիճանական նվազում և գնաճային միջավայրի զգալի թուլացում: Հարկ է նշել, որ ՀՀ ԿԲ-ն աշխարհում կենտրոնական բանկերից առաջինն էր, որը 2020 թ. վերջին բարձրացրեց քաղաքականության տոկոսադրույքը, որպեսզի կանխի տնտեսությունում գնաճային սպասումների անցանկալի արագացումը և ավելցուկային պահանջարկի պայմանների հնարավոր ծնավորումը: Նմանատիպ զարգացումների պարագայում, հաշվի առնելով մի կողմից՝ զգալիորեն դանդաղող 12-ամսյա գնաճը, մյուս կողմից՝ դեռևս պահպանվող բարձր պահանջարկի և գնաճային սպասումների գործոնները, 2023 թ. առաջին կիսամյակում մինչև հունիս, ԿԲ-ն քաղաքականության տոկոսադրույքը թողել է անփոփոխ: Դրամավարկային քաղաքականության խստացման վերոնշյալ շրջափուլի ընթացքում ԿԲ-ն բարձրացրել է քաղաքականության տոկոսադրույքը, ընդհանուր առմամբ, 6.5 տոկոսային կետով:

Գծապատկեր 1.Դ.1. Քաղաքականության տոկոսադրույք և հիմնարար անվանական չեզոք տոկոսադրույք



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

2023 թ. հունիսից մինչև տարեվերջ, արտաքին հատվածից գնանկումային ազդեցությունների փոխանցման հետևանքով գնաճի շարունակական նվազման և ներքին տնտեսությունում աշխատաշուկայից ածանցվող գնաճային ճնշումների որոշակի չեզոքացման պայմաններում, ԿԲ-ն աստիճանաբար թուլացրել է դրամավարկային պայմանները՝ իջեցնելով քաղաքականության տոկոսադրույքը, ընդհանուր առմամբ, 1.5 տոկոսային կետով:

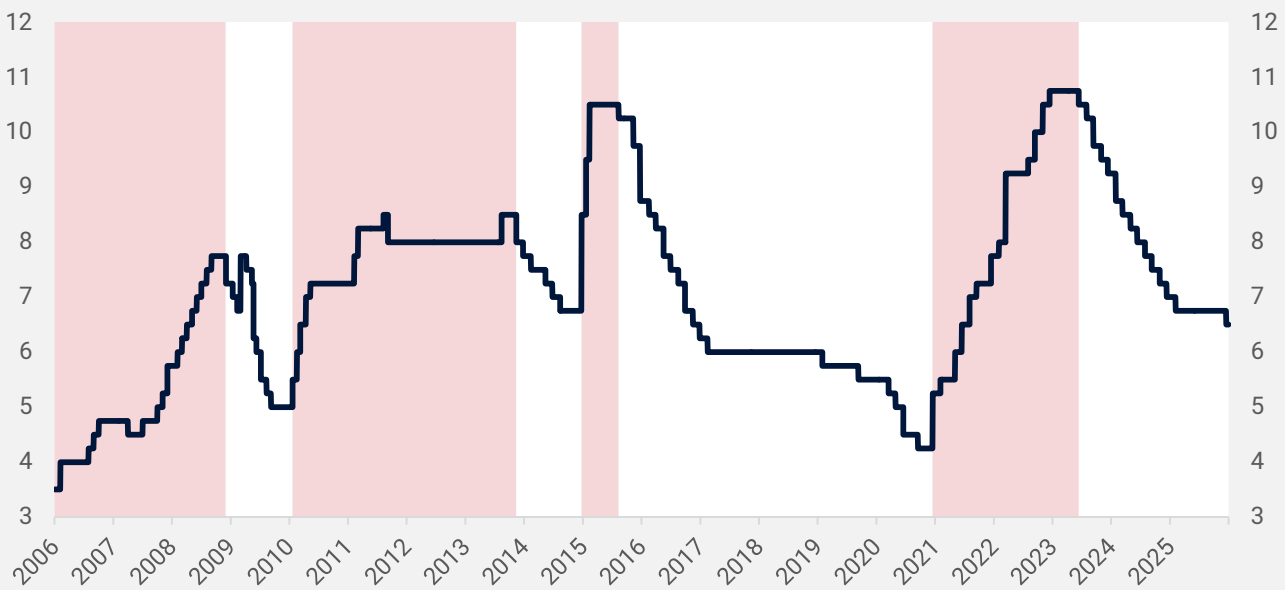
2024 թ. ՀՀ կենտրոնական բանկը շարունակել է աստիճանաբար նվազեցնել քաղաքականության տոկոսադրույքը, ընդհանուր առմամբ, 2.25 տոկոսային կետով՝ դեկտեմբերին սահմանելով 7.0%: Այսպես, մինչև չորրորդ եռամսյակ, հավասարակշռվել էր կուրսային և ուղղությամբ ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը, խորհուրդն առավել նպատակային է համարել շուկայի սպասումներին համահունչ տոկոսադրույքների նվազեցումը, իսկ չորրորդ եռամսյակում, Բ տիպի սցենարների նյութականանալու ավելի մեծ հավանականությանը զուգահեռ, խորհուրդը կարևորել է Ա տիպի սցենարներից բխող էական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը: Արդյունքում՝ վերոնշյալ զարգացումների և հաշվետու ու դրան նախորդող ժամանակաշրջանում իրականացված դրամավարկային քաղաքականության պայմաններում, 12-ամսյա գնաճը 2024 թ. ավելացել է 2.1 տոկոսային կետով և տարեվերջին կազմել 1.5%, իսկ 12-ամսյա բնականոն գնաճը՝ 1.3 տոկոսային կետով՝ տարին ամփոփելով 0.9% մակարդակով:

Առկա անորոշություններից բխող ռիսկերի խելամիտ կառավարման նպատակով 2025 թ-ին ԿԲ-ն շարունակել է դանդաղ տեմպով դրամավարկային քաղաքականության նորմալացման գործընթացը, ընդհանուր առմամբ, 0.5 տոկոսային կետով նվազեցնելով քաղաքականության տոկոսադրույքը: Ընդ որում՝ փետրվարին 0.25 տոկոսային կետով նվազեցման որոշումից հետո մարտ-նոյեմբեր ժամանակահատվածում քաղաքականության տոկոսադրույքը թողնվել է անփոփոխ: 2025 թ. դեկտեմբերին ԿԲ խորհուրդը նվազեցրել է քաղաքականության տոկոսադրույքը ևս 0.25 տոկոսային կետով (առավել մանրամասն տե՛ս գլուխ 2): Պահանջարկի պայմանների, ընդհանուր առմամբ, չեզոք դիրքը, աշխատաշուկայի պայմանները և գնաճային միջավայրը փաստում են, որ 2025 թ. ընթացքում քաղաքականության դիրքը մոտ է եղել չեզոքին:

## Ներգիր 1. Հայաստանի տնտեսության զարգացումները և դրամավարկային քաղաքականության արձագանքը գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ներդրումից հետո:

Սույն ներգիրը ներկայացնում է Հայաստանի տնտեսության զարգացումները և դրամավարկային քաղաքականության արձագանքը՝ գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ներդրումից ի վեր: Թեև 2006 թ. գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ընդունումից ի վեր ԿԲ-ն հետևողականորեն ապահովել է գնաճի նպատակը, այդուհանդերձ, տարաբնույթ տնտեսական ցնցումների, արտաժին գործոնների և աճող անորոշությունների հետևանքները, գների կայունության ապահովման տեսանկյունից, բազմաթիվ ռիսկեր և մարտահրավերներ են առաջացրել: Օրեցօր փոփոխվող տնտեսական իրողության պայմաններում ապագա մարտահրավերների հետևանքներն արդյունավետորեն կառավարելու նպատակով ՀՀ ԿԲ-ն զգալի ներդրումներ է կատարել ռիսկերի խելամիտ կառավարմանն ուղղված դրամավարկային քաղաքականության հիմնական գարգացման գործընթացում: Աճող անորոշությունների և բազմաշերտ ռիսկերի պայմաններում Կենտրոնական բանկի ինստիտուցիոնալ բարեփոխումները, այդ թվում՝ դրամավարկային քաղաքականության նոր հիմնական գրի ներդրումը, էլ ավելի են ամրապնդում Կենտրոնական բանկի ինստիտուցիոնալ կարողությունները՝ միջնաժամկետում գների կայունության ապահովման համար:

**Գծապատկեր Ն.1.1. ՀՀ ԿԲ քաղաքականության տոկոսադրույքը, %**



Վարդագույնով ստվերագծված հատվածները ներկայացնում են դրամավարկային քաղաքականության խստացման, իսկ սպիտակ հատվածները՝ թուլացման շրջափուլերը:

### 2006-2009 թթ. երկնիշ տնտեսական աճ

Համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամին նախորդող տարիների ընթացքում համաշխարհային տնտեսությունն աճի/ընդլայնման փուլում էր, որն իր գնաճային ազդեցությունն էր ունենում պարենի և հումքի միջազգային գների վրա: Այս ընթացքում համաշխարհային ապրանքահումքային շուկաներից եկող գնաճային ազդեցությունները, ներմուծվող ապրանքների գնաճի տեսքով, փոխանցվում էին Հայաստանի տնտեսություն: Ձուգահեռաբար՝ դեպի զարգացող երկրներ կապիտալի զգալի ներհոսքը ներքին տնտեսությունում հանգեցնում էր ազգային արժույթի արժևորման ճնշումների և ոչ արտահանելի ոլորտների, հատկապես՝ շինարարության ոլորտի առաջանցիկ աճի: 2006-2008 թթ. ընթացքում Հայաստանի տնտեսությունում արձանագրվում էր երկնիշ տնտեսական աճ, օտարերկրյա կապիտալի զգալի ներհոսք, որը զուգորդվում էր դրամի զգալի արժևորմամբ: 2000-ականների երկրորդ կեսին Հայաստանի անշարժ գույքի շուկայում արձանագրվում էր աննախադեպ աճ, իսկ շինարարության ոլորտի մասնաբաժինը ՀՆԱ-ում աճում էր: Համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումների, համախառն պահանջարկի ընդլայնված պայմանների, կապիտալի զգալի հոսքերի, արժևորված փոխարժեքի, ինչպես նաև դրամավարկային քաղաքականության նոր ներդրված ռազմավարության պարագայում դրամավարկային քաղաքականության հիմնական մարտահրավերը գնաճային սպասումների կայունացումն ու նպատակային 4% ցուցանիշի շուրջ դրանց խարսխումն էր:

### 2009-2014 թթ. Համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամ, դանդաղ աճ և բարձր ռիսկի հավելվածար

Համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի հետևանքով համաշխարհային պահանջարկի կրճատումը զգալի հետևանքներ ունեցավ Հայաստանի տնտեսության վրա: Ինչպես զարգացող տնտեսություն ունեցող այլ երկրներում, այնպես էլ Հայաստանում երկրի ռիսկի հավելվածարի զգալի վերագնահատումները հանգեցրին կապիտալի հոսքերի կտրուկ նվազման և համախառն պահանջարկի կրճատման: Որպես հետևանք՝ 2009 թ. արձանագրվեց երկնիշ տնտեսական անկում: Հաջորդող տարիների ընթացքում տնտեսության կառուցվածքի դանդաղ ճգնաժամյան պատճառով տնտեսական աճը պահպանվում էր ցածր մակարդակներում: Ավելին՝ տնտեսական աճին օժանդակելու նպատակով պետական և մասնավոր պարտքի կուտակումը հանգեցրեց պարտքի մակարդակի ավելացման՝ արտացոլվելով հարաբերականորեն բարձր երկրի ռիսկի հավելվածարում: Նման իրավիճակում ԿԲ դրամավարկային քաղաքականությունը նպատակաուղղված էր տնտեսության կառուցվածքային ճգնաժամյան պայմաններում պահանջարկի հարաբերական դիրքի անորոշություններից բխող երկկողմանի ռիսկերի հավասարակշռմանը:

## 2014-2020 թթ. Ցածր գնաճի քաղաքականություն

Եվրոպական պարտքային ճգնաժամով խաթարված աճի դանդաղ վերականգնմանը և բազմաթիվ առաջարկի ցնցումներին հաջորդեց մարտահրավերների նոր ալիք: 2014 թ. աշխարհաքաղաքական հակամարտությունները և նավթի համաշխարհային գների կտրուկ անկումը Ռուսաստանի տնտեսության համար ունեցան զգալի բացասական հետևանքներ: Ռուսական ռուբլու կտրուկ արժեզրկումն իր ազդեցությունն ունեցավ տարածաշրջանային արժույթների, այդ թվում՝ ՀՀ դրամի վրա: Ազգային արժույթի արժեզրկման ճնշումները և տնտեսությունում գների ընդհանուր մակարդակի աճը հանգեցրին գնաճային սպասումների ապակայունացմանը: Վերջինս հանգեցրեց տնտեսությունում ապրանքների և արտարժույթի նկատմամբ պահանջարկի կտրուկ աճի՝ էլ՝ ավելի խորացնելով տնտեսությունում գնաճային ճնշումները և վտանգելով ԿԲ-ի նկատմամբ վստահությունը (credibility): Ստեղծված իրավիճակում դրամավարկային քաղաքականության արձագանքը ֆինանսական պայմանների անհապաղ և կտրուկ խստացումն էր, ինչը նպաստեց տնտեսությունում գնաճային ճնշումների զսպմանը և ֆինանսական համակարգի կայունացմանը: Այնուամենայնիվ, հաշվի առնելով անորոշության բարձր մակարդակը, տնտեսության ապակայունացման ռիսկերը պահպանվում էին: Չնայած 2015 թ-ից գնաճի նվազման միտումների արձանագրմանը՝ բարձր գնաճային սպասումների ապակայունացման ռիսկերը դեռևս պահպանվում էին: Արդյունքում 2015 թ. ՀՀ ԿԲ-ն որոշեցրեց ցածր գնաճի քաղաքականությունը, որի արդյունքում ապահովվեց գնաճային սպասումների զգալի նվազում դեպի թիրախային մակարդակ: Վերջինս իր կարևոր դերակատարումն ունեցավ դրամավարկային քաղաքականության նկատմամբ հանրային վստահության ամրապնդման գործընթացում:

## 2020-2024 թթ. Հետհամավարակային և հետպատերազմյան շրջան

2020-ականների ընթացքում Հայաստանի տնտեսությունը բախվեց ճգնաժամերի աննախադեպ, հաջորդական ալիքների: Քովիդ-19 համավարակի հետևանքով համաշխարհային արժեշրջանների խաթարումը և սոցիալական հեռավորության պահանջման պահանջները համաշխարհային առաջարկի մեծ ցնցումների աղբյուր էին: Սպառողների կողմից զգուշավորության և ազատ տեղաշարժի սահմանափակումների պայմաններում, զուգահեռաբար, դրսևորվում էին նաև բացասական պահանջարկի ցնցումներ: Համավարակի պայմաններում 2020 թ. աշնանն այս ցնցումներին զուգարկվեց նաև պատերազմի հետևանքների ազդեցությունը: Պատերազմի և համավարակի համադրությունը հանգեցրեց համախառն պահանջարկի կտրուկ նվազման, ինչն իր հերթին ներքին տնտեսության վրա ունեցավ գնանկումային ազդեցություն: Երկակի ցնցումն իր հետևանքներն ունեցավ նաև համախառն առաջարկի և ՀՆԱ ներուժի վրա:

2020 թ. վերջին, դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից, կարևոր ռիսկ էր հետաձգված սպառման հաշվին համախառն պահանջարկի սպասվածից ավելի արագ վերականգնումը և, որպես հետևանք, գնաճային սպասումների հնարավոր ապակայունացումը: Ստեղծված իրավիճակում, թեև գնաճը նպատակային ցուցանիշից ցածր մակարդակներում էր, ՀՀ ԿԲ-ն 2020 թ. դեկտեմբերին բարձրացրեց քաղաքականության տոկոսադրույքը 1 տոկոսային կետով: Այս և դրան հաջորդող գործողությունների արդյունքում ՀՀ ԿԲ-ին հաջողվեց զսպել գների կտրուկ աճը և ապահովել հարաբերականորեն կայուն միջավայր: 2021 թ. վերջին արդեն գնաճը դրսևորեց որոշակի նվազման միտումներ:

2022 թ. փետրվարին ռուս-ուկրաինական հակամարտության սրումը ՀՀ դրամավարկային քաղաքականության և տնտեսության համար մարտահրավերների նոր աղբյուր էր: ՀՀ տնտեսության վրա ռուս-ուկրաինական հակամարտության հնարավոր տնտեսական ազդեցությունների վերաբերյալ առկա էր զգալի անորոշություն: Հաշվի առնելով ՀՀ սերտ տնտեսական կապերը Ռուսաստանի հետ և 2014 թ. փորձը, ենթադրվում էր, որ Հայաստանի տնտեսության վրա վերոնշյալ հակամարտությունն արտահայտվելու էր բացասական՝ արտաքին պահանջարկի ցնցման տեսքով: Այլընտրանքային տեսակետի համաձայն՝ սույն հակամարտությունը տնտեսական աճի դրական հնարավորությունների աղբյուր էր և կարող էր հանգեցնել կապիտալի, աշխատուժի, զբոսաշրջային հոսքերի զգալի աճի: Մեծ անորոշությունների պայմաններում ՀՀ ԿԲ-ն որոշեցրեց քաղաքականության պահպանողական դիրքորոշում՝ հստակ հաղորդակցելով շուկային առկա ռիսկերի և անորոշությունների աղբյուրների ու հնարավոր հետևանքների մասին: 2022-2023 թթ. ընթացքում արձանագրվեց միջազգային այցելումների և կապիտալի զգալի ներհոսք դեպի ՀՀ: 2022-2023 թթ. ռուս-ուկրաինական հակամարտության պայմաններում արտաքին պահանջարկի դրական շուկային հանգեցրել էր ՀՀ տնտեսությունում համախառն պահանջարկի պայմանների ընդլայնման և գնաճային ճնշումների ավելացման: Արտաքին պահանջարկի շուկային կարգավորման ինքնաշխատ կայունարարը փոխարժեքն է, որն արժևորվեց՝ կլանելով արտաքին պահանջարկի գնաճային ազդեցությունների մեծ մասը: Այդուհանդերձ, ներքին պահանջարկի պայմանների ընդլայնման զսպման և գնաճային սպասումների հնարավոր ապախաթսխումը կանխելու նպատակով վերոնշյալ զարգացումները պահանջում էին քաղաքականության դիրքի շարունակական խստացում: Այս պարագայում, 2020 թ. դեկտեմբերից մինչև 2022 թ. դեկտեմբերն ընկած ժամանակահատվածում, ՀՀ ԿԲ-ն բարձրացրեց քաղաքականության տոկոսադրույքը, ընդհանուր առմամբ, 6.5 տոկոսային կետով: Արդյունքում 2022 թ. վերջին քաղաքականության տոկոսադրույքը կազմում էր 10.75%: 2023 թ. ընթացքում Հայաստանում գնաճային միջավայրը շարունակաբար թուլանում էր՝ հիմնականում պայմանավորված ՀՀ ԿԲ իրականացրած դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությամբ, ինչպես նաև համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումների շարունակական թուլացմամբ: Այս պարագայում 2023 թ. ապրիլից Հայաստանում գնաճը նպատակային ցուցանիշից ցածր էր, նույնիսկ՝ բացասական տիրույթում: Չնայած գնաճի նմանատիպ զարգացումներին՝ տնտեսությունում հիմնարար գնաճը բնութագրող ցուցանիշները (օրինակ՝ ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքս) շարունակում էին ձևավորվել բարձր մակարդակներում, ինչը համեմատաբար բարձր գնաճային սպասումների պահպանման և հնարավոր ապակայունացման որոշակի ռիսկեր էր պարունակում: Հաշվի առնելով վերոնշյալ և բազմաթիվ այլ հնարավոր ռիսկերն ու անորոշությունները՝ 2023 թ. ընթացքում ՀՀ ԿԲ-ն իրականացրեց քաղաքականության տոկոսադրույքի աստիճանական նվազեցման գործընթաց: Նման քաղաքականության արդյունքում 2024 թ. սկզբին հնարավոր եղավ նվազեցնել կոշտ գներով ապրանքների գնաճը, աշխատավարձերը, ինչպես նաև գնաճային սպասումները: 2024 թ. ընթացքում տնտեսությունում ցածր գնաճային միջավայրը պահպանվել է՝ զուգորդվելով համախառն պահանջարկի աստիճանական ճշգրտմամբ և աշխատաշուկայում լարվածության թուլացմամբ, ինչը հանգեցրել է աշխատավարձերի, կոշտ գների, բնութագրվող ծառայությունների գնաճի և գնաճային սպասումների նվազմանը և նպատակային ցուցանիշի շուրջ խաբսխմանը: Ստեղծված իրավիճակում, հաշվի առնելով նաև ցածր գնաճային միջավայրի պահպանմանը նպաստող ռիսկերի աճը, Կենտրոնական բանկը շարունակել է աստիճանաբար թուլացնել դրամավարկային պայմանները:



Հայաստանի  
Հանրապետության  
**Կենտրոնական բանկ**

02 |

Դրամավարկային  
քաղաքականության  
մշակումը և իրականացումը  
2025 թվականին

# Ա. Սցենարների բազմություն

2025 թվականի ընթացքում քաղաքականության քննարկումների համար առանձնացված և միջնաժամկետ հորիզոնի որոշումների համար կարևոր ռիսկեր պարունակող սցենարներ

## Սցենարների բազմության տարեկան ամփոփ աղյուսակ<sup>1</sup>

Աղյուսակ 2.Ա.1. Սցենարների բազմության տարեկան ամփոփ աղյուսակը 2025 թ.

| Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>Պահանջարկի ընդլայնում</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ԱՄՆ-ում հարկաբյուջետային կարգավորումների վերաիմաստավորման արդյունքում մեծացել են խթանման չափի և, հատկապես երկարաժամկետ հատվածում, պարտքի բեռի աճի վերաբերյալ անորոշությունները: Դա կարող է նպաստել ԱՄՆ-ում չեզոք տոկոսադրույքի աճին՝ դրանով իսկ ազդելով նաև զարգացող երկրների, այդ թվում՝ ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի վրա (Q1 Q2 Q3 Q4):</li> <li>ՀՀ-ում հարկային եկամուտների թերհավաքագրումներով և սոցիալական ու այլ բնույթի (ներուժային աճին չնպաստող) ծախսերի իրականացման անհրաժեշտությամբ պայմանավորված՝ միջնաժամկետում սպասվածի համեմատությամբ պարտքային բեռի զգալի մեծացում երկրի ռիսկի հավելավճարի հիմնարար մակարդակի աճի ուղղությամբ ռիսկերով (Q1 Q2 Q3 Q4):</li> <li>Ներքին տնտեսությունում արձանագրվող բարձր տնտեսական աճը, հնարավոր է, արտացոլում է արտադրողականության, կապիտալի սահմանային հատույցի և չեզոք տոկոսադրույքի ավելի բարձր մակարդակը, ինչի պարագայում պահանջարկի շարունակական արագացման և գնաճային ճնշումների ավելացման ռիսկեր կան (Q1 Q2 Q3 Q4):</li> <li>Ներքին տնտեսությունում համախառն պահանջարկի պայմանների շուրջ անորոշություններ, ձևավորված ավելցուկային պահանջարկի միջավայր և դրա պահպանում. <ul style="list-style-type: none"> <li>Փնահատվող երկարաժամկետ ներուժային մակարդակից բարձր տնտեսական աճի արձանագրումը հիմնականում պայմանավորված է եղել պահանջարկի գործոններով (արտացոլված շինարարության և ծառայությունների բարձր աճերում), ինչը վկայում է ՀՀ տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների առկայության մասին (Q1 Q2 Q3 Q4):</li> <li>Մասնավոր հատվածում կուտակված խնայողությունների և հարստության աճը, տնտեսության վարկավորման շարունակական բարձր աճի պահպանումը, ինչպես նաև արտահանման դրական զարգացումներից ածանցվող եկամուտների կուտակումը միջնաժամկետում կարող են նպաստել պահանջարկի պայմանների ընդլայնմանը (Q1 Q2 Q3 Q4):</li> <li>Հարկաբյուջետային քաղաքականության՝ սպասվածի համեմատությամբ ավելի խթանող դիրքի ձևավորում՝ ներքին պահանջարկի ընդլայնման ուղղությամբ ռիսկերով (Q1 Q2 Q3 Q4):</li> <li>ՀՀ ապրանքների և հատկապես ծառայությունների (այդ թվում՝ զբոսաշրջություն, ֆինանսական և այլն) նկատմամբ բարձր արտաքին պահանջարկի պահպանումը կարող է տնտեսությունում ձևավորել լրացուցիչ պահանջարկ և գնաճային ճնշումներ (Q1 Q2 Q3 Q4):</li> </ul> </li> </ul> | <p><b>Պահանջարկի զսպում</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Համաշխարհային տնտեսությունում, հատկապես Եվրոգոտում և Հինաստանում, կառուցվածքային խնդիրների առկայության պայմաններում ձևավորված թույլ ներքին պահանջարկը կարող է երկար պահպանվել՝ հանգեցնելով միջազգային ապրանքային և հումքային շուկաներում ցածր գնաճային միջավայրի տևական պահպանմանը (Q1 Q2 Q3 Q4):</li> <li>ԱՄՆ տնտեսական քաղաքականության շուրջ մեծ անորոշության երկար պահպանումը կարող է վերաճել «վստահության ճգնաժամի» (Confidence crisis)՝ կտրուկ զսպելով սպառողական և ներդրումային ակտիվությունն ինչպես ԱՄՆ-ում, այնպես էլ համաշխարհային այլ տնտեսություններում (Q1 Q2 Q3 Q4):</li> <li>Հաշվի առնելով ԱՄՆ-ում տնտեսական ակտիվության և աշխատանքի շուկայի պայմանների վատթարացման, ինչպես նաև ֆինանսական ակտիվների գերազնահատման ռիսկերը՝ ակտիվների գների հնարավոր արագ ճզգրտումը կարող է գնանկումային ճնշումներ ստեղծել թե՛ համաշխարհային, թե՛ ՀՀ տնտեսությունում (Q1 Q2 Q3 Q4):</li> <li>Չնայած ՌԴ տնտեսական աճը պահպանվում է բարձր մակարդակում՝ արևմտյան պատժամիջոցների առավել թիրախային և հետևողական կիրառման հետևանքով ՌԴ տնտեսական աճի կտրուկ դանդաղման ռիսկեր են ձևավորվել՝ հատկապես խիստ տնտեսական քաղաքականության պայմաններում: Այս համատեքստում դեպի ՀՀ դրամական փոխանցումները և ՀՀ ապրանքների ու ծառայությունների նկատմամբ ՌԴ պահանջարկը կարող են նվազել (Q1 Q2 Q3 Q4):</li> <li>Շինարարության ոլորտի ու անշարժ գույքի գների աստիճանական, բնականոն ճզգրտման պայմաններում նաև տնտեսության հարակից ոլորտներում աճի, պահանջարկի թուլացման ու գնանկումային ազդեցությունների ձևավորում (Q1 Q2 Q3 Q4):</li> <li>ՀՀ-ում տևական ժամանակահատվածում գնաճի՝ թիրախային մակարդակից ցածր պահպանումը, հնարավոր է, հանգեցնի նվազման ուղղությամբ գնաճային սպասումների ճզգրտմանը, երկար պահպանմանը և զսպված սպառողական վարքագծի դրսևորմանը (Q1 Q2 Q3 Q4):</li> <li>Հարկային վարչարարության բարելավումը, ընթացիկ և կապիտալ ծախսերի նվազման ուղղությամբ վերագնահատման համատեքստում, կարող է տնտեսության վրա լրացուցիչ զսպող ազդեցություն ունենալ պահանջարկի թուլացման տեսանկյունից (Q1 Q2 Q3 Q4):</li> </ul> |

<sup>1</sup> Սցենարների բազմության տարեկան աղյուսակը համակարգված կերպով ամփոփում է 2025 թ. ընթացքում ՀՀ ԿԲ խորհրդի կողմից քննարկված և քաղաքականության քննարկումների համար առանձնացված կարևոր ու առանցքային սցենարները, որոնք, ռիսկերի խելավիտ կառավարման համակարգի ներքո, կարևորվել են քաղաքականության միջնաժամկետ որոշումների համար: Սցենարները ներկայացնում են Ա և Բ տիպի պատմություններ, որոնց դեպքում կարող է ենթադրվել շուկայական սպասումներից ավելի բարձր (Ա տիպ) կամ ավելի ցածր (Բ տիպ) տոկոսադրույքի ուղեգիծ: Սցենարների բազմության տարեկան աղյուսակը կազմվել է եռամսյակային աղյուսակների համախմբման միջոցով: Յուրաքանչյուր սցենարի կողքին նշված փակագծերը ցույց են տալիս, թե որ եռամսյակների ընթացքում է տվյալ սցենարը դիտարկվել խորհրդի կողմից (սև գծանշումով հատվածը ցույց է տալիս, որ տվյալ սցենարն այլևս չի դիտարկվել քննարկումներում):

| Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>Պահանջարկի ընդլայնում (շարունակություն)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Ռուս-ուկրաինական հակամարտության կարգավորման վերաբերյալ անորոշության պայմաններում ՌԴ-ի նկատմամբ կիրառված պատժամիջոցների երկար պահպանումը և հետագա խստացումը կարող են լրացուցիչ ուժգնացնել կապիտալի ներհոսքը դեպի ՀՀ տնտեսություն՝ առավելապես նպաստելով պահանջարկի և գնաճային միջավայրի ընդլայնմանը (<b>Q1 Q2 Q3 Q4</b>):</li> <li>Գնաճային (փոխարժեքի) սպասումների հետ կապված անորոշությունների պահպանման պայմաններում, տարբեր հնարավոր ցնցումների դրսևորման դեպքում, դրանց՝ վերևի ուղղությամբ ապախարսխման հնարավոր սցենարներ (<b>Q1 Q2 Q3 Q4</b>):</li> <li>Մի շարք խոշոր տնտեսությունների կողմից ռազմական ծախսերի հավանական ավելացման պարագայում որոշ մետաղների գների աճը կնպաստի ՀՀ-ից արտահանման եկամուտների և ներքին պահանջարկի ընդլայնմանը (<b>Q1 Q2 Q3 Q4</b>):</li> <li>Համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող հատկապես պարենային և առաջին անհրաժեշտության առանձին ապրանքների գների աճը կարող է հանգեցնել ՀՀ-ում գնաճային սպասումների անցանկալի արագացմանը (<b>Q1 Q2 Q3 Q4</b>):</li> <li>Տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական լարվածության հնարավոր թուլացումը պարունակում է կապիտալի հոսքերի արագացման ռիսկեր, ինչը կարող է նպաստել տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների ընդլայնմանը (<b>Q1 Q2 Q3 Q4</b>):</li> </ul> | <p><b>Պահանջարկի զսպում (շարունակություն)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Ծառայությունների և ոչ արտահանելի կոշտ գնաճի երկար պահպանումը ցածր մակարդակում, մանրածախ առևտրի և վերջնական սպառման ապրանքների ներմուծման աճի թույլ միտումները, ինչպես նաև տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները կարող են վկայել արդեն իսկ ձևավորված թույլ պահանջարկի միջավայրի մասին, ինչի երկար պահպանումը կարող է տևական գնանկումային միջավայրի ձևավորման ռիսկեր պարունակել (<b>Q1 Q2 Q3 Q4</b>):</li> <li>Նախորդ տարիներին արձանագրված արտաքին բարձր պահանջարկի պայմաններում ՀՀ տնտեսությունում, հատկապես դրա առանձին ճյուղերում, մասնավոր հատվածը, ապագա բարձր եկամուտների սպասումներով, կուտակել է զգալի վարկային պարտավորություններ: Սա, համաշխարհային տնտեսության հեռանկարի վատթարացման և արտաքին պահանջարկի հնարավոր ճշգրտման ռիսկերի պայմաններում, կարող է լրացուցիչ զսպող գործոն հանդիսանալ տնտեսությունում, հատկապես ծառայությունների ոլորտում եկամուտների ու ծախսումների անհամաչափ զսպման ուղղությամբ (<b>Q1 Q2 Q3 Q4</b>):</li> <li>ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի հիմնարարների շուրջ անորոշություններ. <ul style="list-style-type: none"> <li>Վերջին տարիներին արտահանելի ճյուղերում կարողությունների և արտադրողականության աճը նպաստել է ներուժային ՀՆԱ աճի արագացմանը, ինչն ուղեկցվել է ներդրումային միջավայրի բարելավմամբ, կապիտալի մեծ հոսքերով և իրական փոխարժեքի փաստացի ու սպասվող արագ հիմնարար արժևորմամբ, ինչը, միաժամանակ, ենթադրում է ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի համեմատաբար ցածր մակարդակ (<b>Q1 Q2 Q3 Q4</b>):</li> <li>Տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական լարվածության հնարավոր թուլացումը կարող է նպաստել երկրի ռիսկի հավելավճարի և չեզոք տոկոսադրույքի երկարաժամկետ մակարդակի, հիմնարարներով պայմանավորված, դեպի ներքև վերափոխմանը (<b>Q1 Q2 Q3 Q4</b>):</li> </ul> </li> <li>Ռուս-ուկրաինական հակամարտության հանգուցալուծման և պատժամիջոցների ամբողջական կամ դրանց մեծ մասի չեղարկման պայմաններում ՀՀ-ից կապիտալի և աշխատուժի զգալի արտահոսքի հնարավորություն, ինչը կարող է պարունակել ամբողջական պահանջարկի և, առավելապես, գնաճային միջավայրի զգալի թուլացման ռիսկեր (<b>Q1 Q2 Q3 Q4</b>):</li> <li>ՌԴ տնտեսությունում պահանջարկի թուլացումը և իրական եկամուտների աճի դանդաղումը կարող են հանգեցնել հատկապես զբոսաշրջային ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկի դանդաղման ստեղծելով գնանկումային ճնշումներ (<b>Q1 Q2 Q3 Q4</b>):</li> </ul> |
| Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             | Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <p><b>Առաջարկի զսպում</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Ռուսաստանի նկատմամբ թիրախային պատժամիջոցների ու երրորդ երկրների վերահսկման արդյունավետության բարձրացման և/կամ ՌԴ-ի կողմից այլընտրանքային շուկաների ու ուղիների բացահայտման պայմաններում դեպի ՀՀ արտաքին առևտրային հոսքերի կտրուկ նվազում (<b>Q1 Q2 Q3 Q4</b>):</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | <p><b>Առաջարկի ընդլայնում</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ՀՀ տնտեսությունում աշխատուժի առաջարկի շարունակական աճ պայմանավորված ՌԴ տնտեսության միջնաժամկետ զարգացումների հետ կապված անորոշություններով և, հատկապես, ՌԴ-ում միգրացիոն քաղաքականության խստացման պայմաններում դեպի ՌԴ ՀՀ սեզոնային միգրացիայի շարունակական նվազմամբ (<b>Q1 Q2 Q3 Q4</b>):</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |

| Ա տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                         | Բ տիպի սցենարներին բնորոշ ռիսկերի վերաբերյալ դատողություններ                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b>Առաջարկի զսպում (շարունակություն)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>Համաշխարհային արժեզրեաների խաթարումների հետ կապված ռիսկեր. <ul style="list-style-type: none"> <li>Տարածաշրջանային հակամարտությունների (Մերձավոր Արևելքի, ռուս-ուկրաինական) շուրջ իրավիճակի հետագա վատթարացումը/սրացումը կխորացնի համաշխարհային արժեզրեաների խաթարումները և ճնշումներ կգործադրի հումքային ու պարենային ապրանքների գնաճի ավելացման ուղղությամբ: Դա մի կողմից՝ կսահմանափակի առաջատար երկրների ԿԲ-ներին՝ առաջիկայում թուլացնելու դրամավարկային պայմանները, մյուս կողմից՝ կստեղծի լրացուցիչ գնաճային միջավայր ներմուծվող ապրանքների մասով <b>(Q1 Q2 Q3-Q4)</b>:</li> <li>Առաջատար տնտեսությունների կողմից միմյանց և արտաքին աշխարհի նկատմամբ առևտրային քաղաքականությունների խստացման (դեգլոբալացում) համատեքստում համաշխարհային արտադրական շղթաների խաթարումները կարճաժամկետ-միջնաժամկետ հատվածներում կարող են հանգեցնել արտադրական ծախսերի ավելացմանն ու համաշխարհային տնտեսությունում գնաճային միջավայրի ընդլայնմանը <b>(Q1 Q2 Q3 Q4)</b>:</li> <li>Ռուս-ուկրաինական հակամարտության հանգուցալուծման և պատժամիջոցների ամբողջական կամ դրանց մեծ մասի չեղարկման պայմաններում ՀՀ-ից կապիտալի և աշխատուժի զգալի արտահոսք, ինչը կարող է պարունակել ամբողջական պահանջարկի զգալի զսպման և, զուգահեռաբար, գնաճային միջավայրի ընդլայնման ռիսկեր <b>(Q1 Q2-Q3-Q4)</b>:</li> <li>Տարածաշրջանային և աշխարհաքաղաքական անորոշություններով պայմանավորված՝ զարգացող տնտեսություններում և, մասնավորապես ՀՀ-ում, երկրի ռիսկի հավելավճարի աճի ու ներդրումային ակտիվության թուլացման սցենար <b>(Q1 Q2 Q3-Q4)</b>:</li> <li>Համաշխարհային տնտեսությունում ստագֆլյացիոն տիպի ռիսկերի կուտակում, ինչը, առաջատար տնտեսություններում դեռևս չխարսխված գնաճային միջավայրի պայմաններում, կարող է պահանջել համաշխարհային տոկոսադրույքների՝ շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր ուղեգիծ <b>(Q1-Q2 Q3 Q4)</b>:</li> </ul> </li> </ul> | <p><b>Առաջարկի ընդլայնում (շարունակություն)</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>ԱՄՆ արտաքին առևտրային քաղաքականության զգալի խստացման պարագայում, միջնաժամկետում, համաշխարհային տնտեսությունում մի շարք առաջատար տնտեսությունների կողմից կարող է ձևավորվել ապրանքների և ծառայությունների (օրինակ՝ բեռնափոխադրումների) ավելցուկային առաջարկ՝ փոքր տնտեսությունների համար համապատասխան գնանկումային ճնշումների ռիսկերով <b>(Q1 Q2 Q3-Q4)</b>:</li> <li>ՌԴ տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների կտրուկ թուլացումը կարող է բացասական հետևանքներ ունենալ տեղական ապրանքների նկատմամբ արտաքին պահանջարկի տեսանկյունից՝ ներքին տնտեսությունում առանձին ապրանքների մասով ստեղծելով ավելցուկային առաջարկ, իսկ ընդհանուր տնտեսությունում՝ գնանկումային ճնշումներ <b>(Q1-Q2-Q3 Q4)</b>:</li> </ul> |

# Բ. Դրամավարկային քաղաքականության արձագանք

Ինչպե՞ս է ՀՀ ԿԲ խորհուրդը կայացրել և հաղորդակցել քաղաքականության որոշումները: Ո՞ր ռիսկերն է ԿԲ խորհուրդը կառավարել որոշումներ կայացնելիս:

## Քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ ՀՀ ԿԲ խորհրդի որոշումները

Տարվա ընթացքում ութ անգամ, նախապես հրապարակված ժամանակացույցի համաձայն, ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհուրդը որոշում է կայացնում դրամավարկային քաղաքականության ուղղությունների վերաբերյալ և սահմանում քաղաքականության տոկոսադրույքը: Ութ որոշումներից չորսը (յուրաքանչյուր եռամսյակ) ենթադրում են քաղաքականության մշակման ամբողջական շրջափուլի իրականացում և դրամավարկային քաղաքականության զեկույցի հրապարակում, մինչդեռ մնացած չորսը՝ «միջանկյալ» որոշումներն են, որոնք հետևում են մշտադիտարկման ավելի պարզեցված գործընթացին: Ցանկացած տնտեսական իրավիճակում գների կայունության նպատակի իրագործման համար ՀՀ ԿԲ-ն մշակում և իրականացնում է դրամավարկային քաղաքականության ընթացիկ և ապագա գործողությունների ծրագիր: Վերջինիս հիմնարար դերը տնտեսությունում գնաճի և գնաճային սպասումների խարսխումն է: Սույն զեկույցը ներկայացնում է դրամավարկային քաղաքականության որոշումների ամփոփումը երկու տեսանկյունից:

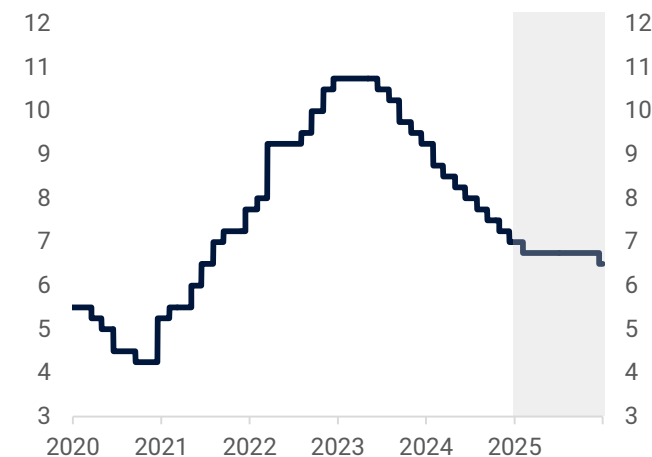
Առաջին մոտեցումը, որը ներկայացված է Բ բաժնում, անդրադառնում է քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ ԿԲ խորհրդի որոշման հիմքում ընկած ռիսկերի և անորոշությունների վերաբերյալ քննարկումներին: Այն ՀՀ ԿԲ խորհրդին դիտարկում է որպես մեկ մարմին՝ մեկնաբանելով, թե ինչպես է ՀՀ ԿԲ խորհուրդն ինստիտուցիոնալ տեսանկյունից կայացրել, բացատրել և հաղորդակցել իր որոշումները: Այսպիսով՝ սույն բաժինը շեշտադրում է խորհրդի քննարկումների բովանդակությունը, ինչն ընթերցողին հնարավորություն է տալիս հասկանալու ոչ միայն յուրաքանչյուր որոշման հիմքում ընկած տրամաբանությունը, այլ նաև հիմնական անորոշությունների վերաբերյալ խորհրդի անդամների մտածողությունը և, երբեմն, տարակարծությունը: Յուրաքանչյուր որոշման ամփոփումը ներկայացնում է խորհրդի որոշումը և դրա բացատրությունը, խորհրդի անդամների քննարկման հակիրճ նկարագիրը, ինչպես նաև քննարկված ռիսկերն ու անորոշությունների աղբյուրներն ամփոփող գծապատկերը: Երկրորդ մոտեցումը, որը ներառված է Գ բաժնում, ներկայացնում է խորհրդի յուրաքանչյուր անդամի անհատական տեսակետը, ինչպես նաև տարվա ընթացքում ռիսկերի հաշվեկշռի վերաբերյալ նրանց գնահատականի փոփոխությունը:

**Ծանուցում.** Սույն բաժնի վերլուծությունները բացառապես հիմնված են ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության թափանցիկության զեկույցում հրապարակված տեղեկատվության վրա: Թափանցիկության զեկույցը, որը ներառում է քաղաքականության տոկոսադրույքի նիստի անվանական արձանագրությունը, քվեարկության անվանական արդյունքները, ինչպես նաև խորհրդի յուրաքանչյուր անդամի որոշման հիմնավորումը, հանրությանը հնարավորություն է տալիս անմիջական և համապարփակ պատկերացում կազմելու տոկոսադրույքի վերաբերյալ ՀՀ ԿԲ խորհրդի յուրաքանչյուր որոշման կայացման հիմքում ընկած քննարկումների, փաստարկների և տրամաբանության մասին: Մանրամասն տեղեկատվության համար տե՛ս ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության թափանցիկության զեկույցները: Տնտեսական զարգացումների և հիմնարար պայմանների նկարագրին առավել մանրամասն ծանոթանալու նպատակով տե՛ս սույն փաստաթղթի 1-ին բաժինը:

## 2025 թվականի ընթացքում քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ կայացված որոշումների ամփոփում

Տարվա ընթացքում ՀՀ ԿԲ խորհուրդը դանդաղ տեմպով աստիճանաբար նվազեցրել է քաղաքականության տոկոսադրույքը, ընդհանուր առմամբ, 0.5 տոկոսային կետով: Այսպես, փետրվարին 0.25 տոկոսային կետով նվազեցումից հետո, մինչև տարեվերջ տոկոսադրույքը պահվել է կայուն, իսկ դեկտեմբերին՝ նվազեցվել ևս 0.25 տոկոսային կետով: Յուրաքանչյուր որոշման հիմքում ընկած ռիսկերի և անորոշությունների վերաբերյալ քննարկումը, ինչպես նաև դրանց կառավարման համար ընտրված մոտեցումները ներկայացված են ստորև:

### Գծապատկեր 2.Բ.1. ՀՀ ԿԲ քաղաքականության տոկոսադրույք



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

| Ամսաթիվ                | Որոշում     |
|------------------------|-------------|
| 4 փետրվարի, 2025 թ.    | ↓ 0.25 տ.կ. |
| 18 մարտի, 2025 թ.      | Անփոփոխ     |
| 6 մայիսի, 2025 թ.      | Անփոփոխ     |
| 17 հունիսի, 2025 թ.    | Անփոփոխ     |
| 5 օգոստոսի, 2025 թ.    | Անփոփոխ     |
| 16 սեպտեմբերի, 2025 թ. | Անփոփոխ     |
| 4 նոյեմբերի, 2025 թ.   | Անփոփոխ     |
| 16 դեկտեմբերի, 2025 թ. | ↓ 0.25 տ.կ. |



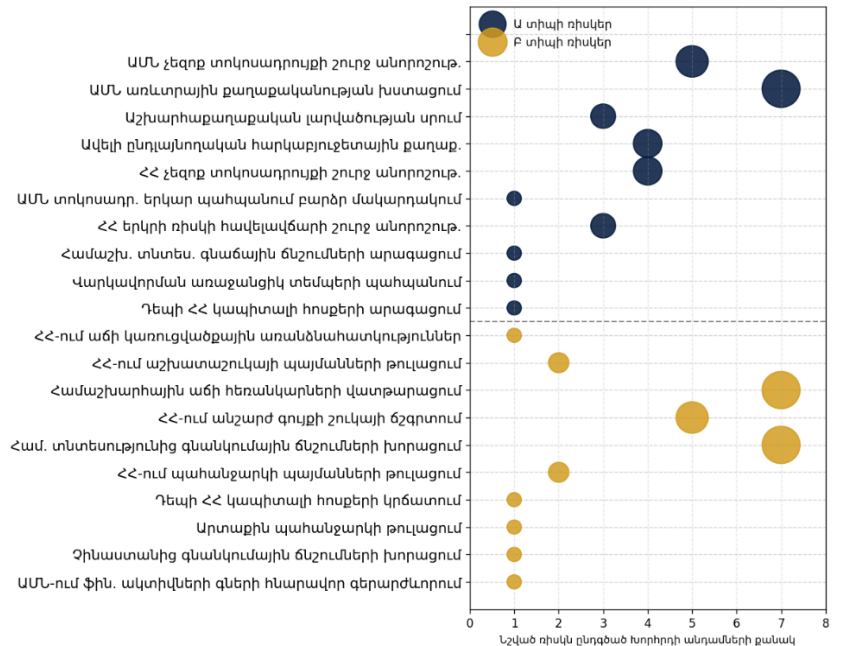
հարկաբյուջետային ավելի խթանող դիրքի ձևավորման, ՀՀ երկրի միջին հավելավճարի և չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշության ավելացման և այլ սցենարներ: **Բ տիպի** սցենարների համատեքստում խորհուրդը քննարկել է համաշխարհային տնտեսական հեռանկարի վատթարացման և պահանջարկի աճի հետագա դանդաղման, համաշխարհային ապրանքահումքային շուկաներից փոխանցվող գնանկումային ազդեցությունների խորացման, անշարժ գույքի շուկայի ակտիվության թուլացման պայմաններում ամբողջական պահանջարկի վրա ազդեցության, ներքին տնտեսությունում աշխատանքի շուկայի պայմանների թուլացման և այլ սցենարներ:

Տնտեսության զարգացման նշված սցենարային քննարկումների արդյունքում ԿԲ խորհուրդը միակարծիք էր, որ քաղաքականության տոկոսադրույքի ընթացիկ մակարդակը լավագույնս է հավասարակշռում վերևի և ներքևի ուղղությամբ ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը: Արդյունքում **հավասարակշռելով Ա և Բ տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը՝ ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշել է, շուկայի սպասումներին համահունչ, անփոփոխ թողնել քաղաքականության տոկոսադրույքը:**

#### Գծապատկեր 2.Բ.4. Մայիսի որոշում. ՀՀ ԿԲ խորհրդի քննարկումներում դիտարկված ռիսկեր

2025 թվականի մայիսի 6-ի նիստում ԿԲ խորհուրդը որոշել է անփոփոխ թողնել քաղաքականության տոկոսադրույքը՝ սահմանելով 6.75%:

Քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ քննարկումների ընթացքում խորհուրդը դիտարկել է բազմաթիվ Ա և Բ տիպի սցենարներ: Ա տիպի սցենարների վերաբերյալ քննարկումներում խորհուրդը դիտարկել է ԱՄՆ-ում երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշությունների, առաջատար տնտեսությունների կողմից արտաքին առևտրային քաղաքականության խստացման և երկրների շրջանակի ընդլայնման, համաշխարհային և տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական զարգացումների, ռուս-ուկրաինական հակամարտության հնարավոր հանգուցա-լուծման և ՀՀ-ի համար դրանից ածանցվող ռիսկերի, ՀՀ-ում հարկաբյուջետային ավելի խթանող դիրքի ձևավորման, ՀՀ երկրի միջին հավելավճարի հնարավոր աճի և այլ ռիսկերի հետ կապված սցենարներ: Միաժամանակ, Բ տիպի սցենարների վերաբերյալ քննարկումներում խորհուրդը դիտարկել է համաշխարհային պահանջարկի աճի հետագա դանդաղման և ապրանքահումքային շուկաներում գնանկումային միջավայրի ձևավորման, ներքին տնտեսությունում աշխատանքի շուկայի պայմանների անցանկալի թուլացման, ինչպես նաև անշարժ գույքի գների ճշգրտման պայմաններում ամբողջական պահանջարկի վրա դրա ազդեցության շուրջ անորոշությունները և այլ ռիսկեր:



Քննարկումների ընթացքում խորհրդի անդամները տարբեր տեսակետներ են հայտնել միջնաժամկետ հորիզոնում առկա ռիսկերի խելամիտ կառավարման մոտեցումների վերաբերյալ: Մարտին Գալստյանը, Արմեն Նուրբեկյանը, Հովհաննես Խաչատրյանը և Հասմիկ Ղահրամանյանը, արձանագրելով Բ տիպի սցենարների նյութականանալու ավելի մեծ հավանականությունը, կարևորել են նաև Ա տիպի սցենարներից բխող էական մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը: Նարեկ Ղազարյանը, Դավիթ Նահալապետյանը և Լևոն Սահակյանը քաղաքականության տվյալ շրջափուլում հակված են եղել հավասարակշռելու Ա և Բ տիպի ռիսկերից բխող մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը: Արդյունքում **արձանագրելով Բ տիպի սցենարների նյութականանալու ավելի մեծ հավանականությունը, սակայն կարևորելով նաև Ա տիպի սցենարներից բխող էական մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը՝ ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշել է տվյալ շրջափուլում անփոփոխ թողնել քաղաքականության տոկոսադրույքը:**

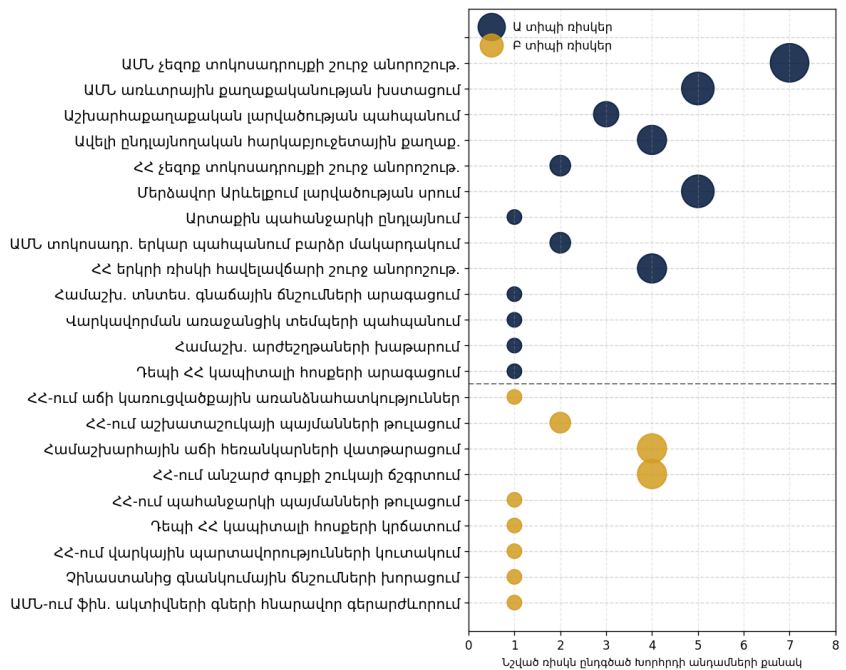
2025 թվականի հունիսի 17-ի նիստում ԿԲ խորհուրդը որոշեց անփոփոխ թողնել քաղաքականության տոկոսադրույքը՝ սահմանելով 6.75%:

Քննարկումների ընթացքում խորհուրդը դիտարկել է քաղաքականության մի շարք սցենարներ: Մի կողմից՝ խորհուրդը քննարկել է **Ա տիպի սցենարներ**՝ կապված ԱՄՆ-ում ընդհանուր գնաճային միջավայրի ընդլայնման, ինչպես նաև տոկոսադրույքների՝ երկարաժամկետում բարձր մակարդակում ձևավորման, Մերձավոր Արևելքում լարվածության սրման, ՀՀ-ում պահանջարկի պայմանների վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության ավելի ընդլայնողական ազդեցության, ՀՀ-ում

երկրի միջին հավելավճարի հնարավոր ավելացման, ինչպես նաև ռուս-ուկրաինական հակամարտության հնարավոր հանգուցալուծման և ՀՀ-ի համար դրանից ածանցվող ռիսկերի հետ: Մյուս կողմից՝ խորհուրդը քննարկել է **Բ տիպի** սցենարներ՝ կապված համաշխարհային պահանջարկի աճի հետագա դանդաղման և ապրանքահումքային շուկաներում գնանկումային միջավայրի ձևավորման, աշխատաշուկայի պայմանների հնարավոր թուլացման, ինչպես նաև անշարժ գույքի գների ճշգրտման պայմաններում ամբողջական պահանջարկի վրա ազդեցության շուրջ անորոշությունների և ռիսկերի հետ:

Գծապատկեր 2.Բ.5. Հունիսի որոշում. ՀՀ ԿԲ խորհրդի քննարկումներում դիտարկված ռիսկեր

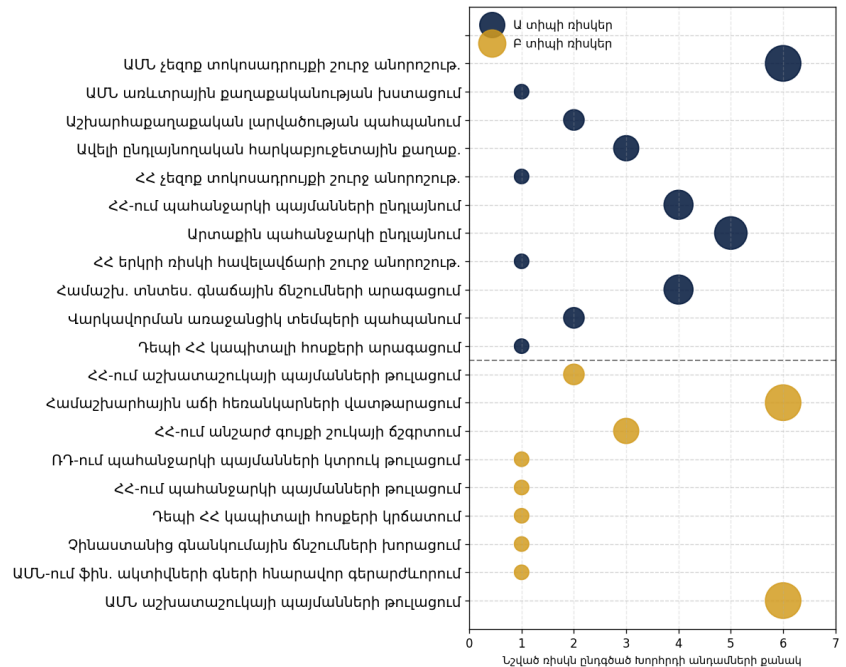
Արձանագրելով Ա տիպի ռիսկերի ավելացումը և կարևորելով դրանցից բխող մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը՝ Մարտին Գալստյանը, Արմեն Նուրբեկյանը և Նարեկ Ղազարյանը կարծում էին, որ միջնաժամկետում Նախընտրելի է շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր տոկոսադրույքների ուղին: Արտակ Մանուկյանը, մատնանշելով Ա տիպի ռիսկերի էական սրումն ու դրանք կառավարելու հրամայականը՝ անհրաժեշտ էր համարում արդեն իսկ ընթացիկ շրջափուլում բարձրացնել քաղաքականության տոկոսադրույքը: Մյուս կողմից՝ Հովհաննես Խաչատրյանը, Դավիթ Նահապետյանը և Հասմիկ Ղահրամանյանը, համաձայնելով Ա տիպի ռիսկերի ավելացման հետ, կարծում էին, որ, պահպանվող Բ տիպի ռիսկերի պայմաններում, կարիք չկա ռիսկերը կառավարել որևէ ուղղությամբ և ընթացիկ փուլում նպատակահարմար է շարժվել շուկայի սպասումներին համահունչ: Արդյունքում արձանագրելով Ա տիպի ռիսկերի ավելացումն ու կարևորելով դրանցից բխող մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը՝ ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշել է տվյալ շրջափուլում անփոփոխ թողնել քաղաքականության տոկոսադրույքը:



Գծապատկեր 2.Բ.6. Օգոստոսի որոշում. ՀՀ ԿԲ խորհրդի քննարկումներում դիտարկված ռիսկեր

2025 թվականի օգոստոսի 5-ի նիստում ԿԲ խորհուրդը որոշեց անփոփոխ թողնել քաղաքականության տոկոսադրույքը՝ սահմանելով 6.75%:

Առկա անորոշություններից բխող ռիսկերը խելամիտ կառավարելու նպատակով ՀՀ ԿԲ խորհուրդն իր քննարկումների ընթացքում դիտարկել է բազմաթիվ սցենարներ: Ա տիպի սցենարները հիմնականում կապված են եղել համաշխարհային և ներքին չեզոք տոկոսադրույքների բարձրացման ռիսկերի, համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումների հնարավոր ավելացման, արտաքին պահանջարկի հնարավոր ընդլայնման, երկրի ռիսկի հավելավճարի և տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական զարգացումների շուրջ անորոշության, տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների ձևավորման և այլ ռիսկերի հետ: Մյուս կողմից՝ Բ տիպի սցենարները հիմնականում կապված են եղել համաշխարհային տնտեսությունում աճի հեռանկարի վատթարացման և պահանջարկի պայմանների հնարավոր թուլացման, ԱՄՆ-ում և ՀՀ-ում աշխատաշուկայի պայմանների հնարավոր թուլացման և այլ ռիսկերի հետ:



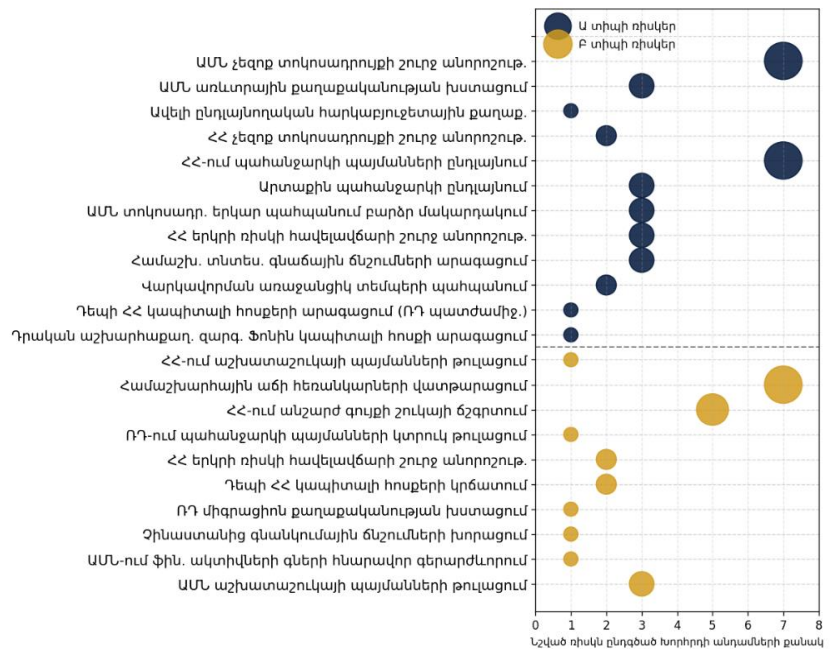
Հաշվի առնելով վերոնշյալ ռիսկերն ու անորոշությունները՝ խորհրդի անդամները համակարծիք էին Ա տիպի ռիսկերի շարունակական ավելացման հարցում: Արմեն Նուրբեկյանը, Դավիթ Նահապետյանը, Հասմիկ Ղահրամանյանը, Լևոն Սահակյանը և Նարեկ Ղազարյանը համոզված էին, որ, թեև առկա անորոշությունների պարագայում դրամավարկային քաղաքականության ընթացիկ պայմանները մտած են նպատակահարմար, միջնաժամկետում գների կայունության նպատակի ապահովումը կարող է շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ պահանջել: Արտակ Մանուկյանը նշել է, որ Ա տիպի սցենարներից բխող հնարավոր կորուստների խելամիտ կառավարումը պահանջում է տոկոսադրույքի բարձրացում արդեն իսկ այս շրջափուլում: Արդյունքում արձանագրելով Ա տիպի ռիսկերի ավելացումն ու կարևորելով դրանցից բխող մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը՝ ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշել է տվյալ շրջափուլում անփոփոխ թողնել քաղաքականության տոկոսադրույքը:

Գծապատկեր 2.Բ.7. Սեպտեմբերի որոշում. ՀՀ ԿԲ խորհրդի քննարկումներում դիտարկված ռիսկեր

2025 թվականի սեպտեմբերի 16-ի նիստում  
ԿԲ խորհուրդը որոշեց անփոփոխ թողնել  
քաղաքականության տոկոսադրույքը՝  
սահմանելով 6.75%:

Քաղաքականության քննարկումների ընթացքում  
խորհուրդը դիտարկել է բազմաթիվ սցենարներ,  
որոնք, շուկայի սպասումների համեմատությամբ,  
կարող են պահանջել քաղաքականության  
տոկոսադրույքի ավելի բարձր կամ ցածր ուղի: **Ա  
տիպի** սցենարները հիմնականում կապված էին  
համաշխարհային և ներքին չեզոք  
տոկոսադրույքների բարձրացման ռիսկերի, երկրի  
ռիսկի հավելավճարի և տարածաշրջանային  
աշխարհաքաղաքական զարգացումների շուրջ  
անորոշության, ներքին տնտեսությունում  
ավելցուկային պահանջարկի պայմանների  
ձևավորման ռիսկերի, համաշխարհային  
տնտեսությունից գնաճային ազդեցությունների  
արագացման, ՀՀ-ում երկրի ռիսկի հավելավճարի  
շուրջ անորոշությունների և այլ ռիսկերի հետ: **Բ  
տիպի սցենարների** համատեքստում խորհուրդը  
քննարկել է համաշխարհային աճի հեռանկարի վատթարացման, անշարժ գույքի գների աստիճանական նվազման պայմաններում  
տնտեսությունում ցածր պահանջարկի միջավայրի ձևավորման և խորացման, ԱՄՆ-ում աշխատաշուկայի պայմանների թուլացման հետ  
կապված ռիսկեր և անորոշություններ:

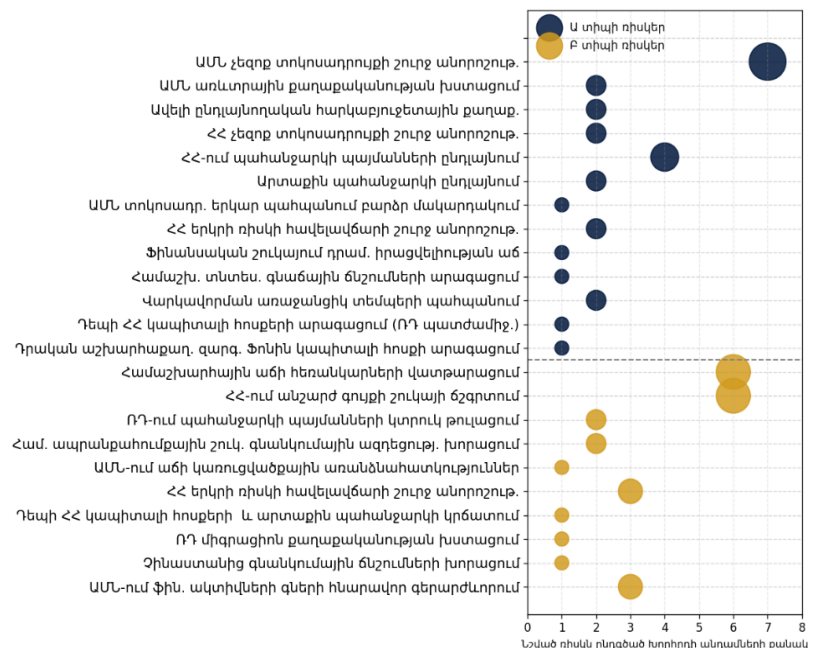
Տնտեսության զարգացման սցենարային քննարկումների արդյունքում ԿԲ խորհուրդը միակարծիք էր Ա տիպի ռիսկերի շարունակական  
գերակշռման հարցում: Այս համատեքստում խորհրդի բոլոր անդամներն արձանագրեցին, որ, թեև առկա անորոշությունների  
պայմաններում տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելը մնում է նպատակահարմար, միջնաժամկետում գների կայունության նպատակի  
ապահովումը կարող է պահանջել շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ:  
Արդյունքում կարևորելով **Ա տիպի սցենարներից բխող մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը՝ ՀՀ  
ԿԲ խորհուրդը որոշել է տվյալ շրջափուլում անփոփոխ թողնել քաղաքականության տոկոսադրույքը:**



Գծապատկեր 2.Բ.8. Նոյեմբերի որոշում. ՀՀ ԿԲ խորհրդի քննարկումներում դիտարկված ռիսկեր

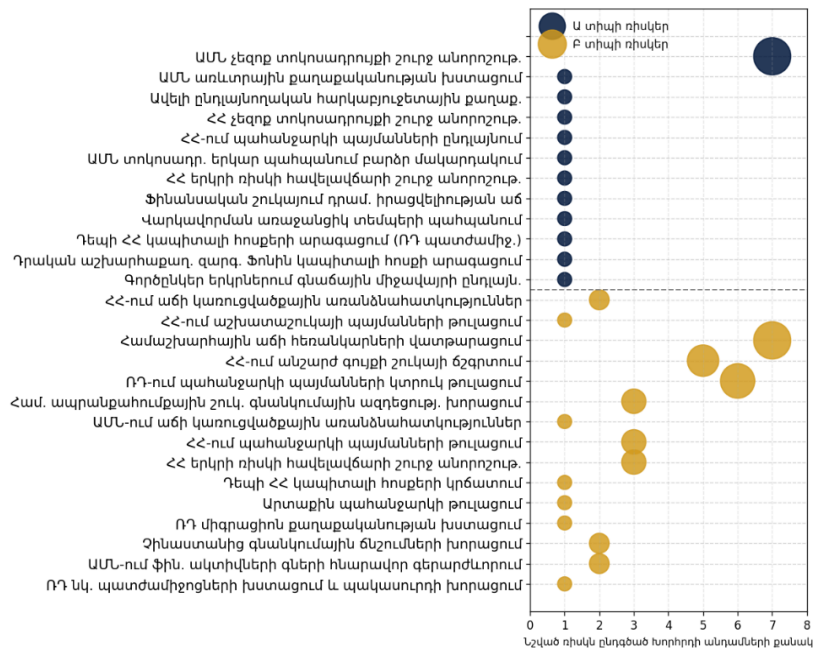
2025 թվականի նոյեմբերի 4-ի նիստում ԿԲ  
խորհուրդը որոշեց անփոփոխ թողնել  
քաղաքականության տոկոսադրույքը՝  
սահմանելով 6.75%:

Քննարկումների ընթացքում խորհուրդը դիտարկել է  
քաղաքականության մի շարք սցենարներ: Մի  
կողմից՝ խորհուրդը քննարկել է **Ա տիպի** սցենարներ՝  
հիմնականում կապված համաշխարհային և ներքին  
չեզոք տոկոսադրույքների բարձրացման ռիսկերի,  
ներքին տնտեսությունում ավելցուկային  
պահանջարկի պայմանների ձևավորման, երկրի  
ռիսկի հավելավճարի, տարածաշրջանային  
աշխարհաքաղաքական զարգացումների շուրջ  
անորոշության, ինչպես նաև ներքին  
տնտեսությունում ֆինանսական պայմանների  
թուլացման և այլ ռիսկերի հետ: Միաժամանակ,  
խորհուրդը դիտարկել է **Բ տիպի** սցենարներ՝  
կապված համաշխարհային տնտեսության աճի  
դանդաղման հեռանկարի վերաբերյալ  
անորոշությունների, անշարժ գույքի գների  
աստիճանական ճգնաժամի պայմաններում  
տնտեսությունում թույլ պահանջարկի միջավայրի  
ձևավորման ու խորացման, ՌԴ-ում տնտեսական հեռանկարի վատթարացման և պահանջարկի պայմանների կտրուկ թուլացման, ԱՄՆ-  
ում ֆինանսական ակտիվների գների հնարավոր գերաժեղման, ինչպես նաև ապրանքահումքային շուկաներում գնանկումային  
ազդեցությունների ձևավորման ռիսկերի հետ:



**Գծապատկեր 2.Բ.9. Դեկտեմբերի որոշում. ՀՀ ԿԲ խորհրդի քննարկումներում դիտարկված ռիսկեր**

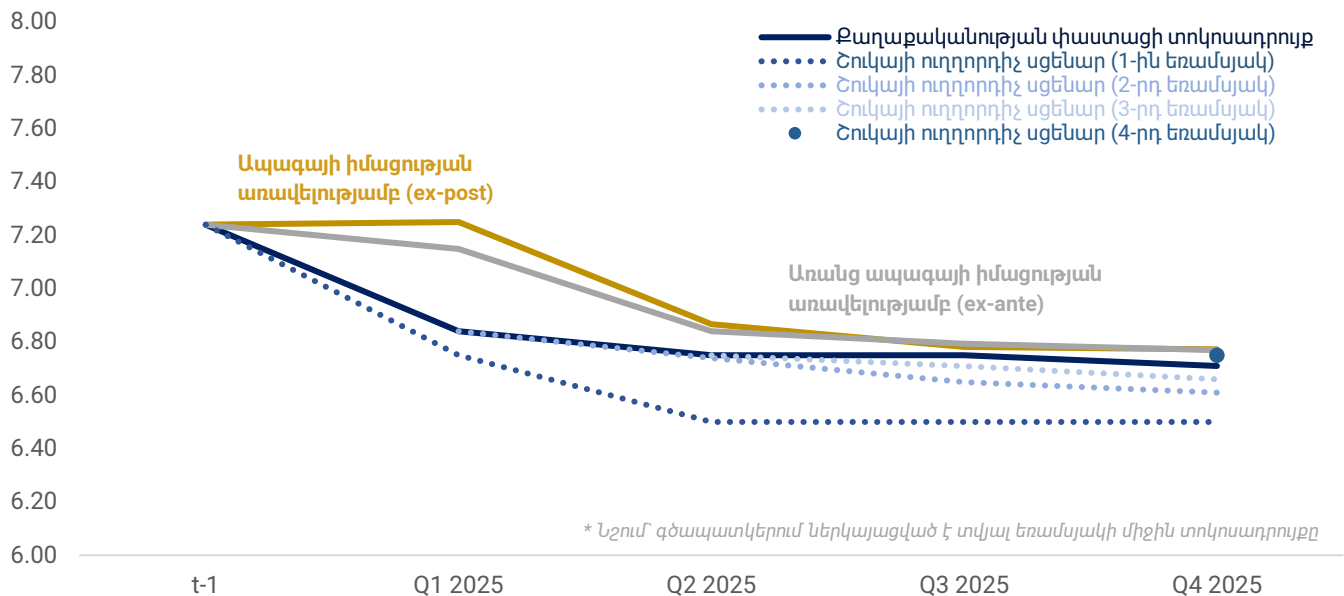
TABLE 1. *Continued*



Խորհուրդը մտահոգություններ է հայտնել նաև մի շարք Բ տիպի ռիսկերի վերաբերյալ՝ հիմնականում կապված համաշխարհային տնտեսության հեռանկարի վատթարացման, ՀՀ-ում անշարժ գույքի շուկայի ճգնաժամային աղակալման, արտաքին պահանջարկի թուլացման, ԱՄՆ-ում ակտիվների գների հնարավոր գերաժևորման, ՀՀ-ում տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունների և պահանջարկի պայմանների հնարավոր թուլացման և այլ ռիսկերի հետ: Տարվա ընթացքում որոշ Ա տիպի ռիսկերի մեղմմանը զուգահեռ նկատվել է որոշ Բ տիպի ռիսկերի վերաբերյալ աճող մտահոգություն՝ հատկապես կապված համաշխարհային տնտեսությունում պահանջարկի և աճի հեռանկարի վատթարացման, համաշխարհային տնտեսությունից գնանկումային ազդեցությունների փոխանցման, ՌԴ տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների կտրուկ թուլացման հետ: Արդյունքում տարեվերջին, կարևորելով Ա, Ա՝ Բ տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը, Խորհուրդը որոշել է իջեցնել քաղաքականության տոկոսադրույքը 0.25 տոկոսային կետով:

Ռիսկերի խելամիտ կառավարման վրա հիմնված որոշումների կայացման վերաբերյալ առավել լավ պատկերացում կազմելու նպատակով գծապատկեր 2.Բ.10-ում ներկայացվում է 2025 թ. ընթացքում քաղաքականության տոկոսադրույքի փաստացի ուղեգծի համեմատությունը քաղաքականության պարզ կանոնին (Taylor rule type) հետևող ուղեգծի հետ: Պարզ կանոնին հետևող ուղեգծի կառուցման համար կիրառվել է երկու մոտեցում՝ ապագայի իմացության առավելությամբ (with the benefit of hindsight կամ ex-post) և առանց ապագայի իմացության առավելությամբ (ex-ante): Ex-post մոտեցումը ցույց է տալիս, թե ինչ ուղեգծի կընտրվեր, եթե քաղաքականության որոշումները կայացվեին տնտեսության զարգացումների վերաբերյալ տեղեկատվության կատարյալ կանխատեսման պարագայում, իսկ ex-ante մոտեցումը ներկայացնում է այն ուղեգիծը, որը կընտրվեր իրական ժամանակում օգտագործելով միայն այն տեղեկատվությունը, որը տրամաբանական և մատչելի էր որոշումների ընդունման պահին: Քաղաքականության պարզ կանոնի հավասարումն ընտրված է Ա. Մկրտչյանի և Ա. Ստեփանյանի (2006 թ.) վերլուծական աշխատանքից<sup>2</sup>: Հարկ է նշել, որ պարզ կանոնը չի ենթադրում քաղաքականության օպտիմալ կամ ավելի ճշգրիտ ուղեգիծ: Սույն վերլուծության հիմնական նպատակը ռիսկերի կառավարման մոտեցման ներքո որոշումների կայացման տրամաբանության նկարագիրն է, որտեղ համեմատության համար օգտագործվել է պարզ կանոնով ենթադրվող ուղեգիծը:

Գծապատկեր 2.Բ.10. Քաղաքականության տոկոսադրույքի փաստացի ուղեգծի համեմատությունը քաղաքականության պարզ կանոնով (Taylor rule type) ենթադրվող ուղեգծի հետ\*



\* Նշում՝ գծապատկերում ներկայացված է տվյալ եռամսյակի միջին տոկոսադրույքը

<sup>2</sup> Կիրառվել է վերլուծական աշխատանքում ներկայացված Թեյլորի կանոնը՝ օգտագործելով տոկոսադրույքի հարթեցումը դրամավարկային քաղաքականության որոշումների ընդունման օրերին: Վերջինիս տնտեսագիտական ենթադրությունն այն է, որ յուրաքանչյուր որոշման պահին Խորհուրդը ունի թողարկված «ցանկալի» քաղաքականության տոկոսադրույք՝ պայմանավորված չեզոք անվանական տոկոսադրույքով, գնաճային միջավայրով և ՀՆԱ ճեղքով, սակայն Խորհուրդը փաստացի քաղաքականության տոկոսադրույքը նախորդ որոշումից հետո փոփոխում է միայն աստիճանաբար:

$$\text{Վերլուծական աշխատանքում ներկայացված հարթեցված Թեյլորի կանոնում } i_t = m_1 i_{t-1} + (1 - m_1)(i_t^{\text{eq}} + m_2 X_t^{\pi} + m_3 Y_{gt}),$$

նախորդ որոշման տոկոսադրույքը՝  $i_{t-1}$ , հանելով հավասարման երկու կողմից՝ ստանում ենք քաղաքականության տոկոսադրույքի փոփոխության միջոցով արտահայտված կանոնը՝  $\Delta i_t = i_t - i_{t-1}$ :

Արդյունքում ստացվում է «շեղման ճշգրտման» նկարագրում, որտեղ քաղաքականության տոկոսադրույքի փոփոխությունը համեմատական է նախորդ որոշմամբ սահմանված տոկոսադրույքի և հիմնարար գործոններով պայմանավորված ցանկալի տոկոսադրույքի միջև եղած ճեղքին՝  $\Delta i_t = (1 - m_1)(i_t^{\text{eq}} + m_2 X_t^{\pi} + m_3 Y_{gt} - i_{t-1})$ :

Այնուհետև գնահատվել է տվյալ հավասարման ընդլայնված, նվազեցված (reduced-form) տարբերակը՝ կիրառելով փոքրագույն քառակուսիների մեթոդը (OLS)՝ անհրաժեշտության դեպքում ներառելով գնաճի թիրախավորման ժամանակահատվածի համար նախատեսված կեղծ փոփոխականներ (dummy variables) և փոխազդեցության անդամներ: Գնահատման ընթացքում օգտագործվել են HAC / Newey–West ստանդարտ շեղումները՝ որոշումների օրերի միջև շարքերի փոխկապակցվածությունը և հետերոսկեդաստիկությունը հաշվի առնելու նպատակով: Ամփոփելով՝ ստացվում են հոդվածում ներկայացված կառուցվածքային պարամետրերը՝ գնահատված գործակիցներից. ճշգրտման արագությունը սահմանվում է որպես  $\lambda = 1 - m_1$  (որտեղ  $m_1$ -ը արտացոլում է աստիճանականությունը՝ հաստատունությունը), իսկ  $m_2$  և  $m_3$ -ը չափում են «ցանկալի» (բացառապես ապագային միտված) քաղաքականության տոկոսադրույքի արձագանքը՝ համապատասխանաբար գնաճային ճնշումներին և ՀՆԱ ճեղքին:

Ներկայացված վերլուծության արդյունքներով 2025 թ. առաջին կիսամյակի ընթացքում քաղաքականության տոկոսադրույքը հետևել է որոշակիորեն ավելի ցածր ուղեգծի, քան ենթադրվում էր քաղաքականության պարզ կանոնով: Քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգծերի միջև տարբերությունն արտացոլում է պարզ կանոնի և ռիսկերի կառավարման վրա հիմնված քաղաքականության մոտեցումների տարբերությունը: Այսպես՝ 2024 թ. վերջից նկատվել է գնաճի որոշակի արագացում, ինչը մեծապես պայմանավորված է եղել արտածին առաջարկի գործոններով: Տնտեսությունում գնաճային միջավայրի որոշակի ընդլայնման պայմաններում քաղաքականության պարզ կանոնը ենթադրել է քաղաքականության տոկոսադրույքի պահպանում ավելի բարձր մակարդակում գնաճի հետագա արագացումը կանխելու նպատակով: Ի հակադրումն թեև այս գործոնը մեծ դեր է ունեցել խորհրդի քննարկումներում (տե՛ս սույն բաժնի առաջին հատվածը), խորհրդի որոշումները հիմնված են եղել շատ ավելի համապարփակ Ա և Բ տիպի ռիսկերի և անորոշությունների կառավարման անհրաժեշտության վրա: Արդյունքում քաղաքականության տոկոսադրույքի 0.25 տոկոսային կետով իջեցման և հաջորդ շրջափուլում տոկոսադրույքն անփոփոխ պահելու որոշումը լավագույնս է հավասարակշռել առկա ռիսկերի և դրանցից բխող մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը: Տարվա երկրորդ կիսամյակում առաջարկի գործոնների աստիճանական թուլացմանը զուգահեռ, համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ազդեցությունները մեղմվել են, իսկ տարեվերջին՝ աստիճանաբար չեզոքացել: Նման զարգացումների պարագայում քաղաքականության պարզ կանոնը ենթադրել է տոկոսադրույքների իջեցում և կայունացում քաղաքականության տոկոսադրույքի փաստացի ցուցանիշի շուրջ: Կարևոր է նաև նշել, որ պարզ կանոնը չի պարունակում ապագային միտված դատողություններ: Հետևաբար՝ այն չի կարող արտացոլել այնպիսի միջնաժամկետ ռիսկեր ու սցենարներ, որոնք տարվա երկրորդ կեսի ընթացքում խորհուրդը փորձում էր կառավարել որոշում կայացնելիս, օրինակ՝ ԱՄՆ-ում և ՀՀ-ում երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքի հիմնարարների շուրջ անորոշությունը: Այս տեսանկյունից, արձանագրելով Ա տիպի ռիսկերի ավելացումն ու կարևորելով դրանցից բխող մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը, խորհուրդը հունիս-նոյեմբեր ժամանակահատվածում որոշել է անփոփոխ թողնել քաղաքականության տոկոսադրույքը, ինչը ենթադրել է շուկայի սպասումների համեմատությամբ որոշակիորեն ավելի բարձր ուղեգիծ: Այդուհանդերձ, տարեվերջին, Ա տիպի ռիսկերի մեղմմանը զուգահեռ, նկատվել է Բ տիպի ռիսկերի որոշակի ավելացում, այդ թվում՝ արտաքին պահանջարկի կտրուկ թուլացման, համաշխարհային պահանջարկի և աճի հեռանկարի վատթարացման և այլ ռիսկեր: Արդյունքում քաղաքականության տոկոսադրույքի իջեցումը հավասարակշռել է Ա և Բ տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը: Ամփոփելով՝ տարվա ընթացքում փաստացի տոկոսադրույքի ուղեգիծն աստիճանաբար ավելի մոտ է ձևավորվել պարզ կանոնի ուղեգծին:

## Գ. Որոշումների կայացման գործընթաց

Որոշում են խորհրդի անդամների անհատական որոշման հիմքում ընկած ռիսկերն ու անորոշությունները: Ինչպե՞ս է խորհրդի անդամների անհատական տեսակետը և ռիսկերի հաշվեկշռի վերաբերյալ գնահատականը փոփոխվել տարվա ընթացքում:

2024 թ. սկզբից Կենտրոնական բանկը ներդրել է դրամավարկային քաղաքականության ռիսկերի խելամիտ կառավարման հայեցակարգի ներքո հաղորդակցման և թափանցիկության հիմնակարգի առանցքային տարրերը: Դրանք ամփոփված են Կենտրոնական բանկի կողմից դրամավարկային քաղաքականության յուրաքանչյուր որոշմանը զուգահեռ հրապարակվող «Թափանցիկության զեկույց» փաստաթղթում: Վերջինս ներառում է հետևյալ բաղադրիչները՝

- քաղաքականության քննարկումների անվանական արձանագրությունը, որը ընթերցողին հնարավորություն է տալիս ծանոթանալու յուրաքանչյուր որոշման հիմքում ընկած քննարկումների բովանդակությանը,
- քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ քվեարկության անվանական արդյունքները,
- խորհրդի յուրաքանչյուր անդամի որոշման հիմնավորումը, որը ներառում է խորհրդի յուրաքանչյուր անդամի որոշման հիմքում ընկած հիմնական ռիսկերի և անորոշությունների ամփոփ նկարագիրը: Սա հանրությանը հնարավորություն է տալիս ավելի լավ պատկերացում կազմելու խորհրդի յուրաքանչյուր անդամի անհատական տեսակետի, որոշման հիմքում ընկած ռիսկերի և մտահոգությունների, ինչպես նաև ռիսկերի հաշվեկշռի գնահատականի վերաբերյալ: Ավելին՝ որոշման հիմնավորման ներդրումը հնարավորություն է տալիս նպաստելու խորհրդի անդամների անհատական հաշվետվողականության բարձրացմանը:

Սույն բաժինը ներկայացնում է տարվա ընթացքում խորհրդի անդամների անհատական տեսակետի և ռիսկերի հաշվեկշռի վերաբերյալ նրանց գնահատականի փոփոխությունը: Ամենակարևորը՝ այս բաժինը կենտրոնանում է այն հանգամանքի վրա, թե խորհրդի յուրաքանչյուր անդամ որոշում կայացնելիս ի՞նչ հիմնական փոխզիջումների է գնացել: Թվարկված հարցերին պատասխանելու նպատակով սույն բաժինը խորհրդի յուրաքանչյուր անդամի համար ներկայացնում է տարեկան ամփոփ աղյուսակ, որտեղ յուրաքանչյուր որոշման համար թվարկվում են այն հիմնական ռիսկերն ու անորոշությունները, որոնք խորհրդի յուրաքանչյուր անդամ Նշել է (անհատական որոշման հիմնավորման փաստաթղթում) որպես առավել հրատապ և իր որոշման կայացման գործընթացում կարևոր դեր խաղացող:

### 2025 թվականի ընթացքում քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ խորհրդի անդամների քվեարկության ամփոփում

Աղյուսակ 2.Գ.1. 2025 թ. դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացման օրացույց

| Որոշում | 1                   | 2                 | 3                 | 4                   | 5                   | 6                      | 7                    | 8                      |
|---------|---------------------|-------------------|-------------------|---------------------|---------------------|------------------------|----------------------|------------------------|
| Ամսաթիվ | 4 փետրվարի, 2025 թ. | 18 մարտի, 2025 թ. | 6 մայիսի, 2025 թ. | 17 հունիսի, 2025 թ. | 5 օգոստոսի, 2025 թ. | 16 սեպտեմբերի, 2025 թ. | 4 նոյեմբերի, 2025 թ. | 16 դեկտեմբերի, 2025 թ. |

### Աղյուսակ 2.Գ.2. Քվեարկության անվանական արդյունքների ամփոփում\*

| Որոշում             | 1           | 2       | 3       | 4           | 5           | 6       | 7       | 8           |
|---------------------|-------------|---------|---------|-------------|-------------|---------|---------|-------------|
| Մարտին Գալստյան     | ↓ 0.25 տ.կ. | անփոփոխ | անփոփոխ | անփոփոխ     |             | անփոփոխ | անփոփոխ | ↓ 0.25 տ.կ. |
| Արմեն Նուբեկյան     | ↓ 0.25 տ.կ. | անփոփոխ | անփոփոխ | անփոփոխ     | անփոփոխ     | անփոփոխ | անփոփոխ |             |
| Յովհաննես Խաչատրյան |             | անփոփոխ | անփոփոխ | անփոփոխ     |             | անփոփոխ | անփոփոխ | անփոփոխ     |
| Հասմիկ Ղահրամանյան  | անփոփոխ     | անփոփոխ | անփոփոխ | անփոփոխ     | անփոփոխ     |         | -       | -           |
| Դավիթ Նահապետյան    | ↓ 0.25 տ.կ. | անփոփոխ | անփոփոխ | անփոփոխ     | անփոփոխ     | անփոփոխ |         | ↓ 0.25 տ.կ. |
| Արտակ Մանուկյան     | ↓ 0.25 տ.կ. | անփոփոխ |         | ↑ 0.25 տ.կ. | ↑ 0.25 տ.կ. | անփոփոխ | անփոփոխ | ↓ 0.25 տ.կ. |
| Լևոն Սահակյան       | անփոփոխ     | անփոփոխ | անփոփոխ |             | անփոփոխ     | անփոփոխ | անփոփոխ | անփոփոխ     |
| Նարեկ Ղազարյան      | ↓ 0.25 տ.կ. | անփոփոխ | անփոփոխ | անփոփոխ     | անփոփոխ     | անփոփոխ | անփոփոխ | անփոփոխ     |
| Արմեն Զթոյան        | -           | -       | -       | -           | -           | -       | անփոփոխ | ↓ 0.25 տ.կ. |
| Խորհրդի որոշում     | ↓ 0.25 տ.կ. | անփոփոխ | անփոփոխ | անփոփոխ     | անփոփոխ     | անփոփոխ | անփոփոխ | ↓ 0.25 տ.կ. |

\* Մոխրագույն վանդակները նշանակում են, որ խորհրդի անդամը ներկա չի գտնվել քվեարկությանը:

↓ խորհրդի անդամը քվեարկել է քաղաքականության տոկոսադրույքի իջեցման օգտին:

↑ խորհրդի անդամը քվեարկել է քաղաքականության տոկոսադրույքի բարձրացման օգտին:

## Կենտրոնական բանկի Նախագահ Մարտին Գալստյան

Տարեկազմին Մարտին Գալստյանի որոշումները բնութագրվել են վերևի և ներքևի ուղղությամբ ռիսկերի կառավարման հավասարակշռված մոտեցմամբ: Այսպես՝ Ա տիպի ռիսկերի համատեքստում հիմնական մտահոգությունները կապված են եղել ԱՄՆ առևտրային քաղաքականության խստացման, ինչպես նաև ԱՄՆ-ում պետական պարտքի կայունության և չեզոք տոկոսադրույքի հնարավոր վերագնահատման հետ: Միաժամանակ, համաշխարհային և տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական զարգացումների, ինչպես նաև ՀՀ-ում հարկաբյուջետային քաղաքականության՝ պահանջարկի վրա ազդեցության ուղղության և չափի շուրջ անորոշությունները Ա տիպի հիմնական մտահոգությունների աղբյուր են հանդիսացել: Մյուս կողմից՝ Բ տիպի ռիսկերը կապված են եղել ՀՀ-ում տնտեսական աճի և պահանջարկի պայմանների հնարավոր թուլացման հետ: 2025 թ. մայիսի որոշումն ընդունելիս Մարտին Գալստյանն արձանագրել է, որ, չնայած համաշխարհային և ներքին տնտեսական հեռանկարի հնարավոր թուլացումից բխող Բ տիպի սցենարների նյութականանալու հավանականությունն ավելի մեծ է, այդուհանդերձ, կարևոր է նաև Ա տիպի սցենարներից բխող էական մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը: Հետագա որոշումների ընթացքում Մարտին Գալստյանը, արձանագրելով Ա տիպի ռիսկերի ավելացումը, առավելապես շեշտադրել է Ա տիպի սցենարներից բխող հնարավոր կորուստները նվազագույնի հասցնելու անհրաժեշտությունը: Հիմնական Ա տիպի ռիսկերը կապված էին ԱՄՆ-ում և զարգացող երկրներում չեզոք տոկոսադրույքի հնարավոր վերագնահատման, ինչպես նաև ՀՀ-ում արտաքին և ներքին պահանջարկի պայմանների ընդլայնման հետ: Տարեկազմին, գնահատելով Բ տիպի ռիսկերի աճող կարևորությունը, ինչպես նաև Նախկինում քննարկված Ա տիպի ռիսկերի պահպանումը՝ Մարտին Գալստյանի որոշումն արտացոլել է վերևի և ներքևի ուղղությամբ ռիսկերի հավասարակշիռ կառավարման անհրաժեշտությունը:

### Աղյուսակ 2.9.3. Որոշումների հիմքում ընկած ռիսկերի և անորոշության աղբյուրների ամփոփում

| Որոշում                                                                                                             | 1           | 2       | 3       | 4       | 5* | 6       | 7       | 8           |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|---------|---------|---------|----|---------|---------|-------------|
| <b>Ա տիպի ռիսկեր</b>                                                                                                |             |         |         |         |    |         |         |             |
| ԱՄՆ-ում չեզոք տոկոսադրույքի աճ պայմանավորված պետական պարտքի հնարավոր ավելացմամբ                                     |             |         |         |         |    |         |         |             |
| ԱՄՆ-ում առևտրային քաղաքականության խստացում                                                                          |             |         |         |         |    |         |         |             |
| Համաշխ. և տարած. աշխարհա-քաղաքական լարվածություն                                                                    |             |         |         |         |    |         |         |             |
| Ավելի ընդլայնողական հարկաբյուջետային քաղ.                                                                           |             |         |         |         |    |         |         |             |
| ՀՀ-ում չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշություն                                                                      |             |         |         |         |    |         |         |             |
| Մերձավոր Արևելքում լարվածության սրում                                                                               |             |         |         |         |    |         |         |             |
| ՀՀ-ում բարձր պահանջարկի պայմաններ                                                                                   |             |         |         |         |    |         |         |             |
| Բարձր արտաքին պահանջարկ                                                                                             |             |         |         |         |    |         |         |             |
| <b>Բ տիպի ռիսկեր</b>                                                                                                |             |         |         |         |    |         |         |             |
| ՀՀ-ում տնտ. աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունների համատեքստում աճի կայունության և հեռանկարի շուրջ անորոշություն |             |         |         |         |    |         |         |             |
| ՀՀ-ում աշխատաշուկայի պայմանների հնարավոր թուլացում                                                                  |             |         |         |         |    |         |         |             |
| Համաշխարհային տնտեսության աճի հեռանկարի վատթարացում                                                                 |             |         |         |         |    |         |         |             |
| Անշարժ գույքի շուկայի աստիճանական ճգնաժամ                                                                           |             |         |         |         |    |         |         |             |
| ՌԴ-ում տնտեսական հեռանկարի վատթարացում և արտաքին պահանջարկի թուլացում                                               |             |         |         |         |    |         |         |             |
| <b>Քվեարկություն</b>                                                                                                | ↓ 0.25 տ.կ. | Անփոփոխ | Անփոփոխ | Անփոփոխ | -  | Անփոփոխ | Անփոփոխ | ↓ 0.25 տ.կ. |

\*խորհրդի անդամը ներկա չի գտնվել քաղաքականության տոկոսադրույքի որոշման նիստում:

## Կենտրոնական բանկի նախագահի տեղակալ Արմեն Նուրբեկյան

2025 թ. սկզբին Արմեն Նուրբեկյանի որոշումները բնութագրվել են վերևի և ներքևի ուղղությամբ ռիսկերի կառավարման հավասարակշռված մոտեցմամբ: Այս առումով, Արմեն Նուրբեկյանի գնահատմամբ համաշխարհային և ներքին կառուցվածքային գործոնները մեծ մասամբ պարունակել են Ա տիպի ռիսկեր, մինչդեռ պարբերաշրջանային գործոնները՝ Բ տիպի ռիսկեր են: Արտաքին հատվածից հիմնական Ա տիպի ռիսկերը կապված են եղել ԱՄՆ-ում պետական պարտքի հնարավոր ավելացման պայմաններում չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշությունների, ԱՄՆ-ում առևտրային քաղաքականության խստացման, ինչպես նաև համաշխարհային և տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական լարվածության պահպանման պայմաններում ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի և, հետևաբար, չեզոք տոկոսադրույքի վրա ազդեցությունների հետ: Ներքին տնտեսությունում հիմնական Ա տիպի անորոշությունները կապված են եղել պահանջարկի պայմանների վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության հնարավոր ավելի ընդլայնողական ազդեցության, ինչպես նաև պետական պարտքի հնարավոր աճով պայմանավորված՝ ռիսկի հավելավճարի բարձրացման հետ: Մյուս կողմից՝ Բ տիպի ռիսկերը հիմնականում կապված են եղել համաշխարհային տնտեսությունում և ՀՀ-ում թույլ պահանջարկի պայմանների ձևավորման հետ: 2025 թ. մայիսին արձանագրելով Բ տիպի սցենարների Նյութականանալու ավելի մեծ հավանականությունը՝ Արմեն Նուրբեկյանը կարևորեց նաև Ա տիպի սցենարներից բխող էական մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը: Այդուհանդերձ, 2025 թ. 2-րդ կիսամյակում Արմեն Նուրբեկյանի որոշումներն արտացոլել են բացառապես վերոնշյալ Ա տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը:

### Աղյուսակ 2.9.4. Որոշումների հիմքում ընկած ռիսկերի և անորոշության աղբյուրների ամփոփում

| Որոշում                                                                          | 1           | 2       | 3       | 4       | 5       | 6       | 7       | 8* |
|----------------------------------------------------------------------------------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|----|
| <b>Ա տիպի ռիսկեր</b>                                                             |             |         |         |         |         |         |         |    |
| ԱՄՆ-ում չեզոք տոկոսադրույքի աճ՝ պայմանավորված պետական պարտքի հնարավոր ավելացմամբ |             |         |         |         |         |         |         |    |
| ԱՄՆ-ում գնաճի երկար պահպանում բարձր մակարդակում                                  |             |         |         |         |         |         |         |    |
| ԱՄՆ-ում առևտրային քաղաքականության խստացում                                       |             |         |         |         |         |         |         |    |
| Համաշխ. և տարած. աշխարհաքաղաքական լարվածություն                                  |             |         |         |         |         |         |         |    |
| ՀՀ-ում չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշություն                                   |             |         |         |         |         |         |         |    |
| ՀՀ-ում ռիսկի հավելավճարի կայուն մակարդակի շուրջ անորոշություն                    |             |         |         |         |         |         |         |    |
| ՀՀ-ում բարձր պահանջարկի պայմաններ                                                |             |         |         |         |         |         |         |    |
| Ավելի ընդլայնողական հարկաբյուջետային քաղ.                                        |             |         |         |         |         |         |         |    |
| Բարձր արտաքին պահանջարկ                                                          |             |         |         |         |         |         |         |    |
| <b>Բ տիպի ռիսկեր</b>                                                             |             |         |         |         |         |         |         |    |
| Համաշխարհային տնտեսության աճի հեռանկարի վատթարացում                              |             |         |         |         |         |         |         |    |
| Աշխատաշուկայի պայմանների թուլացում                                               |             |         |         |         |         |         |         |    |
| Անշարժ գույքի շուկայի աստիճանական թուլացում                                      |             |         |         |         |         |         |         |    |
| Ապրանքահումքային շուկաներում գնանկումային ռիսկեր                                 |             |         |         |         |         |         |         |    |
| <b>Քվեարկություն</b>                                                             | ↓ 0.25 տ.կ. | Անփոփոխ | Անփոփոխ | Անփոփոխ | Անփոփոխ | Անփոփոխ | Անփոփոխ | -  |

\*Խորհրդի անդամը ներկա չի գտնվել քաղաքականության տոկոսադրույքի որոշման նիստում:

## Կենտրոնական բանկի նախագահի տեղակալ Յովհաննես Խաչատրյան

2025 թ. սկզբին Յովհաննես Խաչատրյանի գնահատմամբ Բ տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը գերակշռել է: Բ տիպի հիմնական մտահոգությունները վերաբերել են համաշխարհային և ներքին պահանջարկի հեռանկարի վատթարացմանը: Հաջորդ երկու որոշումների ընթացքում, շարունակելով գնահատել Բ տիպի ռիսկերի նյութականացման ավելի բարձր հավանականությունը, Յովհաննես Խաչատրյանը կարևորել է նաև Ա տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը: Ա տիպի հիմնական ռիսկերը կապված են եղել ԱՄՆ տնտեսական քաղաքականության, ԱՄՆ-ում պետական պարտքի կայունության և չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշությունների, ինչպես նաև աշխարհաքաղաքական տարբեր սցենարներից բխող ռիսկի հավելավճարների (ներառյալ՝ ՀՀ) հնարավոր վերագնահատման հետ: ԱՄՆ առևտրային քաղաքականության շուրջ անորոշությունների նվազման և ՀՀ տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների ընդլայնման ռիսկերի ավելացմանը զուգահեռ, 2025 թ. սեպտեմբերի որոշումն ընդունելիս Յովհաննես Խաչատրյանը կարևորել է Ա տիպի ռիսկերից բխող մակրոտնտեսական հետևանքների կառավարման անհրաժեշտությունը: Տարեվերջի որոշումներն արտացոլել են երկու ուղղություններով ռիսկերը հավասարակշռելու անհրաժեշտությունը: Հիմնական Ա տիպի ռիսկերը կապված են եղել ԱՄՆ-ում չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշությունների և ՀՀ-ում ֆինանսական պայմանների հնարավոր թուլացման հետ, մինչդեռ Բ տիպի ռիսկերն արտացոլել են համաշխարհային պահանջարկի թուլացման, ՀՀ-ում երկրի ռիսկի հավելավճարի երկարաժամկետ կայուն մակարդակի շուրջ անորոշության, ՀՀ-ում տնտեսական աճի կառուցվածքային բնութագրերի վերաբերյալ աճող մտահոգությունները:

### Աղյուսակ 2.9.5. Որոշումների հիմքում ընկած ռիսկերի և անորոշության աղբյուրների ամփոփում

| Որոշում                                                                                                        | 1* | 2       | 3       | 4       | 5* | 6       | 7       | 8       |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|---------|---------|---------|----|---------|---------|---------|
| <b>Ա տիպի ռիսկեր</b>                                                                                           |    |         |         |         |    |         |         |         |
| ԱՄՆ-ում չեզոք տոկոսադրույքի աճ պայմանավորված պետական պարտքի հնարավոր ավելացմամբ                                |    |         |         |         |    |         |         |         |
| ԱՄՆ-ում առևտրային քաղաքականության խստացում                                                                     |    |         |         |         |    |         |         |         |
| ՀՀ-ում ռիսկի հավելավճարի շուրջ անորոշություն                                                                   |    |         |         |         |    |         |         |         |
| ՀՀ-ում համախառն պահանջարկի պայմանների ընդլայնում                                                               |    |         |         |         |    |         |         |         |
| Ֆինանսական շուկայում իրացվելիության աճը կարող է նպաստել ֆինանս. պայմանների թուլացմանը և պահանջարկի ուժգնացմանը |    |         |         |         |    |         |         |         |
| <b>Բ տիպի ռիսկեր</b>                                                                                           |    |         |         |         |    |         |         |         |
| Համաշխարհային տնտեսության աճի հեռանկարի վատթարացում                                                            |    |         |         |         |    |         |         |         |
| ԱՄՆ-ում տնտեսական աճի կենտրոնացվածությունը ռիսկեր է պարունակում աճի հեռանկարի և պահանջարկի պայմանների վերաբ.   |    |         |         |         |    |         |         |         |
| Շինարարության և անշարժ գույքի շուկայի դեպի ներքև ճգնաժամ                                                       |    |         |         |         |    |         |         |         |
| ՀՀ-ում թույլ ներքին պահանջարկի պայմաններ                                                                       |    |         |         |         |    |         |         |         |
| ՀՀ-ում ռիսկի հավելավճարի շուրջ անորոշություն                                                                   |    |         |         |         |    |         |         |         |
| ՀՀ-ում աճի կառուցվածքային առանձնահատկություններ և ոչ ներառական բնույթ                                          |    |         |         |         |    |         |         |         |
| <b>Զվեարկություն</b>                                                                                           | -  | Անփոփոխ | Անփոփոխ | Անփոփոխ | -  | Անփոփոխ | Անփոփոխ | Անփոփոխ |

\*Խորհրդի անդամը ներկա չի գտնվել քաղաքականության տոկոսադրույքի որոշման նիստում:

## Կենտրոնական բանկի խորհրդի անդամ Հասմիկ Ղահրամանյան

Տարեսկզբին Հասմիկ Ղահրամանյանի որոշման հիմքում ընկած է եղել Ա տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը: Այս համատեքստում հիմնական Ա տիպի մտահոգությունները կապված են եղել աշխատաշուկայից ածանցվող գնաճային ճնշումների հնարավոր ընդլայնման, ՀՀ-ում հարկաբյուջետային քաղաքականության ավելի ընդլայնող դիրքի ձևավորման, ինչպես նաև ՀՀ-ում երկրի ռիսկի հավելավճարի և չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշությունների հետ, մինչդեռ որպես Բ տիպի հիմնական սցենար դիտարկվել են ներքին տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների հնարավոր դանդաղման վերաբերյալ ռիսկերը: Հաջորդ որոշման ընթացքում, Հասմիկ Ղահրամանյանի գնահատմամբ, Ա և Բ տիպի ռիսկերի կառավարումը պահանջել է առավել հավասարակշռված մոտեցման կիրառման անհրաժեշտություն: Այս առումով, հիմնական Ա տիպի անորոշություններին ավելացել են ԱՄՆ Նոր վարչակազմի կողմից առևտրային քաղաքականության խստացման հետ կապված ռիսկերը, մինչդեռ Բ տիպի հիմնական անորոշությունը կապված է եղել ռուս-ուկրաինական հակամարտության հնարավոր հանգուցալուծման հետևանքով ՀՀ-ում համախառն պահանջարկի և գնաճային միջավայրի թուլացման ռիսկերի հետ: Մայիսի որոշումն ընդունելիս, արձանագրելով Բ տիպի ռիսկերի գերակշռումը, Հասմիկ Ղահրամանյանը կարևորել է նաև Ա տիպի ռիսկերի խելամիտ կառավարման անհրաժեշտությունը: Հունիսին համաշխարհային աշխարհաքաղաքական լարվածության սրման և ԱՄՆ-ում պետական պարտքի կայունության վերաբերյալ մտահոգությունների պայմաններում Հասմիկ Ղահրամանյանն արձանագրել է Ա տիպի ռիսկերի ավելացում: Օգոստոսի որոշմանը, կարևորելով մի կողմից՝ համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումների հնարավոր ընդլայնման և, մյուս կողմից՝ ՀՀ-ում պահանջարկի պայմանների թուլացման ռիսկերը, Հասմիկ Ղահրամանյանի գնահատմամբ, Ա և Բ տիպի ռիսկերի խելամիտ կառավարումը պահանջում է հավասարակշռված մոտեցում:

### Աղյուսակ 2.9.6. Որոշումների հիմքում ընկած ռիսկերի և անորոշության աղբյուրների ամփոփում

| Որոշում                                                                                                                           | 1              | 2              | 3              | 4              | 5              | 6* | 7** | 8** |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----|-----|-----|
| <b>Ա տիպի ռիսկեր</b>                                                                                                              |                |                |                |                |                |    |     |     |
| Աշխատաշուկայից ածանցվող գնաճային ճնշումներ                                                                                        |                |                |                |                |                |    |     |     |
| ՀՀ-ում չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշություններ                                                                                 |                |                |                |                |                |    |     |     |
| ՀՀ-ում երկրի ռիսկի հավելավճարի շուրջ անորոշություններ                                                                             |                |                |                |                |                |    |     |     |
| ԱՄՆ-ում առևտրային քաղաքականության խստացում                                                                                        |                |                |                |                |                |    |     |     |
| Ավելի ընդլայնողական հարկաբյուջետային քաղ.                                                                                         |                |                |                |                |                |    |     |     |
| ԱՄՆ-ում պարտքի կայունության հարցերի առումով չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշություն                                               |                |                |                |                |                |    |     |     |
| Միջազգ. առևտրային հարաբերություններում լարվածության սրում                                                                         |                |                |                |                |                |    |     |     |
| Համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումների ավելացում                                                              |                |                |                |                |                |    |     |     |
| ՀՀ-ում վարկավորման բարձր աճի պահպանում և ներքին պահանջարկի աճի արագացում                                                          |                |                |                |                |                |    |     |     |
| <b>Բ տիպի ռիսկեր</b>                                                                                                              |                |                |                |                |                |    |     |     |
| ՀՀ-ում պահանջարկի պայմանների հնարավոր թուլացում                                                                                   |                |                |                |                |                |    |     |     |
| Ռուս-ուկրաինական հակամարտ. հավանական հանգուցալուծման արդյունքում ՀՀ-ում համախառն պահանջարկի և գնաճային միջավայրի թուլացման ռիսկեր |                |                |                |                |                |    |     |     |
| Գործընկեր երկրներում պահանջարկի թուլացման ռիսկեր                                                                                  |                |                |                |                |                |    |     |     |
| Ապրանքահումքային շուկաներում գնանկումային ճնշումներ                                                                               |                |                |                |                |                |    |     |     |
| Համաշխարհային պահանջարկի թուլացման ռիսկեր                                                                                         |                |                |                |                |                |    |     |     |
| Աշխատաշուկայի պայմանների թուլացում                                                                                                |                |                |                |                |                |    |     |     |
| <b>Քվեարկություն</b>                                                                                                              | <b>Անփոփոխ</b> | <b>Անփոփոխ</b> | <b>Անփոփոխ</b> | <b>Անփոփոխ</b> | <b>Անփոփոխ</b> | -  |     |     |

\*խորհրդի անդամը ներկա չի գտնվել քաղաքականության տոկոսադրույքի որոշման նիստում:

\*\*Պաշտոնավարման ժամկետի ավարտով պայմանավորված՝ խորհրդի անդամը դադարեցրել է լիազորությունները:

## Կենտրոնական բանկի խորհրդի անդամ Դավիթ Նահապետյան

Տարվա առաջին կիսամյակում Դավիթ Նահապետյանի որոշումների հիմքում ընկած է եղել վերևի և ներքևի ուղղությամբ ռիսկերի հավասարակշռված կառավարման մոտեցումը: Այդուհանդերձ, Նշված ժամանակահատվածում ռիսկերի և անորոշությունների աղբյուրները որոշակիորեն փոփոխվել են: Այսպես՝ փետրվարին Դավիթ Նահապետյանն առավել մտահոգված էր ՀՀ-ում երկրի ռիսկի հավելավճարի և չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշություններով (Ա տիպի ռիսկեր), որոնք հավասարակշռվում էին արտաքին պահանջարկի թուլացման, անշարժ գույքի ոլորտում հնարավոր ճշգրտումների, ինչպես նաև համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնանկումային ճնշումների (Բ տիպի ռիսկեր) կառավարման անհրաժեշտությամբ: 2025 թ. մարտ-հունիս ժամանակահատվածում համաշխարհային տնտեսական քաղաքականության շուրջ անորոշությունների աճի պայմաններում ԱՄՆ-ում չեզոք տոկոսադրույքի հնարավոր աճի, համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումների ավելացման ռիսկերը զուգորդվում էին համաշխարհային տնտեսական հեռանկարի վատթարացման, ինչպես նաև ՀՀ-ում արտաքին պահանջարկի թուլացման ռիսկերով: Այդուհանդերձ, օգոստոս և սեպտեմբեր ամիսների որոշումների հիմքում ընկած էր Ա տիպի սցենարներից բխող մակրոտնտեսական հետևանքների կառավարման անհրաժեշտությունը: Մասնավորապես՝ ներքին պահանջարկի պայմանների հնարավոր ընդլայնման, պահանջարկի վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության ավելի ընդլայնողական ազդեցության և համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումների պահպանման վերաբերյալ մտահոգությունները վերևի ուղղությամբ ռիսկերի հիմնական աղբյուրներից էին: Միևնույն ժամանակ, Դավիթ Նահապետյանն արձանագրել է ներքևի ուղղությամբ մի շարք աճող անորոշությունների աղբյուրներ՝ կապված աշխատաշուկայի պայմանների թուլացման և համաշխարհային տնտեսության աճի հեռանկարի վատթարացման հետ: Տարեվերջին, համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ազդեցությունների աստիճանական թուլացմանը զուգահեռ, Դավիթ Նահապետյանի որոշումների հիմքում ընկած ռիսկերի գնահատականը վերանայվել է՝ անցում կատարելով ռիսկերի կառավարման հավասարակշռված մոտեցմանը:

### Աղյուսակ 2.9.7. Որոշումների հիմքում ընկած ռիսկերի և անորոշության աղբյուրների ամփոփում

| Որոշում                                                                                                            | 1           | 2       | 3       | 4       | 5       | 6       | 7* | 8           |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|----|-------------|
| <b>Ա տիպի ռիսկեր</b>                                                                                               |             |         |         |         |         |         |    |             |
| ՀՀ-ում չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշություններ                                                                  |             |         |         |         |         |         |    |             |
| ՀՀ-ում երկրի ռիսկի հավելավճարի շուրջ անորոշություններ                                                              |             |         |         |         |         |         |    |             |
| ԱՄՆ-ում չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշություն՝ կապված պետ. պարտքի հնարավոր աճի հետ                               |             |         |         |         |         |         |    |             |
| ԱՄՆ-ում առևտրային քաղաքականության խստացում                                                                         |             |         |         |         |         |         |    |             |
| Համաշխ. տնտ. փոխանցվող գնաճային ճնշումների ավելացման պարագայում ՀՀ-ում գնաճային սպասումների անցանկալի զարգացումներ |             |         |         |         |         |         |    |             |
| Ավելի ընդլայնողական հարկաբյուջետային քաղ.                                                                          |             |         |         |         |         |         |    |             |
| ՀՀ-ում ներքին պահանջարկի պայմանների ընդլայնում                                                                     |             |         |         |         |         |         |    |             |
| Արտաքին պահանջարկի ընդլայնում                                                                                      |             |         |         |         |         |         |    |             |
| <b>Բ տիպի ռիսկեր</b>                                                                                               |             |         |         |         |         |         |    |             |
| Ծառայությունների նկատմամբ թույլ արտաքին պահանջարկ                                                                  |             |         |         |         |         |         |    |             |
| Անշարժ գույքի շուկայի ճշգրտում                                                                                     |             |         |         |         |         |         |    |             |
| Համաշխարհային տնտեսության աճի հեռանկարի վատթարացում                                                                |             |         |         |         |         |         |    |             |
| Տնտեսական սուբյեկտների պարտքային բեռի ավելացում                                                                    |             |         |         |         |         |         |    |             |
| Աշխատաշուկայի պայմանների թուլացում                                                                                 |             |         |         |         |         |         |    |             |
| Համաշխ. տնտեսությունից գնանկումային ազդեցություններ                                                                |             |         |         |         |         |         |    |             |
| <b>Քվեարկություն</b>                                                                                               | ↓ 0.25 տ.կ. | Անփոփոխ | Անփոփոխ | Անփոփոխ | Անփոփոխ | Անփոփոխ | -  | ↓ 0.25 տ.կ. |

\*խորհրդի անդամը ներկա չի գտնվել քաղաքականության տոկոսադրույքի որոշման նիստում:

## Կենտրոնական բանկի խորհրդի անդամ Արտակ Մանուկյան

2025 թ. 1-ին եռամսյակի ընթացքում Արտակ Մանուկյանի որոշումների հիմքում ընկած է եղել վերևի և ներքևի ուղղությամբ ռիսկերի հավասարակշռված կառավարման մոտեցումը: Մասնավորապես՝ Ա տիպի հիմնական ռիսկերը ներառում էին ԱՄՆ-ում երկարաժամկետ տոկոսադրույքների հնարավոր աճի, ավելի ընդլայնողական հարկաբյուջետային քաղաքականության, ՀՀ-ում երկրի ռիսկի հավելավճարի վերաբերյալ անորոշությունների և ներքին տնտեսությունում բարձր պահանջարկի պայմանների ձևավորման շուրջ մտավախությունները: Միևնույն ժամանակ, Բ տիպի հիմնական ռիսկերը կապված էին դեպի ՀՀ կապիտալի հոսքերի հնարավոր նվազման, անշարժ գույքի շուկայի աստիճանական ճշգրտման և աշխատաշուկայի պայմանների թուլացման հետ: Տարեսկզբից զբոսաշրջային ներհոսքի, մեկ զբոսաշրջիկի կողմից կատարվող ծախսումների աստիճանական նվազման պայմաններում, ըստ Արտակ Մանուկյանի, Բ տիպի հիմնական մտավախություններից էր նաև արտաքին պահանջարկի աճի դանդաղումը: Հունիսի որոշման հիմքում ընկած է եղել առավելապես Ա տիպի ռիսկերից բխող հնարավոր մակրոտնտեսական ազդեցությունները կառավարելու անհրաժեշտությունը՝ հատկապես կապված տարածաշրջանային լարվածության աճի և առաջարկի հնարավոր խաթարումներով պայմանավորված գնաճային միջավայրի ընդլայնման հետ: Օգոստոսին, արձանագրելով ՀՀ-ում համախառն պահանջարկի պայմանների ընդլայնման ազդակները, ինչպես նաև հաշվի առնելով տնտեսության ընթացիկ զարգացումները և դրանց մակրոտնտեսական հեռանկարը, Արտակ Մանուկյանը շարունակել է կարևորել Ա տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը: Տարեվերջի որոշումների ընթացքում ՌԴ-ում պահանջարկի պայմանների և աճի հեռանկարի վատթարացման, ՌԴ-ում միգրացիոն քաղաքականության խստացման հետ կապված ռիսկերը Բ տիպի հիմնական մտավախությունների աղբյուրներն էին, մինչդեռ Ա տիպի հիմնական ռիսկերը կապված են եղել ՀՀ-ում բարձր պահանջարկի պայմանների ձևավորման և ընդլայնման հետ: Ավելին՝ երկրի ռիսկի հավելավճարի շուրջ անորոշությունները և վերևի, և ներքևի ուղղությամբ մեկնաբանությունների տեղիք են տվել: Դեկտեմբերին, ՀՀ-ում համախառն պահանջարկի պայմանների ընդլայնման ռիսկերի թուլացման և ՌԴ տնտեսության հեռանկարի վատթարացման ռիսկերի ուժգնացման պայմաններում, Արտակ Մանուկյանը փոփոխել է ռիսկերի կառավարման մոտեցումը՝ ընդգծելով Բ տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը:

### Աղյուսակ 2.9.8. Որոշումների հիմքում ընկած ռիսկերի և անորոշության աղբյուրների ամփոփում

| Որոշում                                                                                                    | 1           | 2       | 3* | 4           | 5           | 6       | 7       | 8           |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------|---------|----|-------------|-------------|---------|---------|-------------|
| <b>Ա տիպի ռիսկեր</b>                                                                                       |             |         |    |             |             |         |         |             |
| ԱՄՆ-ում տոկոսադրույքների երկար պահպանում բարձր մակարդակում՝ կապված նաև ԱՄՆ վարած «առևտրային պատերազմներով» |             |         |    |             |             |         |         |             |
| Ավելի ընդլայնողական հարկաբյուջետային քաղ.                                                                  |             |         |    |             |             |         |         |             |
| ՀՀ-ում բարձր պահանջարկի պայմաններ                                                                          |             |         |    |             |             |         |         |             |
| ՀՀ-ում ռիսկի հավելավճարի շուրջ անորոշություն                                                               |             |         |    |             |             |         |         |             |
| Աշխարհաքաղաքական լարվածության աճ                                                                           |             |         |    |             |             |         |         |             |
| Համաշխարհային արժեզրեթևների խաթարում                                                                       |             |         |    |             |             |         |         |             |
| Արտաքին պահանջարկի ընդլայնում                                                                              |             |         |    |             |             |         |         |             |
| <b>Բ տիպի ռիսկեր</b>                                                                                       |             |         |    |             |             |         |         |             |
| ՀՀ-ում կապիտալի ներհոսքի նվազում                                                                           |             |         |    |             |             |         |         |             |
| ՀՀ-ում ռիսկի հավելավճարի շուրջ անորոշություն                                                               |             |         |    |             |             |         |         |             |
| Անշարժ գույքի շուկայի ճշգրտում                                                                             |             |         |    |             |             |         |         |             |
| Աշխատաշուկայի պայմանների թուլացում                                                                         |             |         |    |             |             |         |         |             |
| Արտաքին պահանջարկի թուլացում                                                                               |             |         |    |             |             |         |         |             |
| Հարկային վարչարարության խստացում                                                                           |             |         |    |             |             |         |         |             |
| ՌԴ-ում պահանջարկի պայմանների էական թուլացում                                                               |             |         |    |             |             |         |         |             |
| ՌԴ միգրացիոն քաղաքականության խստացման պարագայում ՀՀ-ում աշխատուժի առաջարկի աճ                              |             |         |    |             |             |         |         |             |
| <b>Քվեարկություն</b>                                                                                       | ↓ 0.25 տ.կ. | Անփոփոխ | -  | ↑ 0.25 տ.կ. | ↑ 0.25 տ.կ. | Անփոփոխ | Անփոփոխ | ↓ 0.25 տ.կ. |

\*խորհրդի անդամը ներկա չի գտնվել քաղաքականության տոկոսադրույքի որոշման նիստում:

## Կենտրոնական բանկի խորհրդի անդամ Լևոն Սահակյան

Տարեկազմի որոշումն ընդունելիս Լևոն Սահակյանն ավելի մեծ շեշտադրում է կատարել Ա տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությանը, մասնավորապես՝ ԱՄՆ-ում և Հայաստանում չեզոք տոկոսադրույքների շուրջ անորոշություն, ԱՄՆ-ում առևտրային քաղաքականության հետևանքով համաշխարհային գնաճային միջավայրի հնարավոր ընդլայնում և այլն: Լևոն Սահակյանի գնահատմամբ վերոնշյալ Ա տիպի ռիսկերից բխող հնարավոր հետևանքները կառավարելու անհրաժեշտությունը գերազանցում էր համաշխարհային տնտեսական հեռանկարի վատթարացման Բ տիպի ռիսկը: Մարտի որոշումն ընդունելիս, Լևոն Սահակյանի կարծիքով, թե՛ վերևի և թե՛ ներքևի ուղղությամբ ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը հավասարակշռված էր: Սա հիմնականում պայմանավորված էր Ա տիպի ռիսկերի պահպանման համատեքստում համաշխարհային տնտեսության հեռանկարի վատթարացման, ինչպես նաև ՀՀ-ում տնտեսական աճի և ներքին պահանջարկի հեռանկարի տեսանկյունից Բ տիպի անորոշությունների աճով: Ռիսկերի կառավարման հավասարակշռված մոտեցումը պահպանվել է նաև հաջորդ որոշման ընթացքում, որտեղ հիմնական Բ տիպի սցենարներին ավելացել է նաև ՀՀ-ում անշարժ գույքի շուկայի աստիճանական ճգնաժամային վերաբերյալ մտավախությունը, ինչը կարող էր բացասական հետևանքներ ունենալ տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների վրա: Հետագա երկու որոշումների ընդունման ընթացքում, արձանագրելով, որ ընթացիկ տնտեսական ակտիվության արագացումը հիմնականում պայմանավորված է պահանջարկի գործոններով, ինչը կարող է մատնանշել տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների հնարավոր ընդլայնման մասին, Լևոն Սահակյանը մտահոգություն հայտնեց ընթացիկ միտումների տևական պահպանման պարագայում գնաճային միջավայրի հնարավոր ընդլայնման ռիսկերի վերաբերյալ: Մյուս կողմից՝ հիմնական Բ տիպի մտավախությունը մնում էր ՀՀ-ում անշարժ գույքի շուկայի ճգնաժամային հետ կապված ռիսկը: Տարեկազմի երկու որոշումները ելքադրում էին Ա և Բ տիպի ռիսկերի կառավարման ավելի հավասարակշռված մոտեցում, որտեղ ԱՄՆ-ում չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշություններից բխող ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը հավասարակշռվում էր ՀՀ-ում անշարժ գույքի շուկայի հնարավոր թուլացման, ՀՀ ռիսկի հավելավճարի շուրջ անորոշությունների և արտաքին պահանջարկի հնարավոր թուլացման ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությամբ:

### Աղյուսակ 2.9.9. Որոշումների հիմքում ընկած ռիսկերի և անորոշության աղբյուրների ամփոփում

| Որոշում                                                | 1       | 2       | 3       | 4* | 5       | 6       | 7       | 8       |
|--------------------------------------------------------|---------|---------|---------|----|---------|---------|---------|---------|
| <b>Ա տիպի ռիսկեր</b>                                   |         |         |         |    |         |         |         |         |
| ԱՄՆ-ում չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշություն        |         |         |         |    |         |         |         |         |
| ԱՄՆ-ում առևտրային քաղաքականության խստացում             |         |         |         |    |         |         |         |         |
| ՀՀ-ում չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշություն         |         |         |         |    |         |         |         |         |
| ՀՀ-ում պահանջարկի պայմանների ընդլայնում                |         |         |         |    |         |         |         |         |
| <b>Բ տիպի ռիսկեր</b>                                   |         |         |         |    |         |         |         |         |
| ՀՀ-ում ներքին պահանջարկի հեռանկարի շուրջ անորոշություն |         |         |         |    |         |         |         |         |
| Համաշխարհային տնտեսության հեռանկարի վատթարացում        |         |         |         |    |         |         |         |         |
| Անշարժ գույքի շուկայի ճգնաժամ                          |         |         |         |    |         |         |         |         |
| ՀՀ-ում ռիսկի հավելավճարի շուրջ անորոշություններ        |         |         |         |    |         |         |         |         |
| Արտաքին պահանջարկի թուլացում                           |         |         |         |    |         |         |         |         |
| <b>Քվեարկություն</b>                                   | Անփոփոխ | Անփոփոխ | Անփոփոխ | -  | Անփոփոխ | Անփոփոխ | Անփոփոխ | Անփոփոխ |

\*Խորհրդի անդամը ներկա չի գտնվել քաղաքականության տոկոսադրույքի որոշման նիստում:

## Կենտրոնական բանկի խորհրդի անդամ Նարեկ Ղազարյան

Տարեկազմին Նարեկ Ղազարյանի որոշումները պայմանավորված էին ինչպես Ա, այնպես էլ Բ տիպի սցենարներից բխող ռիսկերի հավասարակշռի կառավարման անհրաժեշտությամբ: Տարվա առաջին որոշման հետ կապված՝ հիմնական Ա տիպի նկատառումները վերաբերում էին համաշխարհային աշխարհաքաղաքական և առևտրային լարվածության աճին, ՀՀ-ում հարկաբյուջետային քաղաքականության ավելի ընդլայնողական ազդեցությանը, ինչպես նաև վարկավորման ակտիվության ավելացմանը և տևական պահպանմանը, ինչը կարող էր հանգեցնել տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների ընդլայնման: Մյուս կողմից՝ վերոնշյալ Ա տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը հավասարակշռվում էր այնպիսի Բ տիպի նկատառումներով, ինչպիսիք էին Հինաստանից փոխանցվող գնանկումային ազդեցությունների խորացումը, ԵԳ-ում և ՄԹ-ում տնտեսական հեռանկարի վատթարացումը, ինչպես նաև ՀՀ-ում անշարժ գույքի շուկայի արագ ճգնաժամի հետ կապված անորոշությունները: Հաջորդ երկու որոշումների ընդունման ընթացքում Նարեկ Ղազարյանը շարունակել է կարևորել ռիսկերի հավասարակշռի կառավարման անհրաժեշտությունը: Այս համատեքստում որոշ ռիսկերի հնարավոր ազդեցությունների չափի թուլացմանը զուգահեռ նկատվել է այլ ռիսկերի կարևորության աճ, հատկապես կապված ԱՄՆ-ում ակտիվների գների գերազանցատված լինելու և ՌԴ-ի նկատմամբ կիրառվող պատժամիջոցների պահպանման շուրջ անորոշությունների հետ: Հունիսից մինչև տարեվերջ Նարեկ Ղազարյանի որոշումները հիմնականում արտացոլել են Ա տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը: Տարվա ընթացքում որոշումների կայացման գործընթացում մի շարք Բ տիպի ռիսկերի կարևորությունը, Նարեկ Ղազարյանի գնահատմամբ, աստիճանաբար մեղմացել է, այդ թվում՝ ՀՀ-ում աշխատավարձերի աճի թուլացումը, ԵԳ-ում և ՄԹ-ում բացասական աճի հեռանկարը և ՌԴ-ի նկատմամբ կիրառվող պատժամիջոցներից բխող անորոշությունները: Միևնույն ժամանակ, արձանագրվել է որոշ Ա տիպի ռիսկերի աճող կարևորությունը՝ հատկապես կապված տարածաշրջանային դրական աշխարհաքաղաքական զարգացումների և գործընկեր երկրներում գնաճի հետագա արագացման անորոշությունների հետ:

### Աղյուսակ 2.9.10. Որոշումների հիմքում ընկած ռիսկերի և անորոշության աղբյուրների ամփոփում

| Որոշում                                                                             | 1           | 2       | 3       | 4       | 5       | 6       | 7       | 8       |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Ա տիպի ռիսկեր</b>                                                                |             |         |         |         |         |         |         |         |
| ԱՄՆ-ում առևտրային քաղաքականության խստացում                                          |             |         |         |         |         |         |         |         |
| Համաշխ. աշխարհաքաղաքական լարվածության աճ                                            |             |         |         |         |         |         |         |         |
| ՀՀ-ում ավելի ընդլայնողական հարկաբյուջետային քաղ.                                    |             |         |         |         |         |         |         |         |
| ՀՀ-ում վարկավորման աճի առաջանցիկ տեմպերի պահպանում                                  |             |         |         |         |         |         |         |         |
| ՀՀ-ում ակտիվների գների աճի պարագայում ներքին պահանջարկի աճ                          |             |         |         |         |         |         |         |         |
| ՌԴ-ի նկատմամբ պատժամիջոցների պահպանում և դեպի ՀՀ կապիտալի ներհոսքի արագացում        |             |         |         |         |         |         |         |         |
| Համաշխ. տնտ. փոխանցվող գնաճային ճնշումների արագացում                                |             |         |         |         |         |         |         |         |
| ՀՀ-ում բարձր տնտ. ակտիվության տևական պահպանում                                      |             |         |         |         |         |         |         |         |
| Տարածաշրջ. աշխարհաքաղ. դրական զարգացումներ                                          |             |         |         |         |         |         |         |         |
| Գործընկեր երկրներում գնաճի հետագա արագացման ռիսկեր                                  |             |         |         |         |         |         |         |         |
| <b>Բ տիպի ռիսկեր</b>                                                                |             |         |         |         |         |         |         |         |
| Հինաստանից գնանկումային ազդեցությունների խորացում                                   |             |         |         |         |         |         |         |         |
| ԵԳ-ում և ՄԹ-ում աճի հեռանկարի վատթարացում                                           |             |         |         |         |         |         |         |         |
| ՀՀ-ում աշխատավարձերի աճի դանդաղում                                                  |             |         |         |         |         |         |         |         |
| Անշարժ գույքի շուկայի արագ ճգնաժամ                                                  |             |         |         |         |         |         |         |         |
| ՀՀ-ում թույլ գնաճային միջավայրի երկար պահպանում                                     |             |         |         |         |         |         |         |         |
| Համաշխ. առևտրային լարվածության մեջ ներգրավված երկրներում տնտ. ակտիվության թուլացում |             |         |         |         |         |         |         |         |
| ԱՄՆ-ում ակտիվների գների գերաբեկումը լինելու ռիսկեր                                  |             |         |         |         |         |         |         |         |
| ՌԴ-ի նկատմամբ պատժամիջոցների վերացում և դեպի ՀՀ կապիտալի հոսքի ու առևտրի կրճատում   |             |         |         |         |         |         |         |         |
| ՀՀ-ում չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշություն                                      |             |         |         |         |         |         |         |         |
| <b>Քվեարկություն</b>                                                                | ↓ 0.25 տ.կ. | Անփոփոխ | Անփոփոխ | Անփոփոխ | Անփոփոխ | Անփոփոխ | Անփոփոխ | Անփոփոխ |

## Կենտրոնական բանկի խորհրդի անդամ Արմեն Զթոյան

2025 թ. նոյեմբեր ամսվա որոշման հիմքում ինչպես Ա, այնպես էլ Բ տիպի սցենարներից բխող ռիսկերի հավասարակշիռ կառավարման անհրաժեշտությունն էր: Հիմնական Ա տիպի սցենարները կապված էին արտաքին առևտրային քաղաքականությունների և աշխարհաքաղաքական գործոնների շուրջ դեռևս մեծ անորոշության առկայության հետ: Արմեն Զթոյանի կարծիքով ԱՄՆ-ում խիստ առևտրային քաղաքականության, խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականության հետևանքով գնաճի հետագա ընդլայնման, ինչպես նաև համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ազդեցությունների հնարավոր աճի հետ կապված ռիսկերն առարկայական էին: Արմեն Զթոյանի գնահատմամբ վերոնշյալ Ա տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը հավասարակշռվում էր այնպիսի Բ տիպի ռիսկերով, ինչպիսիք էին ՀՀ-ում շինարարության ճյուղի և անշարժ գույքի շուկայի պայմանների հնարավոր թուլացումը, ինչպես նաև ՌԴ տնտեսությունում աճի հեռանկարի վատթարացումը: Այդուհանդերձ, տարեվերջի որոշմանն Արմեն Զթոյանը կարևորել է Բ տիպի սցենարներից բխող ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը՝ նշելով, որ ՀՀ-ում պահանջարկի պայմանների թուլացման ռիսկերի խելամիտ կառավարումն ավելի մեծ առաջնահերթություն ունի:

### Աղյուսակ 2.9.11. Որոշումների հիմքում ընկած ռիսկերի և անորոշության աղբյուրների ամփոփում

| Որոշում                                                                  | 1 | 2 | 3 | 4 | 5 | 6 | 7*      | 8           |
|--------------------------------------------------------------------------|---|---|---|---|---|---|---------|-------------|
| <b>Ա տիպի ռիսկեր</b>                                                     |   |   |   |   |   |   |         |             |
| ԱՄՆ-ում առևտրային քաղաքականության խստացում                               |   |   |   |   |   |   |         |             |
| ԱՄՆ-ում խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականություն                         |   |   |   |   |   |   |         |             |
| Համաշխ. պարենային շուկաներում գնաճի ընդլայնման ռիսկեր                    |   |   |   |   |   |   |         |             |
| <b>Բ տիպի ռիսկեր</b>                                                     |   |   |   |   |   |   |         |             |
| ՀՀ-ում շինարարության ճյուղի և անշարժ գույքի շուկայի թուլացում            |   |   |   |   |   |   |         |             |
| ՌԴ-ում տնտեսական հեռանկարի վատթարացում և պահանջարկի պայմանների թուլացում |   |   |   |   |   |   |         |             |
| ԱՄՆ-ում աշխատաշուկայի պայմանների վատթարացում                             |   |   |   |   |   |   |         |             |
| ԱՄՆ-ում ակտիվների գների գերարժևորված լինելու ռիսկեր                      |   |   |   |   |   |   |         |             |
| ՌԴ-ի նկատմամբ պատժամիջոցների խստացում և բյուջեի պակասուրդի ընդլայնում    |   |   |   |   |   |   |         |             |
| ՀՀ-ում պահանջարկի պայմանների թուլացում                                   |   |   |   |   |   |   |         |             |
| <b>Զվեարկություն</b>                                                     |   |   |   |   |   |   | Անփոփոխ | ↓ 0.25 տ.կ. |

\*Խորհրդի անդամը ստանձնել է լիազորությունները:



Հայաստանի  
Հանրապետության  
**Կենտրոնական բանկ**

03



Ֆինանսական  
շուկայի  
արձագանք

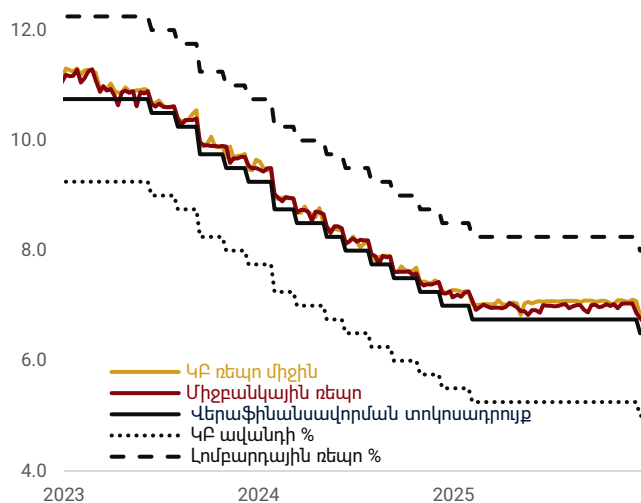
# Ֆինանսական շուկայի արձագանք

Ինչպե՞ս է ֆինանսական շուկան արձագանքել քաղաքականության որոշումներին և հաղորդակցմանը:

## Ա. Դրամավարկային քաղաքականության գործառնություններ

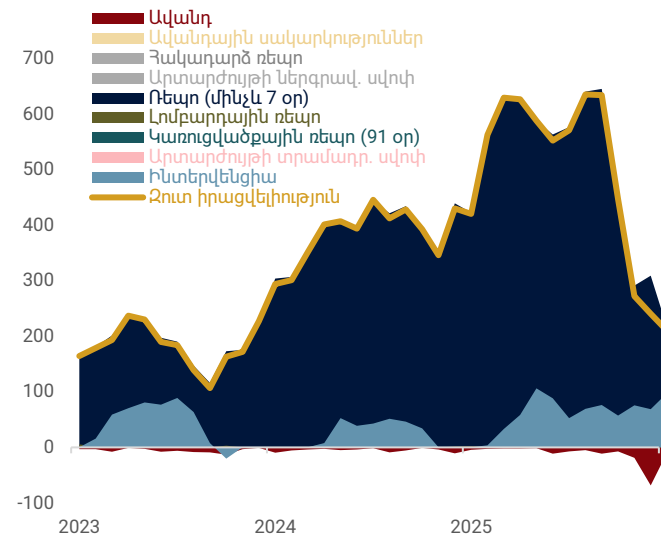
2025 թ. միջբանկային դրամական շուկայի կարճաժամկետ տոկոսադրույքները հիմնականում ձևավորվել են Կենտրոնական բանկի գործառնական նպատակի՝ քաղաքականության տոկոսադրույքի շուրջ: Մասնավորապես, միջբանկային ռեպո տոկոսադրույքը քաղաքականության տոկոսադրույքից միջինում շեղվել է մոտ 23 բազիսային կետով: Սա ցույց է տալիս, որ շուկայական տոկոսադրույքներն առավելագույնս հետևել են քաղաքականության տոկոսադրույքի միտումներին և տարեվերջին, ԿԲ խորհրդի որոշմանը համահունչ, նվազել են՝ կազմելով 6.7%: Մյուս կողմից՝ դա փաստում է ֆինանսական համակարգի կայունության և բավարար ու համարժեք իրացվելիության առկայությունը, քանի որ դիտարկվող ժամանակահատվածում շուկայում տոկոսադրույքների էական տատանողականություն չի նկատվել: Այս իրավիճակում, ֆինանսական շուկայի բնականոն գործունեության ապահովման նպատակով, ԿԲ-ն արտարժույթի շուկայում ունեցել է իրավիճակային մասնակցություն՝ իրականացնելով արտարժույթի գնման գործառնություններ:

Գծապատկեր 3.Ա.1. ՀՀ ԿԲ քաղաքականության և միջբանկային ռեպո տոկոսադրույքներ



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Գծապատկեր 3.Ա.2. Ամսական գործառնությունների ծավալներ, մլրդ ՀՀ դրամ



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

## Բ. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգծի վերաբերյալ շուկայի սպասումներ

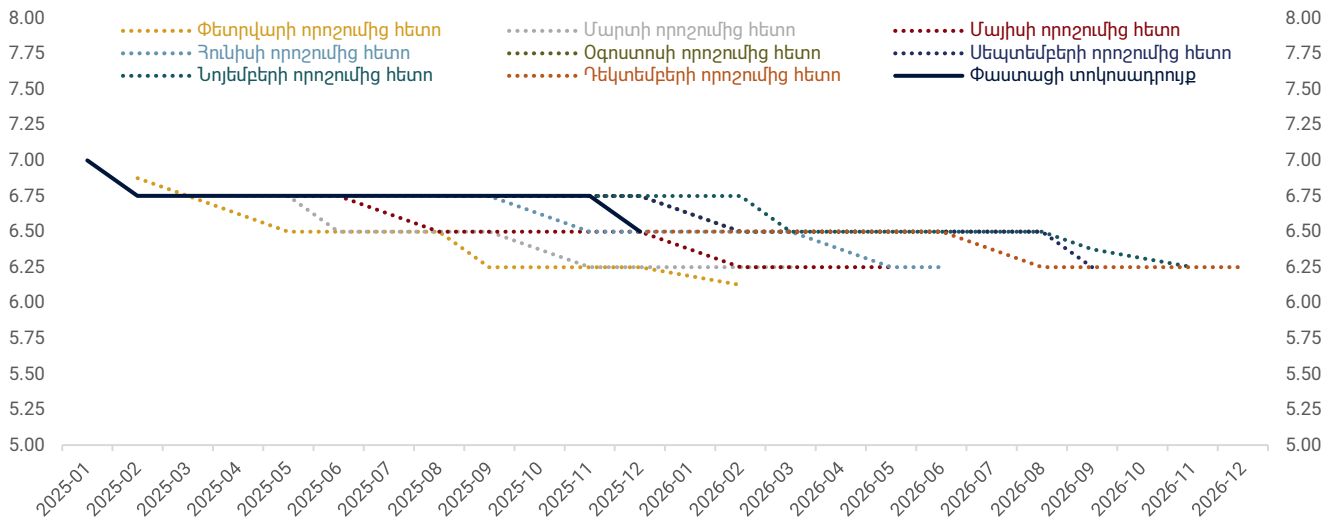
Սույն ենթաբաժինը ներկայացնում է 2025 թ. ընթացքում քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգծի վերաբերյալ շուկայի սպասումների զարգացումները՝ դրամավարկային քաղաքականության որոշումների, ԿԲ-ի՝ ապագային միտված ուղղորդման և տնտեսական պայմանների փոփոխության համատեքստում:

Քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի վերաբերյալ շուկայի սպասումների ամբողջական և խելամիտ պատկերի ձևավորման նպատակով օգտագործվում են նաև ԿԲ-ի կողմից քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի վերաբերյալ ֆինանսական շուկայի մասնակիցների (առևտրային բանկերի և ներդրումային ընկերությունների դիլերներ) շրջանում համեմատաբար մեծ հաճախականությամբ իրականացվող հարցման արդյունքները: Հարցումներն անցկացվում են դրամավարկային քաղաքականության յուրաքանչյուր որոշումից առաջ և անմիջապես հետո, ինչը հնարավորություն է տալիս ուսումնասիրելու դրամավարկային քաղաքականության որոշումների և հաղորդակցման անմիջական ազդեցությունը շուկայի սպասումների վրա, ինչպես նաև բացահայտելու սպասումների ձևավորման վրա ազդող հիմնական գործոնների փոփոխությունները ժամանակի ընթացքում:

2025 թ. սկզբին ֆինանսական շուկայի մասնակիցներն ակնկալում էին, որ ԿԲ-ն կշարունակի նվազեցնել քաղաքականության տոկոսադրույքը, թեև նախորդ եռամսյակների համեմատությամբ ավելի դանդաղ տեմպով: Տարվա ընթացքում (և հատկապես փետրվարի որոշումից հետո) շուկայի սպասումները հիմնականում մնացել են անփոփոխ՝ արտացոլելով առաջիկա 8 որոշումների ընթացքում քաղաքականության տոկոսադրույքի դանդաղ տեմպով աստիճանական նվազեցման ուղեգիծ: Թեև շուկայի մասնակիցների կողմից քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազեցման չափի և տեմպի վերաբերյալ դատողությունները հիմնականում մնացել են անփոփոխ՝ մասնակիցները շարունակաբար հետաձգել են տոկոսադրույքների նվազեցման ակնկալվող ժամկետները՝ տեղափոխելով հաջորդ եռամսյակներ: Այսպես՝ 2025 թ. փետրվարին քաղաքականության տոկոսադրույքի 0.25 տոկոսային կետով նվազեցումից հետո, մարտից նոյեմբեր ժամանակահատվածում, քաղաքականության տոկոսադրույքը թողնվել է անփոփոխ: Հունիսից մինչև նոյեմբեր

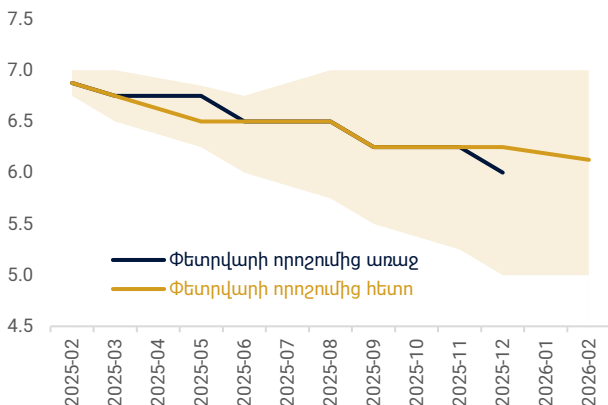
Ժամանակահատվածում քաղաքականության տոկոսադրույքի անփոփոխ թողնելու որոշումներն արտացոլել են Ա տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը (ԿԲ խորհրդի կողմից որոշումների կայացման գործընթացում դիտարկված Ա և Բ տիպի ռիսկերի մանրամասն նկարագիրը ներկայացված է գլուխ 2-ում): Վերոնշյալ որոշումների հիմքում ընկած հաղորդակցումը զգալիորեն տարբերվում էր Նախորդ որոշումներից, ինչը շուկային ազդարարում էր ռիսկերի կառավարման տրամաբանության փոփոխության մասին: Կարևոր է նշել, որ հաղորդակցման փոփոխության պայմաններում շուկան ընկալել է խորհրդի որոշման առկա տրամաբանությունն ու ապագային միտված ուղղորդումը և համարժեքորեն ճշգրտել իր սպասումները: 2025 թ. դեկտեմբերին ԿԲ խորհուրդը որոշել է իջեցնել քաղաքականության տոկոսադրույքը 0.25 տոկոսային կետով: Այս պարագայում, եթե Նախորդ որոշումներում խորհուրդը կարևորում էր Ա տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը, ինչը միջնաժամկետում կարող էր պահանջել շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ, ապա վերջին որոշման հիմքում ընկած մոտեցումը ենթադրում էր ռիսկերի կառավարման ավելի հավասարակշռված տրամաբանություն, որը կարևորում էր Նաև Բ տիպի սցենարներից բխող մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը:

Գծապատկեր 3.Բ.1. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի փոփոխությունը 2025 թ. ընթացքում

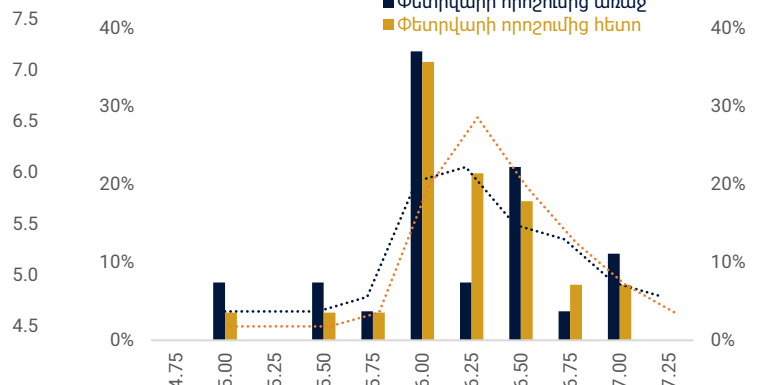


2025 թ. փետրվարի որոշումից առաջ ֆինանսական շուկայի մասնակիցներն առաջիկա մեկ տարվա ընթացքում ակնկալել են քաղաքականության տոկոսադրույքի աստիճանական նվազեցման ուղեգիծ: Այս համատեքստում, շուկայի մասնակիցների մեծամասնությունն ակնկալել է տարվա ընթացքում քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազեցում 1 տոկոսային կետով և 2025 թ. վերջին դրա կայունացում 6.00%-ի շուրջ: Հարցման ընթացքում շուկայի մասնակիցները նաև տրամադրել են սպասումների հիմքում ընկած այն տնտեսական դատողություններն ու ռիսկերի վերաբերյալ նկարագիրը, որոնք կարևոր դեր են խաղացել նրանց սպասումների ձևավորման գործում: Այս առումով, մասնակիցների՝ ներքևի ուղղությամբ հիմնական դատողությունները վերաբերել են ՀՀ տնտեսությունում ցածր գնաճային միջավայրի պահպանմանը, ներքին տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների հետագա թուլացմանը, համաշխարհային տնտեսական հեռանկարի վատթարացմանը, ՀՀ-ում աշխատաշուկայի պայմանների թուլացմանը և այլն: Միևնույն ժամանակ, վերևի ուղղությամբ հիմնական դատողությունները կապված են եղել համաշխարհային և տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական լարվածության հնարավոր սրման, բյուջեի պակասորդի խորացման և երկրի ռիսկի հավելավճարի հնարավոր աճի, ԱՄՆ տնտեսական քաղաքականության շուրջ անորոշությունների և այլ ռիսկերի հետ:

Գծապատկեր 3. Բ.2ա. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգիծ



Գծապատկեր 3. Բ.2բ. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող մակարդակը 1 տարի հետո

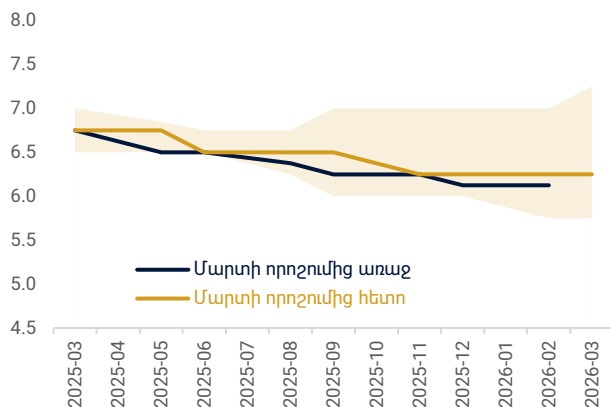


2025 թ. փետրվարի 4-ի խիստում ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշել է շարունակել դանդաղ տեմպերով տոկոսադրույքների աստիճանական նվազեցումը՝ հաղորդակցելով, որ ներկա շրջափուլում քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազեցումը 0.25 տոկոսային կետով հավասարակշռում է Ա և Բ տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը: Այս հաղորդագրությունը շուկային ազդարարել է, որ ԿԲ գործողություններն արտացոլում են ռիսկերի հաշվեկշռի նկատմամբ հավասարակշռված մոտեցում, և որ տոկոսադրույքների դանդաղ ու չափավոր տեմպով նվազեցումը համահունչ է շուկայի սպասումներին: Փետրվարի որոշումից ամփոփապես հետո անցկացված հարցման

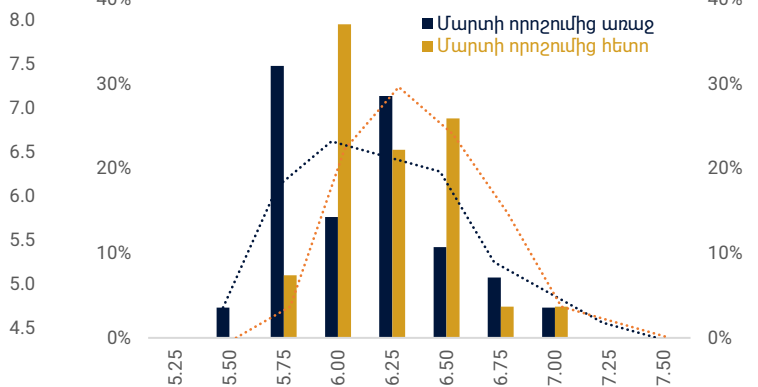
արդյունքները ցույց են տալիս, որ քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգիծը հիմնականում մնացել է անփոփոխ, մինչդեռ 1 տարի հետո տոկոսադրույքի ակնկալվող մակարդակում նկատելի է մասնակիցների գնահատականների բաշխման թեթևակի տեղաշարժ դեպի վերև: Եթե որոշումից առաջ մասնակիցների մեծամասնությունը (55%-ը) ակնկալում էր, որ տարեվերջին տոկոսադրույքը կկայունանա 6.0% կամ ավելի ցածր մակարդակում, ապա որոշումից հետո նկատվել է տոկոսադրույքի ավելի ցածր մակարդակ ակնկալող մասնակիցների տեսակարար կշռի զգալի նվազում: Սա կարող է նշանակել, որ շուկայի մասնակիցներն ընկալել են խորհրդի հաղորդակցումը միսկերի կառավարման հավասարակշիռ մոտեցման վերաբերյալ, ինչը ենթադրում է, որ խորհուրդն իր որոշումը կայացնելիս հավասարաչափ մոտեցմամբ փորձել է կառավարել թե՛ ներքևի, թե՛ վերևի ուղղությամբ միսկերից ածանցվող հնարավոր ծախսերը:

Չնայած ԿԲ հաղորդակցումը շուկային ավելի մեծ վստահություն է փոխանցել տոկոսադրույքի հետագա նվազեցման վերաբերյալ, այդուհանդերձ, 2025 թ. մարտի որոշումից առաջ հարցման արդյունքներն արտացոլել են առաջիկայում տոկոսադրույքների նվազեցման տեմպի և չափի հետ կապված անորոշություն: Այս պարագայում, շուկայի մասնակիցներն արտահայտել են տարակարծություն 1 տարի հետո քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող մակարդակի վերաբերյալ. հարցվողների շուրջ 30%-ը կանխատեսում էր կայունացում մոտ 5.75% մակարդակում, մինչդեռ համադրելի՝ մոտ 30%-ն ակնկալում էր ավելի բարձր՝ շուրջ 6.25% մակարդակ: Այս պարագայում ենթադրելի է, որ շուկան, ընդհանուր առմամբ, համակարծիք էր տոկոսադրույքի փոփոխության ուղղությանը, սակայն չկար համաձայնություն այն հարցի շուրջ, թե արդյո՞ք տոկոսադրույքի նվազեցումը լինելու է ավելի արագ և մեծ չափով, թե՛ ավելի չափավոր և աստիճանական: Միաժամանակ, սա նաև կարող էր նշանակել, որ շուկայի որոշ մասնակիցներ իրենց սպասումներում ավելի մեծ կշիռ են տվել ներքևի ուղղությամբ միսկերին, մինչդեռ մյուսները, կարևորելով վերևի ուղղությամբ միսկերը, ակնկալել են տոկոսադրույքների ավելի պահպանողական նվազեցում: Այս պարագայում, շուկայի մասնակիցները շարունակել են մտահոգություններ հայտնել այնպիսի Ա տիպի միսկերի մասին, ինչպիսիք են ներքին տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների հնարավոր ընդլայնումը, պահանջարկի վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության ավելի ընդլայնողական ազդեցության ձևավորումը, երկրի միսկի հավելավճարի շուրջ անորոշությունները և այլն: Միևնույն ժամանակ, նախկինում նշված հիմնական Բ տիպի միսկերը, կապված ԶԴ-ում ցածր գնաճային միջավայրի պահպանման, համաշխարհային տնտեսական հեռանկարի վատթարացման, ԶԴ-ում աշխատաշուկայի պայմանների թուլացման, անշարժ գույքի շուկայի հնարավոր ճգնաժամային հետ, շարունակել են մնալ մտահոգիչ գործոններ:

Գծապատկեր 3. Բ.3ա. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգիծ



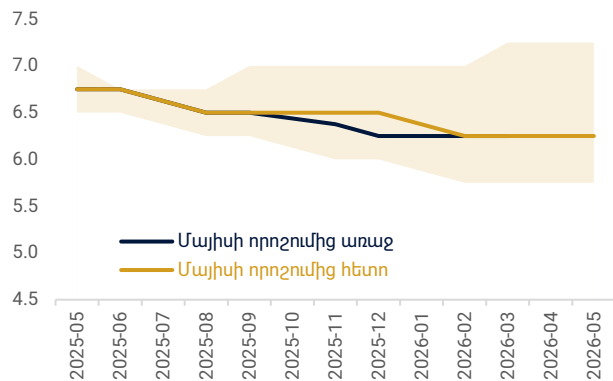
Գծապատկեր 3. Բ.3բ. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող մակարդակը 1 տարի հետո



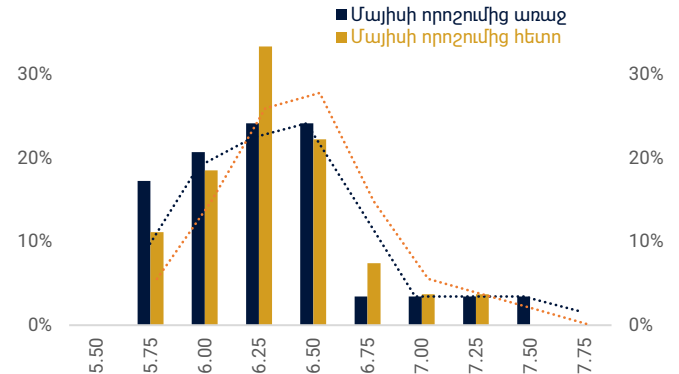
2025 թ. մարտի 18-ի նիստում **ԿԲ խորհուրդը որոշել է շուկայի սպասումներին համահունչ անփոփոխ թողնել քաղաքականության տոկոսադրույքը**, հաղորդակցելով, որ այս որոշումը հավասարակշռում է Ա և Բ տիպի միսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը: Այս հաղորդագրությունը շուկային ազդարարել է, որ քաղաքականության ուղղությունը մնում է նույնը, և որ տոկոսադրույքի դանդաղ ու չափավոր նվազեցումը լավագույնս է հավասարակշռում առկա միսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը: Մարտի որոշումից անմիջապես հետո անցկացված հարցման արդյունքներով քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգիծը հիմնականում մնացել է անփոփոխ՝ վերահաստատելով քաղաքականության տոկոսադրույքի դանդաղ տեմպով աստիճանական նվազեցման ուղեգծի վերաբերյալ շուկայի սպասումները: Այս համատեքստում, նախորդ հարցման համեմատությամբ 1 տարի հետո քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի ցածր մակարդակ ակնկալող մասնակիցների տեսակարար կշիռը զգալիորեն նվազել է, և մասնակիցների մոտ 80%-ն ակնկալել է տոկոսադրույքի կայունացում 6.0-6.5%-ի շուրջ, ինչը նշանակում է, որ շուկայի մասնակիցները, ընդհանուր առմամբ, համաձայն են, որ քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ հաջորդ քայլերը կլինեն դանդաղ և չափավոր:

2025 թ. մայիսի որոշումից առաջ ֆինանսական շուկայի մասնակիցները 1 տարվա հորիզոնում շարունակել են ակնկալել քաղաքականության տոկոսադրույքի դանդաղ տեմպով աստիճանական նվազեցման ուղեգիծ: Շուկայի սպասումների ձևավորման հիմքում առկա՝ վերևի ուղղությամբ դատողությունները վերաբերել են համաշխարհային և տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական լարվածության հնարավոր աճին, ԶԴ-ում բարձր պահանջարկի պայմանների ձևավորմանը, համաշխարհային տոկոսադրույքների՝ բարձր մակարդակում երկար պահպանմանը, արտաքին հատվածից բարձր գնաճային ճնշումների փոխանցմանը և այլն: Միաժամանակ, ներքևի ուղղությամբ հիմնական դատողությունները վերաբերել են ԶԴ-ում ցածր գնաճային միջավայրի երկար պահպանմանը, համաշխարհային աճի հեռանկարի վատթարացմանը, ներքին տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների թուլացմանը և այլն: Գծապատկեր 3.Բ.4-ից երևում է, որ շուկայի մասնակիցների կողմից քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազեցման չափի և արագության վերաբերյալ տարակարծությունը պահպանվել է:

Գծապատկեր 3. Բ.4ա. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգիծ



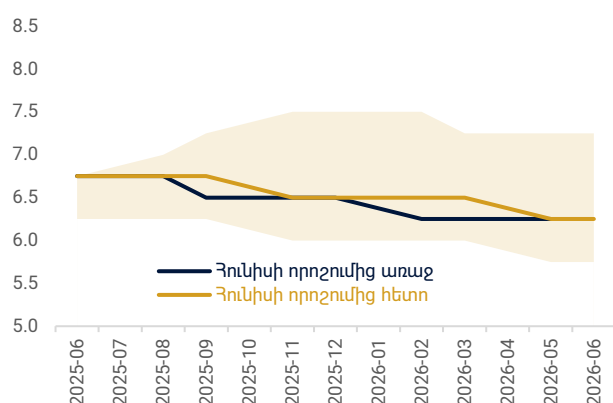
Գծապատկեր 3. Բ.4բ. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող մակարդակը 1 տարի հետո



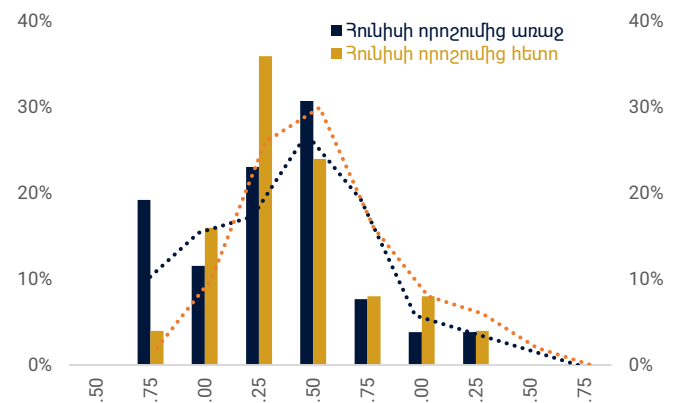
2025 թ. մայիսի 6-ի նիստում, արձանագրելով Բ տիպի սցենարների նյութականանալու ավելի մեծ հավանականությունը, սակայն կարևորելով նաև Ա տիպի սցենարներից բխող էական մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը, ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշել է անփոփոխ թողնել քաղաքականության տոկոսադրույքը: Այս որոշման հիմքում ընկած հաղորդակցումը զգալիորեն տարբերվում էր նախորդ որոշումներից, ինչը շուկային ազդարարում էր ռիսկերի կառավարման տրամաբանության որոշակի փոփոխության մասին: Հաղորդագրության մեջ հստակորեն ընդգծվում էր, որ, թեև շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի ցածր ուղեգիծ ենթադրող սցենարների նյութականացման հավանականությունն ավելի մեծ է, այնուամենայնիվ, հաշվի առնելով Ա տիպի սցենարներից բխող հնարավոր էական մակրոտնտեսական ազդեցությունները, նպատակահարմար է պահպանել որոշակի զգուշավորություն: Մայիսի որոշումից հետո անցկացված հարցումը ցույց է տալիս, որ քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգիծը հիմնականում մնացել է անփոփոխ: Այլ կերպ ասած՝ շուկան շարունակել է ակնկալել քաղաքականության տոկոսադրույքի աստիճանական նվազում և 1 տարվա հորիզոնում կայունացում 6.25%-ի շուրջ: Սպասումների նմանատիպ զարգացումը ենթադրում է, որ տոկոսադրույքի ընթացիկ որոշումը և ապագային միտված ուղղորդումը ֆինանսական շուկայի համար «անակնկալ» չէր և արդեն իսկ գնանշված էր սպասումներում:

Հունիսի որոշումից առաջ ֆինանսական շուկայի մասնակիցները շարունակել են ակնկալել քաղաքականության տոկոսադրույքի աստիճանական, դանդաղ տեմպով նվազեցում: Քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի ձևավորման հիմքում առկա՝ վերևի ուղղությամբ հիմնական դատողությունները վերաբերել են ՀՀ-ում երկրի ռիսկի հավելավճարի՝ դեպի վերև հնարավոր ճշգրտման ռիսկերին, հարկաբյուջետային քաղաքականության կողմից առաջիկայում պահանջարկի լրացուցիչ խթանման սպասումներին, համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումների հնարավոր ավելացմանը, աշխարհաքաղաքական լարվածության հնարավոր սրմանը և այլն, մինչդեռ ներքևի ուղղությամբ դատողությունները հիմնականում կապված են եղել համաշխարհային տնտեսական հեռանկարի վատթարացման սպասումների, ինչպես նաև ներքին պահանջարկի պայմանների հնարավոր թուլացման ռիսկերի հետ:

Գծապատկեր 3. Բ.5ա. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգիծ



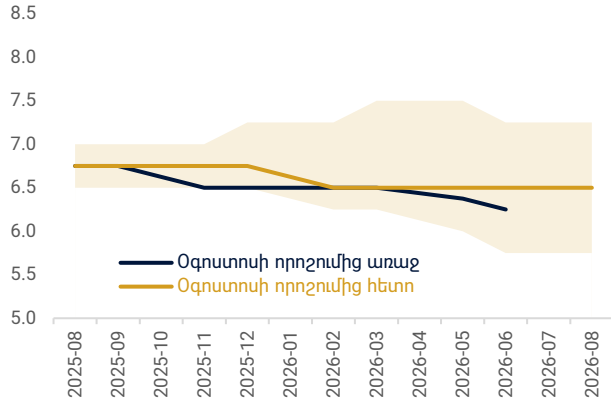
Գծապատկեր 3. Բ.5բ. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող մակարդակը 1 տարի հետո



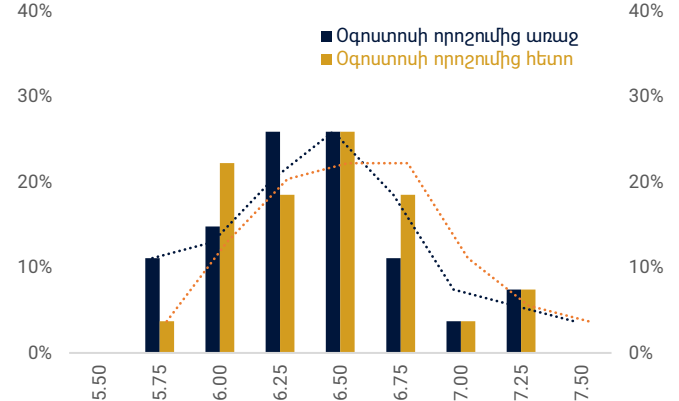
2025 թ. հունիսի 17-ի նիստում, արձանագրելով Ա տիպի ռիսկերի ավելացում ու կարևորելով դրանցից բխող մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը, ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշել է անփոփոխ թողնել քաղաքականության տոկոսադրույքը: ԿԲ այս հաղորդագրությունը շուկային ազդարարել է, որ Ա տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը պահանջում է միջնաժամկետ հորիզոնում շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ: Թեև հունիսի որոշումից անմիջապես հետո քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի վերաբերյալ շուկայի սպասումները հիմնականում մնացել են անփոփոխ, այդուհանդերձ, նախորդ հարցման համեմատությամբ նկատվել է 1 տարի հետո տոկոսադրույքի ավելի ցածր մակարդակ ակնկալող մասնակիցների տեսակարար կշռի նվազում: Սա, հավանաբար, նշանակում է, որ շուկան ընկալել է հստակ որոշման հիմքում առկա տրամաբանությունն ու ապագային միտված ուղղորդումը և համարժեքորեն ճշգրտել է իր սպասումները: Այս համատեքստում, շուկայի մասնակիցների մեծամասնությունն ակնկալել է 1 տարի հետո տոկոսադրույքի կայունացում 6.25%-6.50%-ի շուրջ:

Օգոստոսի որոշումից առաջ ֆինանսական շուկայի մասնակիցները շարունակել են ակնկալել քաղաքականության տոկոսադրույքի դանդաղ տեմպով նվազեցում և 1 տարի հետո կայունացում 6.25%-6.50%-ի շուրջ: Այս դեպքում ֆինանսական շուկայի մասնակիցների կողմից նշված՝ վերևի ուղղությամբ հիմնական դատողությունները կապված են եղել աշխարհաքաղաքական և միջազգային առևտրային հարաբերություններում լարվածության սրման և ընդհանուր տնտեսական անորոշությունների ավելացման հետ, մինչդեռ ներքևի ուղղությամբ դատողությունները, հիմնականում կապված ՀՀ-ում պահանջարկի պայմանների թուլացման հետ, մնացել են առարկայական:

Գծապատկեր 3. Բ.6ա. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգիծ



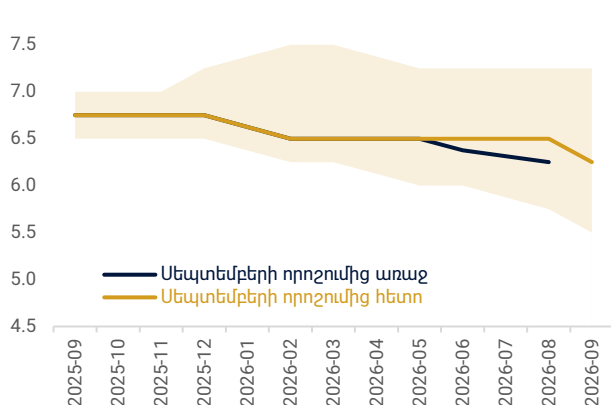
Գծապատկեր 3. Բ.6բ. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող մակարդակը 1 տարի հետո



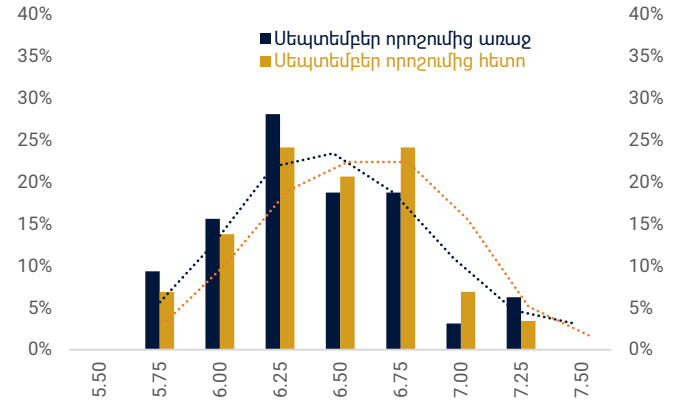
2025 թ. օգոստոսի 5-ի նիստում, արձանագրելով Ա տիպի ռիսկերի ավելացումն ու կարևորելով դրանցից բխող մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը, ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշել է անփոփոխ թողնել քաղաքականության տոկոսադրույքը: ԿԲ այս հաղորդագրությունը շուկային շարունակել է ազդարարել, որ Ա տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը պահանջում է միջնաժամկետ հորիզոնում շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ: Որոշումից անմիջապես հետո անցկացված հարցման արդյունքները ցույց են տալիս, որ շուկան անմիջապես արձագանքել է քաղաքականության՝ ապագային միտված ուղղորդմանը, ինչի արդյունքում քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգիծը տեղաշարժվել է դեպի վերև և արտացոլել 1 տարի հետո տոկոսադրույքի կայունացումը ավելի բարձր մակարդակում (6.50%): Կարևոր է նշել, որ, թեև շուկայի մասնակիցների մեծամասնությունը քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգծի վերաբերյալ սպասումներում գնանշել է տոկոսադրույքի չափավոր նվազեցում, այդուհանդերձ, մի խումբ մասնակիցներ ակնկալել են տոկոսադրույքի պահպանումը ընթացիկ մակարդակում կամ նույնիսկ ընթացիկ մակարդակի համեմատությամբ որոշակի աճ: Սա կարող է արտացոլել շուկայի մասնակիցների կողմից Ա տիպի ռիսկերի վերաբերյալ մտավախությունների աճը:

2025 թ. սեպտեմբերի որոշումից առաջ անցկացված հարցման արդյունքներով շուկայի մասնակիցները շարունակել են հիմնականում ակնկալել քաղաքականության տոկոսադրույքի դանդաղ տեմպով նվազեցում և 1 տարվա հորիզոնում կայունացում 6.25%-ի շուրջ: Այս պարագայում, թեև հարցվողների մեծամասնությունն ակնկալում էր տոկոսադրույքի դանդաղ տեմպով նվազման ուղեգիծ, այդուհանդերձ, նրանց մոտ 20%-ն ակնկալում էր 1 տարվա հորիզոնում տոկոսադրույքի նվազեցում 0.25 տոկոսային կետով, մինչդեռ համադրելի՝ մոտ 20%-ը սպասում էր ընթացիկ մակարդակում տոկոսադրույքի պահպանում: Շուկայի մասնակիցների կողմից տոկոսադրույքի հետագա միտումների վերաբերյալ տարակարծությունը կարող է պայմանավորված լինել շուկայում ընթացիկ տնտեսական զարգացումների և հիմնարար պայմանների վերաբերյալ տարբեր մեկնաբանությունների առկայությամբ: Այսպես՝ հարցման արդյունքներով շուկայի մասնակիցների կողմից նշված՝ վերևի ուղղությամբ հիմնական դատողությունները վերաբերել են ՀՀ-ում հարկաբյուջետային քաղաքականության ավելի ընդլայնողական ազդեցության ձևավորմանը, երկրի ռիսկի հավելավճարի հնարավոր աճին, համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումների ընդլայնմանը, աշխարհաքաղաքական լարվածության պահպանմանը, ներքին տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների ձևավորմանը և այլն: Մյուս կողմից՝ ներքևի ուղղությամբ հիմնական նկատառումները վերաբերել են համաշխարհային տնտեսության աճի հեռանկարի վատթարացմանը, արտաքին պահանջարկի դանդաղմանը, անշարժ գույքի շուկայի ճգնաճեղքմանը և այլն:

Գծապատկեր 3. Բ.7ա. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգիծ



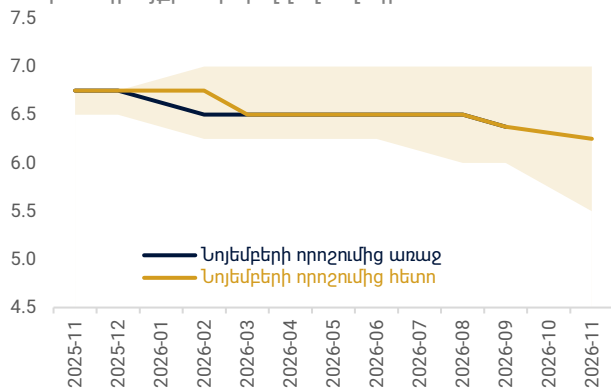
Գծապատկեր 3. Բ.7բ. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող մակարդակը 1 տարի հետո



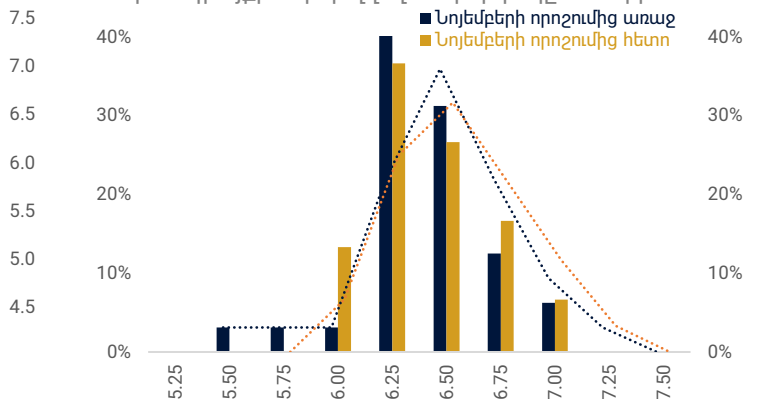
2025 թ. սեպտեմբերի 16-ի նիստում, **կարևորելով Ա տիպի սցենարներից բխող մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը**, ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշեց անփոփոխ թողնել քաղաքականության տոկոսադրույքը: Այս որոշմամբ խորհուրդը շարունակել է հաղորդակցել, որ Ա տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը պահանջում է միջնաժամկետ հորիզոնում շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ: Որոշումից հետո անցկացված հարցման արդյունքները ցույց են տալիս, որ տոկոսադրույքի աստիճանական և չափավոր նվազման ուղեգիծ ակնկալող մասնակիցների տեսակարար կշռի որոշակի նվազմանը զուգահեռ նկատվել է քաղաքականության տոկոսադրույքի ընթացիկ մակարդակում պահպանման, իսկ որոշ դեպքերում նաև դրա հնարավոր բարձրացման սպասումներ ունեցող մասնակիցների տեսակարար կշռի աճ, ինչը կարող է վկայել, որ ԿԲ հաղորդակցումը շուկայի համար եղել է արդյունավետ և ընկալելի:

Նույնների որոշումից առաջ անցկացված հարցման արդյունքները ցույց են տալիս, որ ֆինանսական շուկայի մասնակիցներն առաջիկա 1 տարվա հորիզոնում ակնկալել են քաղաքականության տոկոսադրույքի դանդաղ տեմպով աստիճանական նվազեցում և կայունացում 6.25%-ի շուրջ: Թեև շուկայի մասնակիցները, ընդհանուր առմամբ, համակարծիք էին տարվա ընթացքում տոկոսադրույքի 0.25-0.5 տոկոսային կետով նվազեցման վերաբերյալ, այնուամենայնիվ, նրանց որոշ՝ ավելի փոքր հատվածն ակնկալում էր տոկոսադրույքների ավելի մեծ չափով նվազեցում, մինչդեռ մյուս մասնակիցները նույնիսկ չէին բացառում ընթացիկ մակարդակի նկատմամբ տոկոսադրույքի որոշակի աճ: Վերոնշյալ գնահատականների հիմքում առկա վերևի ուղղությամբ հիմնական դատողությունները վերաբերել են ՀՀ տնտեսությունում գնաճային միջավայրի հետագա ընդլայնմանը, տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների ձևավորմանը և խորացմանը, երկրի ռիսկի հավելավճարի հնարավոր աճին, աշխարհաքաղաքական անորոշությունների պահպանմանը և այլն: Մյուս կողմից՝ ներքևի ուղղությամբ հիմնական դատողությունները կապված են եղել համաշխարհային տնտեսության աճի հեռանկարի վատթարացման և արտաքին պահանջարկի հնարավոր թուլացման հետ:

**Գծապատկեր 3. Բ.8ա. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգիծ**



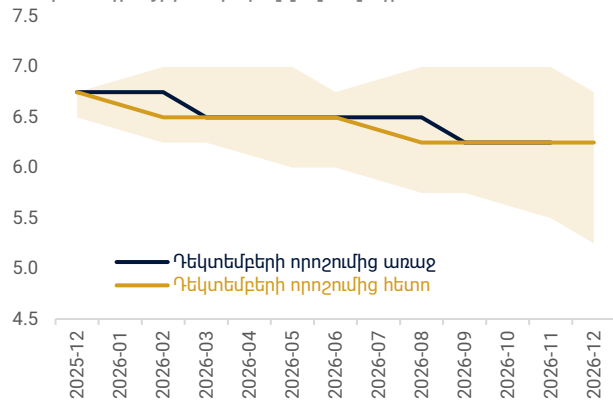
**Գծապատկեր 3. Բ.8բ. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող մակարդակը 1 տարի հետո**



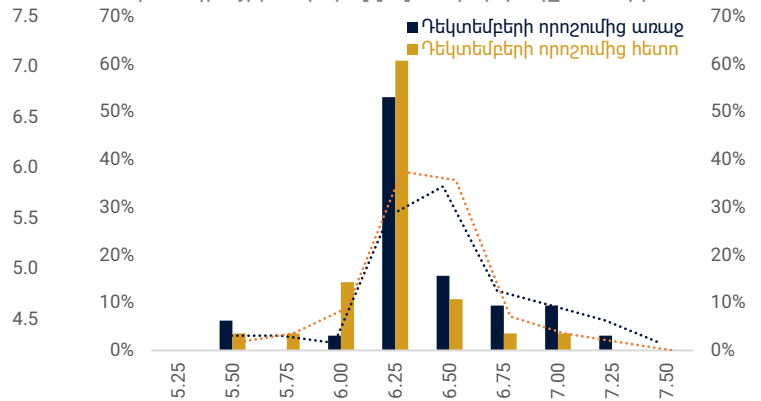
2025 թ. նոյեմբերի 4-ի նիստում, **կարևորելով Ա տիպի սցենարներից բխող մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը**, ՀՀ ԿԲ խորհուրդը ներկա շրջափուլում որոշեց անփոփոխ թողնել քաղաքականության տոկոսադրույքը: Վերջին որոշումների ընթացքում խորհուրդը շարունակել է հաղորդակցել, որ Ա տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը պահանջում է միջնաժամկետ հորիզոնում շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ: Այս համատեքստում, նախորդ հարցման համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգիծը մնացել է անփոփոխ և արտահայտել է 1 տարի հետո տոկոսադրույքի կայունացումը 6.25%-6.50%-ի շուրջ: Գծապատկեր 3.Բ.8բ-ից երևում է, որ շուկայի մասնակիցների գերակշիռ մասը շարունակել է ակնկալել տոկոսադրույքի աստիճանական և չափավոր նվազեցման ուղեգիծ, մինչդեռ առանձին խմբեր հակված են եղել քաղաքականության տոկոսադրույքի ընթացիկ մակարդակի պահպանման, իսկ որոշ դեպքերում նաև դրա հնարավոր բարձրացման սցենարին:

Դեկտեմբերի որոշումից առաջ անցկացված հարցման արդյունքներով շուկայի մասնակիցներն ակնկալել են քաղաքականության տոկոսադրույքի դանդաղ տեմպով աստիճանական նվազեցման ուղեգիծ և 1 տարի հետո կայունացում 6.25%-ի շուրջ: Չնայած մասնակիցների մեծամասնությունն ակնկալել է տոկոսադրույքի աստիճանական նվազման ուղեգիծ, այնուամենայնիվ, հարցվածների մոտ 40%-ը կանխատեսել է ավելի դանդաղ տեմպ կամ նույնիսկ չի բացառել ընթացիկ մակարդակի նկատմամբ տոկոսադրույքի հնարավոր աճ: Սա ցույց է տալիս, որ շուկայի մասնակիցների աճող հատվածն իր սպասումներում ավելի մեծ կշիռ է տալիս տնտեսությունում գնաճային միջավայրի ընդլայնման սցենարներին՝ համապատասխանաբար բարձր գնահատելով նաև քաղաքականության ավելի պահպանողական կամ նույնիսկ խստացնող ուղեգծի հնարավորությունը: Այս համատեքստում, վերևի ուղղությամբ հիմնական դատողությունները կապված են եղել համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումների ավելացման և տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների ընդլայնման հետ: Միաժամանակ, ներքևի ուղղությամբ հիմնական դատողությունները կապված են եղել համաշխարհային տնտեսության աճի հեռանկարի վատթարացման և արտաքին պահանջարկի հնարավոր թուլացման հետ:

Գծապատկեր 3. Բ.9ա. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգիծ



Գծապատկեր 3. Բ.9բ. Քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող մակարդակը 1 տարի հետո

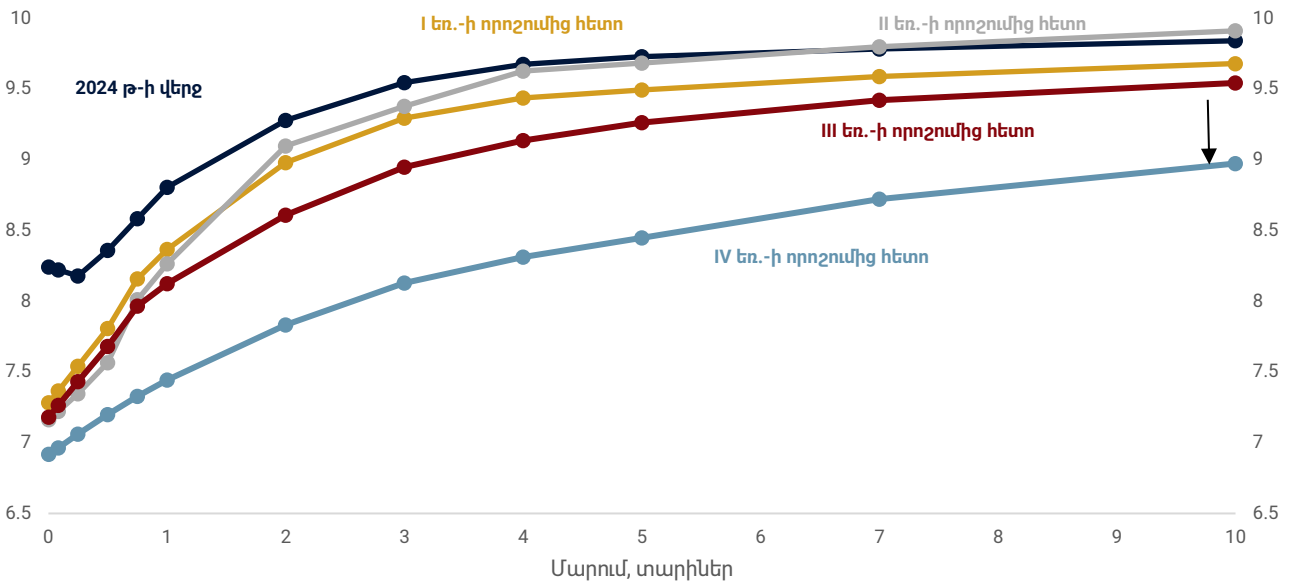


2025 թ. դեկտեմբերի 16-ի նիստում, **հավասարակշռելով Ա և Բ տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը**, ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշեց շուկայի սպասումներին համահունչ իջեցնել քաղաքականության տոկոսադրույքը: Վերջին չորս որոշումներից ի վեր սա պաշտոնական հաղորդակցման առաջին փոփոխությունն էր, որը ենթադրում էր ռիսկերի կառավարման մոտեցման այլ տրամաբանություն: Այսպես՝ եթե նախորդ որոշումներում խորհուրդը կարևորում էր Ա տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը, ինչը միջնաժամկետում կարող էր պահանջել շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ, ապա վերջին որոշման հիմքում ընկած ռիսկերի կառավարման մոտեցումը ենթադրում էր ռիսկերի կառավարման ավելի հավասարակշռված տրամաբանություն, որը կարևորում էր նաև Բ տիպի սցենարներից բխող մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը: Այս հաղորդակցումը շուկային ազդարարել է, որ ԿԲ-ի գործողություններն արտացոլում են ռիսկերի հաշվեկշռի նկատմամբ հավասարակշռված մոտեցում, և որ տոկոսադրույքի դանդաղ ու չափավոր տեմպով նվազեցումը համահունչ է շուկայի սպասումներին: Դեկտեմբերի որոշումից անմիջապես հետո անցկացված հարցման արդյունքները ցույց են տալիս, որ քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազեցման ավելի դանդաղ տեմպ կամ նույնիսկ ընթացիկ մակարդակի նկատմամբ հնարավոր աճ ակնկալող մասնակիցների տեսակարար կշիռը, նախորդ հարցման համեմատությամբ, զգալիորեն նվազել է՝ 38%-ից հասնելով 18%-ի: Սա վկայում է, որ ԿԲ հաղորդակցումը եղել է արդյունավետ և շուկայի կողմից ընկալելի: Միևնույն ժամանակ, մասնակիցների ճնշող մեծամասնությունը (մոտ 60%-ը) ակնկալել է 1 տարի հետո քաղաքականության տոկոսադրույքի կայունացում 6.25%-ի շուրջ, ինչը նշանակում է, որ շուկայի մասնակիցները, ընդհանուր առմամբ, համաձայն են, որ քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ հաջորդ քայլերը կլինեն դանդաղ և չափավոր:

## Գ. Եկամտաբերության կորի զարգացումներ

2023 թ. ընթացքում, արտաքին պահանջարկի շուկայի, բարձր գնաճային միջավայրի, ինչպես նաև սեպտեմբերին աշխարհաքաղաքական զարգացումների և բյուջեի ծախսերի աճի սպասումների պայմաններում, եկամտաբերության կորը տեղաշարժվել էր դեպի վերև: 2024 թ. ընթացքում, վերոնշյալ գործոնների աստիճանական չեզոքացմանը, գնաճային սպասումների աստիճանական ճշգրտմանը և քաղաքականության տոկոսադրույքի շարունակական նվազմանը զուգահեռ, դիտվել է դեպի ներքև տեղաշարժ կորի ամբողջ երկայնքով: 2025 թ. առաջին եռամսյակի ընթացքում եկամտաբերության կորը տեղաշարժվել է դեպի ներքև: Սա արտացոլել է մի կողմից՝ քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգծի վերաբերյալ շուկայի մասնակիցների սպասումների ճշգրտումը դեպի ներքև, մյուս կողմից՝ մակրոտնտեսական ռիսկերի վերաբերյալ պատկերացումների հնարավոր վերագնահատումը՝ կապված պետական պարտքի կայունացման և պակասուրդի ֆինանսավորման վերաբերյալ ռիսկերի հնարավոր վերանայման, ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի նվազման և այլ շուկայական դատողությունների հետ:

Գծապատկեր 3.Գ.1. Եկամտաբերության կորի զարգացումները 2025 թ.



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

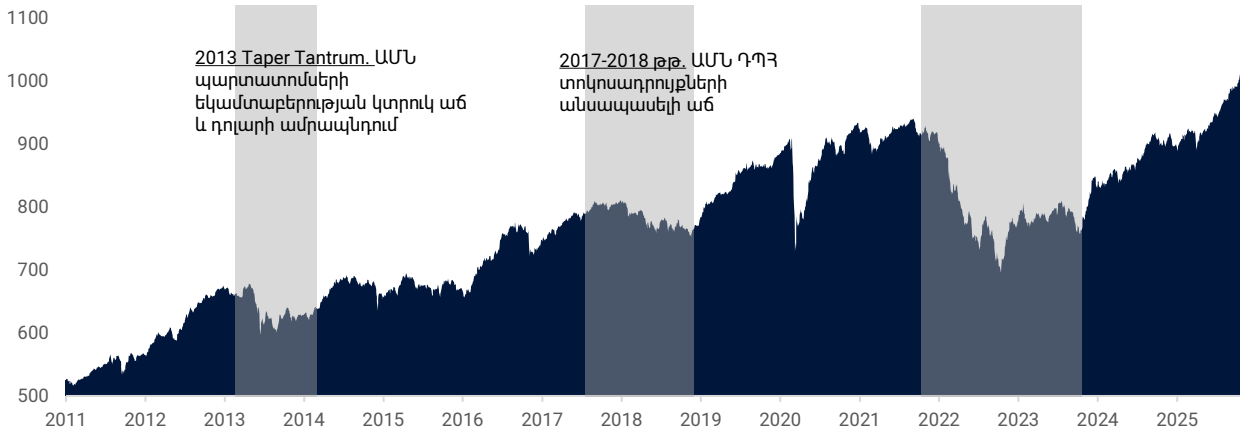
2-րդ եռամսյակի ընթացքում եկամտաբերության կորը, ընդհանուր առմամբ, պահպանվել է կայուն, սակայն կորի երկարաժամկետ հատվածում նկատվել են բարձրացման ուղղությամբ փոքր տեղաշարժեր: Դա կարող է արտացոլել երկարաժամկետ տոկոսադրույքների թույլ աճի վերաբերյալ սպասումները, ինչպես նաև մակրոտնտեսական ռիսկերի գծով պատկերացումների հնարավոր վերագնահատումը: Վերջինը, մասնավորապես, արտահայտում է ՀՀ պետական պարտքի կայունության, ԱՄՆ-ում երկարաժամկետ տոկոսադրույքների, աշխարհաքաղաքական անորոշությունների և այլ ռիսկերի վերանայումը: 3-րդ և հատկապես 4-րդ եռամսյակում նկատվել է եկամտաբերության կորի ամբողջ երկայնքով էական՝ դեպի ներքև տեղաշարժ՝ հատկապես կորի երկարաժամկետ հատվածում:

Եկամտաբերության կորի նմանատիպ զարգացումն արտացոլել է մի շարք գործոնների ազդեցությունը, այսպես՝

**ա) Զարգացող երկրների նկատմամբ ընդհանուր տրամադրվածության բարելավում:** Մի կողմից՝ զարգացած երկրներում քաղաքականության անորոշության և, մյուս կողմից՝ զարգացող երկրներում շարունակական կառուցվածքային բարեփոխումների պայմաններում զարգացող երկրների ռիսկի հավելավճարներն էականորեն նվազել են: Այս առումով, հիմնական անորոշությունները կապված են այն հարցի հետ, թե արդյոք զարգացող երկրներում ռիսկի հավելավճարի նվազումը հիմնարարներով պայմանավորված բարելավում է, թե անհարկի լավատեսության արդյունք: Պատմականորեն, զարգացող երկրներն ավելի զգայուն են եղել համաշխարհային տնտեսական ցնցումների նկատմամբ: Այդուհանդերձ, վերջին տարիներին զարգացող երկրների մեծ մասը տնտեսական ցնցումների հանդեպ ցուցաբերել է բավականին մեծ դիմակայություն, ինչն արտահայտվել է ՀՆԱ և գնաճի ավելի փոքր տատանողականությամբ: Այս համատեքստում, զարգացող երկրներում իրականացված ինստիտուցիոնալ, կառուցվածքային բարեփոխումները, դրամավարկային քաղաքականության նկատմամբ վստահության աճը, հարկաբյուջետային կայունության ձեռքբերումն ամուր հիմքեր են ստեղծել մակրոտնտեսական կայունության ապահովման գործընթացում: Միևնույն ժամանակ, ներքին կապիտալի շուկաների զարգացումը նպաստել է օտարերկրյա կապիտալից կախվածության նվազմանը, ինչը դրսևորվել է տեղական արժույթով թողարկված պարտատոմսերի տեսակարար կշռի զգալի աճով և որոշակիորեն նվազեցրել երկրների խոցելիությունը համաշխարհային տնտեսական շուկերի նկատմամբ: Ի լրումն՝ մակրոպրոդուկցիայի գործիքների կիրառումը և ֆինանսական համակարգի կարգավորման ուղղված հիմնակարգերի բարելավումը զգալիորեն նպաստել են կապիտալի արտահոսքի և փոխարժեքի տատանողականության ռիսկերի հնարավոր ազդեցությունների մեղմմանը: 2025 թ. ԱՄՆ Նոր վարչակազմի կողմից առևտրային քաղաքականության խստացումը, բյուջեի պակասուրդի պլանավորվող խորացումը և պարտքի կայունության վերաբերյալ հարցերը համաշխարհային գնաճային միջավայրի ընդլայնման և ԱՄՆ երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքի հնարավոր աճի շուրջ զգալի մտահոգությունների աղբյուր են հանդիսացել: Արդյունքում՝ ներդրողների համար ավանդական «անվտանգ ակտիվները» (safe havens), այդ թվում՝ ԱՄՆ և այլ զարգացած երկրների պետական պարտատոմսերը, միգրացիոն, դարձել են պակաս գրավիչ: Նմանատիպ անորոշությունների պայմաններում ձևավորվել են կայուն մակրոտնտեսական միջավայր, ամուր ֆինանսական համակարգ և առավել արդյունավետ տնտեսական քաղաքականություն ունեցող զարգացող երկրների նկատմամբ տրամադրվածության ընդհանուր բարելավում: Չնայած այս հիմնարար բարեփոխումները մեծ

դերակատարում են ունեցել զարգացող երկրների նկատմամբ ընդհանուր տրամադրվածության բարելավման գործընթացում այդուհանդերձ, չի բացառվում այն սցենարը, որ տրամադրվածության բարելավումը և ռիսկի հավելավճարի նվազումը ցիկլային, օպորտունիստական գործոնների ազդեցության արդյունք են: Այս համատեքստում, հարկ է նշել, որ վերջին տասնամյակների զարգացումները ցույց են տալիս, որ, պատմականորեն, զարգացած երկրները բավականին խոցելի են եղել համաշխարհային տնտեսական շոկերի նկատմամբ: Համաշխարհային տնտեսական ցնցումների պայմաններում, պատմականորեն նկատվել է տրամադրվածության կտրուկ վատթարացում, կապիտալի արտահոսք և ռիսկի հավելավճարի բարձրացում (տե՛ս գծապատկեր 3.9.2):

Գծապատկեր 3.9.2. EMBI ինդեքսը համաշխարհային ֆինանսական պայմանների խստացման ժամանակ



Աղբյուրը՝ Բլումբերգ

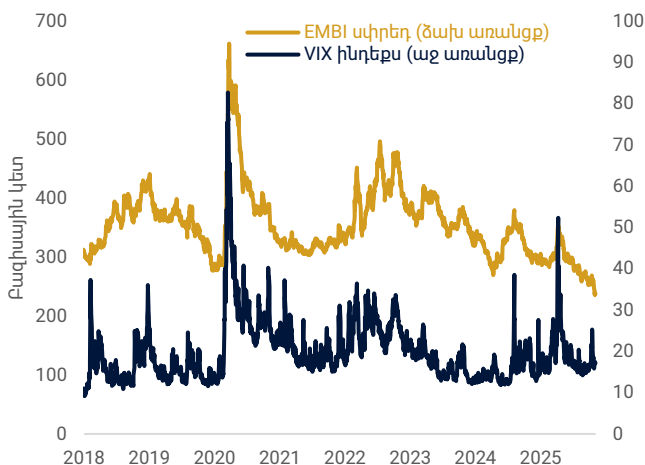
բ) ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների ազդեցություն, կառուցվածքային, երկարաժամկետ գործոններ, այդ թվում՝

- **Տարեսկզբից գնաճի թիրախի իջեցման արդյունքում երկարաժամկետ գնաճային սպասումների նվազում:** ՀՀ տնտեսության և դրամավարկային համակարգի վերջին զարգացումներն ու ձեռքբերումներն ամուր հիմք են ստեղծել ՀՀ ԿԲ-ի համար՝ շարունակելու դրամավարկային քաղաքականության նկատմամբ հանրության վստահության ամրապնդման, դրամավարկային քաղաքականության հիմնական գարգացման և լայնածավալ, երկարաժամկետ բարեփոխումների աշխատանքների իրականացումը, այդ թվում՝ սահմանելով գների կայունության ընկալմանը և ֆինանսատնտեսական համակարգի ներկա կառուցվածքին համահունչ ավելի ցածր գնաճի նպատակային ցուցանիշ: Այս առումով, 2025 թ. ՀՀ կենտրոնական բանկն իջեցրել է գնաճի նպատակային ցուցանիշը 4%-ից 3%-ի: Այս պարագայում, տարբեր ցուցանիշների, այդ թվում՝ գնաճային սպասումների և հիմնարար գնաճը բնութագրող ցուցանիշների վարքագիծը վկայում է, որ ճշգրտումը դեպի նոր թիրախ համեմատաբար արագ է տեղի ունեցել (առավել մանրամասն տե՛ս գլուխ 4): Գնաճի թիրախի նվազեցումը և շուկայի մասնակիցների գնաճային սպասումների համարժեք ճշգրտումը կարող էր նպաստել եկամտաբերության կորի երկարաժամկետ հատվածի՝ դեպի ներքև տեղաշարժին:

Մի կողմից՝ զարգացած երկրներում քաղաքականության անորոշության և, մյուս կողմից՝ զարգացող երկրներում կառուցվածքային բարեփոխումների պարագայում զարգացող երկրների ռիսկի հավելավճարներն էականորեն նվազել են:

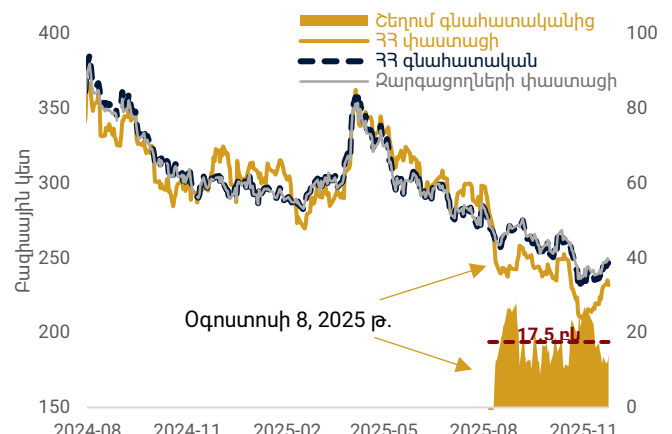
ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի զարգացումները հիմնականում համահունչ են եղել զարգացող երկրների միտումներին, այդուհանդերձ, նկատվել է նաև ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների ազդեցություն:

Գծապատկեր 3.9.3. EMBI սփրեդ



Աղբյուրը՝ Բլումբերգ, FRED

Գծապատկեր 3.9.4. ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի զարգացումները



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ գնահատականներ

- **Տնտեսության արտահանելի հատվածի կարողությունների ընդլայնում և հիմնարար արժևորման սպասումների ձևավորում:** 2022 թ-ից ի վեր արտահանելի ոլորտներում արտադրական կարողությունների և մրցունակության բարձր ու կայուն աճը վկայում է տնտեսությունում հավասարակշռության նոր մակարդակի ձևավորման մասին: Այս պայմաններում, արտադրողականության և արտահանման կարողությունների բարձր աճը նպաստել է ներուժային ՀՆԱ աճի արագացմանը: Ավելին՝ բազմաթիվ հետազոտություններ (տե՛ս Lee and Tang (2003)) ցույց են տալիս, որ փոքր և բաց տնտեսություններում արտադրողականության և արտահանման կարողությունների աճը, որը զուգորդվում է ներդրումային միջավայրի բարելավմամբ և կապիտալի կայուն մեծածավալ հոսքով, կարող է նպաստել տնտեսությունում իրական փոխարժեքի հիմնարար (տրենդային) արժևորմանը (տե՛ս գլուխ 1, բաժին Ա) և կորի երկարաժամկետ հատվածի նվազմանը:
- **Պետական պարտքի հետագծի վերաբերյալ սպասումների բարելավում:** 2025 թ. ընթացքում հարկաբյուջետային քաղաքականության վերաբերյալ հիմնական անորոշությունները կապված էին եկամուտների հնարավոր թերակատարման և ծախսերի աճի հետ, ինչը կարող էր հանգեցնել համախառն պահանջարկի վրա հարկաբյուջետային քաղաքականության ավելի ընդլայնողական ազդեցության և բյուջեի պակասուրդի խորացման: Վերջինս իր հերթին կարող էր աճի ուղղությամբ ճնշումներ գործադրել երկրի ռիսկի հավելավճարի և երկարաժամկետ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա: Տարվա ընթացքում, հարկային վարչարարության բարելավման պայմաններում, եկամուտների հավաքագրման բարձր կատարողականը, ծախսերի կառուցվածքի զգալի բարելավումը, ինչպես նաև 2026 թ-ից պլանավորվող հարկաբյուջետային կոնսոլիդացիան զգալիորեն նվազեցրել են հարկաբյուջետային քաղաքականության վերաբերյալ մտահոգությունները: Արդյունքում՝ պետական պարտքի ուղեգծի վերաբերյալ սպասումների բարելավումը կարող է դրական ազդեցություն ունենալ եկամտաբերության կորի երկարաժամկետ հատվածի՝ դեպի ներքև տեղաշարժի վրա:
- **Դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության աստիճանական փոխանցում տնտեսությանը** (տե՛ս ներգլխի 2 և 3):

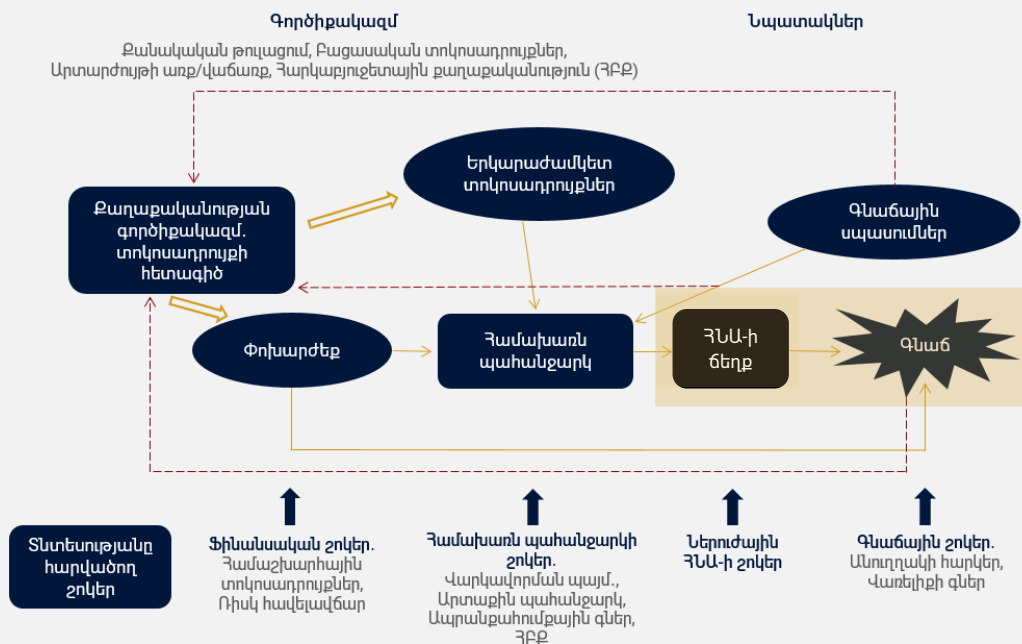
գ) ՀՀ-ին ներհատուկ գործոնների ազդեցություն, ոչ կառուցվածքային գործոններ, օրինակ՝

**Ֆինանսական շուկայում դրամային իրացվելիության աճ պարտադիր պահուստավորման նորմատիվի նվազեցման արդյունքում:** Ֆինանսական շուկայում դրամային իրացվելիության աճը կարող էր հանգեցնել պետական պարտատոմսերի նկատմամբ պահանջարկի աճի՝ դրանով իսկ նպաստելով եկամտաբերության նվազմանը: Ի տարբերություն կառուցվածքային գործոնների, այս գործոնների ազդեցությունը կարող է կրել կարճաժամկետ բնույթ:

## Ներգիր 2. Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմը:

Դրամավարկային քաղաքականությունը ենթադրում է քաղաքականության գործիքակազմի վերաբերյալ որոշումների կայացում, իսկ դրամավարկային փոխանցումային մեխանիզմն արտահայտում է այդ գործիքների ազդեցությունը տնտեսության վրա: Դրամավարկային քաղաքականության որոշումներն ազդում են ֆինանսական համակարգի այլ տոկոսադրույքների վրա, որոնց փոփոխությունն էլ փոխանցվում է տնտեսական գործակալների վարքագծին և որոշումների կայացմանը տարբեր ուղիներով՝ ի վերջո արտացոլվելով համախառն պահանջարկի և գնաճի զարգացումներում: Հարկ է նշել, որ քաղաքականության տոկոսադրույքի սպասվող ուղեգծի փոփոխությունները փոխանցվում են տնտեսությանն աստիճանաբար, ուստի դրամավարկային քաղաքականության ամբողջական ազդեցությունը տնտեսության և գնաճի վրա պահանջում է որոշակի ժամանակ: Կենտրոնական բանկերն իրենց հիմնական նպատակի՝ գների կայունության ապահովման համար կարող են ընտրել դրամավարկային քաղաքականության տարբեր ռազմավարություններ, այդ թվում՝ գնաճի նպատակադրում, փոխարժեքի նպատակադրում, փողի ազդեցատների նպատակադրում և այլն: Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ներքո ԿԲ-ները հետևողական են՝ կարգավորելու քաղաքականության տոկոսադրույքը, որպեսզի միջնաժամկետ հորիզոնում խարսխեն գնաճը և գնաճային սպասումները: Հիմնական ուղիները, որոնց միջոցով դրամավարկային քաղաքականությունն ազդում է տնտեսության վրա, տոկոսադրույքի, փոխարժեքի և գնաճային սպասումների ուղիներն են (տե՛ս գծապատկեր Ն.2.1):

### Գծապատկեր Ն.2.1. ԴԿԲ փոխանցումային մեխանիզմը



**Տոկոսադրույքի ուղին** ԴԿԲ փոխանցումային մեխանիզմի կարևոր բաղադրիչ է: Քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ սպասումներն էականորեն ազդում են երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա: Երբ ԿԲ-ն որոշում է կայացնում քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ, դա ազդում է միջբանկային կարճաժամկետ տոկոսադրույքների վրա, որն իր հերթին, որպես իրացվելիության գին, կարող է փոխանցվել կարճաժամկետ ավանդների և վարկավորման տոկոսադրույքներին: Այս համատեքստում, քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ սպասումները կենսական նշանակություն ունեն, քանի որ դրանք ուղղակիորեն ազդում են երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա՝ դրանով իսկ ազդելով տնային տնտեսությունների և ձեռնարկությունների որոշումների վրա:

**Փոխարժեքի ուղին** հատկապես կարևոր է ՀՀ-ի նման փոքր բաց տնտեսությունների համար: Տոկոսադրույքների փոփոխություններն ազդում են ֆինանսական ակտիվների եկամտաբերության, այդ թվում՝ ազգային արժույթի փոխարժեքի վրա: Քաղաքականության բարձր տոկոսադրույքը սովորաբար ավելի գրավիչ է դարձնում տեղական արժույթով պարտատոմսերը՝ հանգեցնելով ազգային արժույթի արժևորմանը: Սա իր հերթին ազդում է առևտրային հաշվեկշռի և գնաճի վրա՝ ներմուծման և արտահանման գների, ինչպես նաև արտաքին պահանջարկի փոփոխությամբ: Այս ուղին էլ ավելի կարևոր է դառնում այն տնտեսություններում, որտեղ ներքին սպառման ապրանքների զգալի մասը ներմուծվում է: Այդ դեպքում փոխարժեքի տատանումներն ուղղակիորեն ազդում են գնաճի վրա, քանի որ դրանք արագորեն վերածվում են ներմուծվող ապրանքների գների փոփոխության: Սա ընդգծում է նաև արտաքին ցնցումների նկատմամբ այդ տնտեսությունների զգայունությունը:

**Գնաճային սպասումները**, որոնք կախված են նաև ԿԲ-ի նկատմամբ վստահությունից, փոխանցումային մեխանիզմի մեկ այլ կարևոր տարր են: Դրամավարկային քաղաքականության հաջողությունը մեծապես կախված է տնտեսական գործակալների գնաճային սպասումներից: Դրանք անհատների, տնային տնտեսությունների, գործարարների և ֆինանսական շուկաների պատկերացումներն են ապագա գնաճի կանխատեսվող մակարդակի վերաբերյալ: Այդ սպասումները կարևոր դեր են խաղում տնտեսական որոշումների կայացման գործընթացում: ԿԲ-ն դրամավարկային քաղաքականության իր որոշումներով և հաղորդակցմամբ կարող է ազդել հանրության գնաճային սպասումների, հետևաբար նաև ամբողջական պահանջարկի և գնաճի վրա: Այս համատեքստում, Կենտրոնական բանկը մեծ ուշադրություն է դարձնում գնաճային սպասումներին, քանի որ դրանք ուղղակիորեն ազդում են դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության վրա: Եթե գնաճային սպասումները խարսխված են, ավելի հեշտ է կառավարել գնաճը տոկոսադրույքների ճշգրտման և քաղաքականության այլ գործիքների միջոցով, որը նաև համահունչ է վստահելիության գաղափարին: Հակառակը, երբ գնաճային սպասումները զգալիորեն բարձր են գնաճի թիրախից, գնաճը զսպելու համար Կենտրոնական բանկը պետք է ավելի կոշտ միջոցառումներ ձեռնարկի:

### Ներգիր 3. Ինչպե՞ս է դրամավարկային քաղաքականությունն ազդում շուկայական որոշ տոկոսադրույքների վրա:

Պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության կորը ցույց է տալիս տվյալ պահին պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության և մարման ժամկետների միջև կապը: Այն, ըստ էության, շուկայում տարբեր ժամանակային հորիզոնների համար փոխառության գնանշման գրաֆիկական արտացոլումն է՝ ապագայում սպասվող կարծաժամկետ տոկոսադրույքների վերաբերյալ տեղեկատվությունը համադրելով երկարաժամկետ ռիսկ կրելու դիմաց փոխհատուցման հետ: Եթե կարծաժամկետ գործիքները սերտորեն կապված են ներքին դրամավարկային պայմանների հետ, ապա երկարաժամկետ պարտատոմսերի եկամտաբերությունը ներառում է դրամավարկային քաղաքականության ապագա ուղեգծի վերաբերյալ սպասումները, երկարաժամկետ գնաճային սպասումները, ինչպես նաև տնտեսության հիմքում ընկած կառուցվածքային գործոնները՝ արտադրողականության աճը, հարկաբյուջետային կայունությունը և ռիսկերի ավելի լայն շրջանակ: Հետևաբար՝ եկամտաբերության կորի զարգացումները կարևոր տեղեկատվություն են պարունակում տնտեսության ֆինանսական պայմանների վերաբերյալ:

Դրամավարկային քաղաքականությունը տնտեսության վրա ազդում է մի քանի ուղիներով<sup>3</sup>: Քաղաքականության տոկոսադրույքը որոշում է կարծաժամկետ փողի գինը և, հետևաբար, ավելի անմիջականորեն է փոխկապակցված կարծաժամկետ (պարտատոմսեր կամ ավանդներ) տոկոսադրույքների հետ: Երկարաժամկետ տոկոսադրույքների ձևավորման տեսանկյունից՝ կարծաժամկետ իրացվելիության գինը ֆինանսական շուկայում սահմանափակ ազդեցություն ունի: Երկարաժամկետ տոկոսադրույքների առումով, ավելի կարևոր են քաղաքականության տոկոսադրույքի ապագա ուղեգծի վերաբերյալ սպասումները, հավասարակշիռ տոկոսադրույքի մակարդակը (չեզոք տոկոսադրույք), երկարաժամկետ գնաճային սպասումները, ժամկետայնության հավելավճարները և այլ գործոններ: Պատկերացնենք՝ վստահելի ԿԲ-ն ագրեսիվ կերպով արձագանքում է տնտեսական ցնցումներին՝ իրականացնելով կարծաժամկետ փոփոխություններ, որոնք երկարաժամկետ հատվածում ապահովում են գների կայունությունը: Լավ խարսխված գնաճային սպասումների պայմաններում կարծաժամկետ տոկոսադրույքների փոփոխությունները կարող են միայն երկարաժամկետ տոկոսադրույքների աննշան փոփոխություններ առաջացնել: Սա նշանակում է, որ երկարաժամկետ եկամտաբերությունը ձևավորող հիմնարար գործոններից շատերը, այդ թվում՝ երկարաժամկետ գնաճային սպասումները և չեզոք տոկոսադրույքը, կարծաժամկետ տնտեսական ցնցումների դեպքում տատանողականություն չեն դրսևորում: Այլ կերպ ասած՝ երկարաժամկետ տոկոսադրույքների մեծ տատանումների բացակայությունը վկայում է արդյունավետ և վստահելի դրամավարկային քաղաքականության համակարգի մասին:

Միջազգային փորձը հաստատում է մարման ժամկետից կախված այս օրինաչափությունը: Զարգացած տնտեսություններում, ինչպիսին է Ամերիկայի Միացյալ Նահանգները (հատկապես մինչև 2020 թ.), ինչպես նաև վստահելի դրամավարկային հիմնակարգ ունեցող մի շարք զարգացող շուկաներում՝ քաղաքականության տոկոսադրույքների ժամանակավոր ճշգրտումները հաճախ հանգեցրել են երկարաժամկետ եկամտաբերության չնչին կամ աննշան տատանումների: Սա արտացոլում է գնաճային սպասումների լիարժեք խարսխումը, կենտրոնական բանկի՝ գների կայունության հանձնառություն կրողի հանդեպ շուկայի վստահությունը և երկարաժամկետ տոկոսադրույքների՝ ապագային միտված բնույթը: ԱՄՆ-ում այս օրինաչափությունը հաստատվում է դրամավարկային քաղաքականության տարբեր իրադարձությունների ուսումնասիրություններով (event studies): Դրանք ցույց են տալիս, որ քաղաքականության տոկոսադրույքի անսպասելի փոփոխություններն ամենամեծ ազդեցությունն ունենում են կարծաժամկետ եկամտաբերության վրա, մինչդեռ եկամտաբերության կորի երկայնքով այդ ազդեցությունը հետզհետե նվազում է՝ մարման ժամկետների երկարությանը զուգընթաց: Այս փաստարկը վերահաստատում է այն տեսակետը, որ երկարաժամկետ եկամտաբերությունը մեծապես պայմանավորված է քաղաքականության տոկոսադրույքի ապագա ուղեգծի վերաբերյալ սպասումներով, միջնաժամկետ ու երկարաժամկետ գնաճով և ժամկետայնության հավելավճարով (term premia), այլ ոչ թե առանձնահատուկ (իդիոսինկրատիկ) ցնցումներին ի պատասխան իրականացվող կարծաժամկետ տոկոսադրույքի ընթացիկ ճշգրտումներով: Նման արդյունքները համահունչ են այն երկրների էմպիրիկ փորձին, որտեղ գործում են վստահելի և թափանցիկ կենտրոնական բանկեր (տե՛ս աղյուսակ Ն.2.1)<sup>4</sup>:

Եկամտաբերության կորի միջնաժամկետ հատվածը հատկապես զգայուն է քաղաքականության տոկոսադրույքի ապագա ուղեգծի վերաբերյալ շուկայական սպասումների նկատմամբ: Գործնականում այս սպասումները կարող են էապես փոխվել՝ ի պատասխան կենտրոնական բանկի հաղորդակցության և հեռանկարային ազդանշանների, որոնք մատնանշում են առաջիկա եռամսյակների ընթացքում դրամավարկային քաղաքականության ուղեգծի հնարավոր փոփոխությունը: Արդյունքում կորի միջնաժամկետ հատվածի շարժերը հաճախ կարող են արտացոլել կենտրոնական բանկի ապագային միտված հաղորդակցման (forward guidance), քաղաքականության ակնկալվող ճշգրտումների և զարգացող մակրոտնտեսական պայմանների վերաբերյալ շուկայի ընկալումը:

<sup>3</sup> Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի մանրամասն քննարկումը, ներառյալ տոկոսադրույքի, գնաճային սպասումների, փոխարժեքի ուղիների վերաբերյալ առավել մանրամասն նկարագիրը, ներկայացված են սույն հաշվետվության ներգիր 2-ում և գլուխ 5-ում:

<sup>4</sup> Օգտագործելով և զարգացնելով մեծ հաճախականությամբ իրադարձությունների վերաբերյալ Refet S. Gürkaynak, Brian Sack և Eric Swanson (2005) հետազոտական աշխատանքում ներկայացված մեթոդաբանությունը՝ վերլուծությունը Դաշնային բաց շուկայական կոմիտեի հայտարարությունների բաղադրիչները բաժանում է միմյանցից անկախ երեք գործոնի:

(i) Դաշնային պահուստների համակարգի տոկոսադրույքների նպատակային ցուցանիշի անսպասելի փոփոխություններ,

(ii) Կարծաժամկետ տոկոսադրույքների ապագա ուղեգծի վերաբերյալ սպասումների վրա ազդող՝ ապագային միտված հաղորդակցության ցնցումներ,

(iii) Ակտիվների լայնածավալ գնումներ (QE):

Այս ցնցումները նույնականացվում են Դաշնային բաց շուկայական կոմիտեի յուրաքանչյուր հայտարարության շուրջ նեղ ներքորսայական ժամանակային պատուհաններում տոկոսադրույքային ֆյուչերսների և ԱՄՆ գանձապետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների փոփոխությունների հիման վրա: Այնուհետև ռեգրեսիոն հետազոտության միջոցով որոշվում է գնահատված ցնցումների ազդեցությունը մարման տարբեր ժամկետներում գանձապետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների վրա՝ դրամավարկային քաղաքականության ավանդական և ոչ ավանդական գործիքների անմիջական ազդեցությունը եկամտաբերության կորի վրա գնահատելու համար:

Գործակիցները ստացվել են հետևյալ ռեգրեսիոն մոդելից՝  $Y_{(m,t)} = \beta_1 Z_1(t) + \beta_2 Z_2(t) + \beta_3 Z_3(t) + \varepsilon_t$ ,

որտեղ՝  $t$ -ն համարակալում է հայտարարությունները, իսկ  $Y$ -ը՝ տարբեր մարման ժամկետներով ( $m$ ) պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունները:  $Z_1$ ,  $Z_2$  և  $Z_3$  փոփոխականները ներկայացնում են դրամավարկային քաղաքականության երեք գործիքների փոփոխությունների անանկալ բաղադրիչները: Գործակիցներն արտահայտված են բազիսային կետերով՝ դրամավարկային քաղաքականության գործիքի յուրաքանչյուր ստանդարտ շեղման փոփոխության դիմաց: Աստղանիշները (\*\*\*, \*\*, \*) ցույց են տալիս վիճակագրական նշանակալիությունը (համապատասխանաբար՝ 99%, 95%, 90% վստահության մակարդակ): Գործակիցների մեկնաբանության այլընտրանքային, ավելի պարզ եղանակ. FED FUNDS RATE և FORWARD GUIDANCE տողերի արժեքները կարելի է բազմապատկել համապատասխանաբար՝ 3-ով և 4.4-ով, որպեսզի գործակիցները ներկայացվեն բազիսային կետերով՝ համապատասխան քաղաքականության հայտարարության փոփոխություններին 25 բազիսային կետի չափով արտածին շուկի դիմաց:

**Աղյուսակ Ն.3.1.** ԱՄՆ գանձապետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների վրա դաշնային ֆոնդի տոկոսադրույքի փոփոխությունների, ապագային միտված ուղղորդման (forward guidance) և ակտիվների լայնածավալ գնումների (LSAPs) գնահատված ազդեցությունները

| 1999–2020 թթ. գանձապետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների վրա դրամավարկային քաղաքականության գործիքների փոփոխությունների գնահատված ազդեցությունները |         |         |          |          |          |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
|                                                                                                                                                       | 6 ամիս  | 2 տարի  | 5 տարի   | 10 տարի  | 30 տարի  |
| $\Delta FFR (\beta_1)$                                                                                                                                | 4.22*** | 3.65*** | 2.03*    | 0.89     | 0.03     |
| $\Delta FG (\beta_2)$                                                                                                                                 | 2.11**  | 4.49*** | 4.60***  | 3.58***  | 2.28**   |
| $\Delta QE (\beta_3)$                                                                                                                                 | 0.51*   | 0.08    | -3.22*** | -5.28*** | -4.31*** |

**Աղյուսակ Ն.3.2.** Հրոյական ստորին սահմանով սահմանափակման (ZLB) ժամանակահատվածից հետո ԱՄՆ գանձապետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների վրա դաշնային ֆոնդի տոկոսադրույքի փոփոխությունների, ապագային միտված ուղղորդման և ակտիվների լայնածավալ գնումների գնահատված ազդեցությունները<sup>5</sup>

| 2016–2020 թթ. գանձապետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների վրա դրամավարկային քաղաքականության (MP) երեք տարբեր գործիքների փոփոխությունների գնահատված ազդեցությունները |         |         |          |          |          |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|---------|----------|----------|----------|
|                                                                                                                                                                        | 6 ամիս  | 2 տարի  | 5 տարի   | 10 տարի  | 30 տարի  |
| $\Delta FFR (\beta_1)$                                                                                                                                                 | 3.12*** | 4.45*** | 2.88*    | 0.69     | -1.31    |
| $\Delta FG (\beta_2)$                                                                                                                                                  | 1.79**  | 4.79*** | 5.12***  | 3.58***  | 1.26**   |
| $\Delta QE (\beta_3)$                                                                                                                                                  | 0.25    | -0.88   | -4.08*** | -4.92*** | -4.21*** |

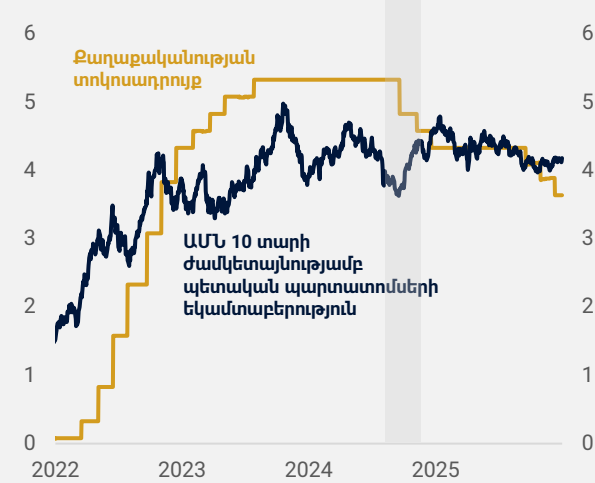
Ավելին՝ քանի որ քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգիծը և երկարաժամկետ գնաճային սպասումները հիմնարար դեր են խաղում միջնաժամկետ և երկարաժամկետ եկամտաբերության ձևավորման հարցում, վստահելի կենտրոնական բանկերը չափազանց մեծ կարևորություն են տալիս իրենց քաղաքականության գործողությունների վերաբերյալ առավելագույն թափանցիկության ապահովմանը։ Թափանցիկության բարձր աստիճանն օգնում է շուկաներին ձևավորել ավելի իրազեկված սպասումներ և նվազեցնում է քաղաքականության հետ կապված անորոշությունը՝ այս առումով նպաստելով երկարաժամկետ եկամտաբերության տատանողականության նվազեցմանը։ Բացի այդ, եկամտաբերության կորի երկարաժամկետ հատվածի վրա ազդում են ոչ միայն ապագա կարճաժամկետ տոկոսադրույքների վերաբերյալ սպասումները, այլև ժամկետայնության հավելավճարները (term premia) և ներդրողների կողմից պահանջվող ռիսկի փոխհատուցումը։ Հարգազած տնտեսություններում ակտիվների լայնածավալ գնումների ծրագրերը կամ քանակական մեղմացումը (quantitative easing) ժամանակ առ ժամանակ օգտագործվել են հենց այս ուղիով երկարաժամկետ եկամտաբերության վրա ազդելու համար։ Հայաստանում կենտրոնական բանկի հաշվեկշռային նման գործիքները դրամավարկային քաղաքականության ստանդարտ գործիքակազմի մաս չեն կազմում, ինչը ենթադրում է, որ երկարաժամկետ եկամտաբերությունն այստեղ կարող է համեմատաբար ավելի շատ ենթարկվել տարբեր ռիսկի հավելավճարների, համաշխարհային պայմանների և երկարաժամկետ սպասումների, քան միայն քաղաքականության տոկոսադրույքի փոփոխությունների ազդեցությանը։

Համավարակից հետո համաշխարհային գնաճային ալիքին ի պատասխան՝ զարգացած և զարգացող բազմաթիվ տնտեսություններում երկարաժամկետ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունները զգալիորեն աճել են։ Այս միտումը Հայաստանում սրվել է 2022–2023 թթ. արտաքին պահանջարկի շուկի, ինչպես նաև տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական լարվածությունների պայմաններում։ Երկարաժամկետ եկամտաբերությունների համատարած աճը կարող էր արտացոլել մի շարք գործոններ, այդ թվում՝ գնաճային սպասումների ավելացման միտումները, ինչպես նաև երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքի ավելի բարձր մակարդակի վերաբերյալ սպասումները։ 2023 թ. սկզբին, երբ Հայաստանում տնտեսական պայմանները կայունացան, և Կենտրոնական բանկն անցավ դրամավարկային քաղաքականության նորմալացման շրջափուլին, երկարաժամկետ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունները նույնպես զգալիորեն նվազեցին։ Սա վկայում էր դրամավարկային քաղաքականության ռեժիմի վստահելիության և արդյունավետության մասին. չնայած 2020 թ-ից հետո գնաճային սպասումներն էապես աճել էին՝ նպաստելով երկարաժամկետ պարտատոմսերի եկամտաբերությունների աճին, դրանք արագորեն վերականգնվեցին քաղաքականության համարժեք արձագանքի և գների կայունության հանձնառության իրագործման արդյունքում։ Մյուս կողմից՝ բազմաթիվ զարգացած տնտեսություններում, ինչպիսին ԱՄՆ-ն է, այս վարքագիծը չի կրկնվել, և երբ ԴԴԴ-ն 2024 թ. վերջին անցավ քաղաքականության մեղմացման փուլին, 10 տարի ժամկետայնությամբ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը դեռևս մնում էր բարձր։ Այս միտումը կարող է բացատրվել մի քանի վարկածով։ (1) Երկարաժամկետ գնաճային սպասումները լիովին չէին խարսխվել նպատակային ցուցանիշի շուրջ, նույնիսկ երբ Կենտրոնական բանկը սկսել էր մեղմացման շրջափուլը՝ արտացոլելով գնաճի նվազեցման «վերջին մղուխ» կայուն դժվարությունները (“last mile” challenges); (2) Երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքը բարձրացել էր՝ հիմնականում պետական պարտքի աճի և առավել տևական գնաճային միջավայրի վերաբերյալ մտահոգություններին ի պատասխան; (3) այդ ակտիվների ընկալվող «ռիսկայնության» վերաբերյալ մտահոգությունները կապված էին ԱՄՆ տնտեսական քաղաքականության և ֆիսկալ կայունության վերաբերյալ անհանգստությունների հետ։

Երկարաժամկետ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների փոփոխությունները կարող են կարևոր ազդակներ պարունակել քաղաքականության վստահելիության վերաբերյալ։

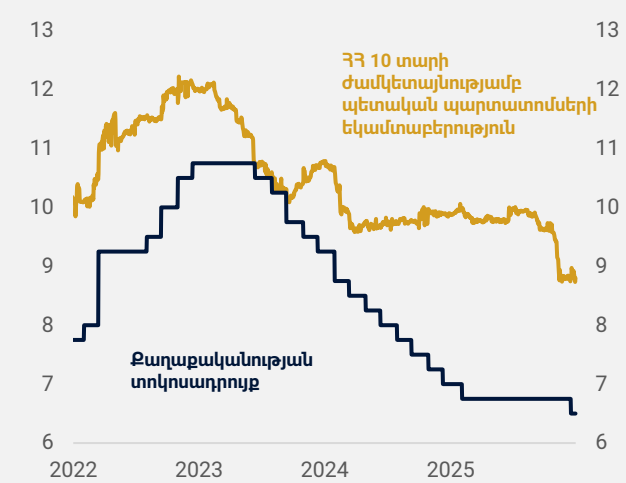
<sup>5</sup> Նշում.  $Y_{m,t} = \beta_1 Z_{1,t} + \beta_2 Z_{2,t} + \beta_3 Z_{3,t} + \epsilon_t$ , ռեգրեսիոն հավասարումների գործակիցներն են, որտեղ՝  $t$ -ն ցույց է տալիս հայտարարությունների հերթականությունը, իսկ  $Y$ -ը՝ տարբեր մարման ժամկետներ (m) ունեցող գանձապետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը։  $Z_1$ ,  $Z_2$  և  $Z_3$  փոփոխականները նշանակում են դրամավարկային քաղաքականության երեք գործիքների փոփոխությունների անսպասելի (անակնկալ) բաղադրիչները։ Գործակիցներն արտահայտված են բազիսային կետերով՝ դրամավարկային քաղաքականության գործիքի մեկ ստանդարտ շեղման փոփոխության դիմաց։ \*\*\*, \*\* և \* աստղանիշներն արտահայտում են վիճակագրական նշանակալիությունը, համապատասխանաբար՝ 99, 95 և 90 տոկոս վստահության մակարդակներում։ Գործակիցների մեկնաբանման այլընտրանքային և ավելի պարզ եղանակը հետևյալն է. բազմապատկել FED FUNDS RATE(FFR) և FORWARD GUIDANCE(FG) տողերը համապատասխանաբար 3-ով և 4.4-ով՝ ստանալու համար գործակիցները բազիսային կետերով՝ համապատասխան քաղաքական հայտարարության փոփոխության 25 բազիսային կետ արտաձևի շուկի դեպքում։

**Գծապատկեր Ն.3.1.** ԱՄՆ 10 տարի ժամկետայնությամբ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերություն և դաշնային ֆոնդի տոկոսադրույք



Աղբյուր՝ FRED

**Գծապատկեր Ն.3.2.** ՀՀ 10 տարի ժամկետայնությամբ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերություն և ԿԲ քաղաքականության տոկոսադրույք



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ

2025 թ. ընթացքում ՀՀ-ում եկամտաբերության կորի կարճաժամկետ հատվածի շարժերը հիմնականում համահունչ են եղել քաղաքականության որոշումներին և հաղորդակցմանը: 2025 թ. սկզբին եկամտաբերության կորի կարճաժամկետ հատվածը տեղաշարժվել է ներքև՝ ի պատասխան ԿԲ-ի կողմից քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազեցման որոշման: Այնուհետև, մինչև տարեվերջ քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելուն զուգընթաց, եկամտաբերության կորի կարճաժամկետ հատվածը մնացել է ընդհանուր առմամբ կայուն: Չորրորդ եռամսյակում կարճաժամկետ եկամտաբերությունները նվազել են՝ դեկտեմբերին քաղաքականության տոկոսադրույքի իջեցմանը համահունչ: Ամփոփելով՝ 2025 թ. ընթացքում եկամտաբերության կորի կարճաժամկետ հատվածում տեղաշարժերը սերտորեն հետևել են դրամավարկային քաղաքականության որոշումներին և քաղաքականության ուղեգծի վերաբերյալ ձևավորվող սպասումներին:

Քաղաքականության տոկոսադրույքի փոփոխության պայմաններում եկամտաբերության կորի կարճաժամկետ հատվածի զգայունությունը պարզ և մեկնաբանելի ձևով գնահատելու համար օգտակար է համեմատել շուկայի վարքագիծը դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կայացման օրերի շրջակայքում և այլ օրերին: ՀՀ տվյալների վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ քաղաքականության որոշումների օրերին մոտ ժամանակահատվածում եկամտաբերությունների վերազնադասարան ակտիվությունը հիմնականում կենտրոնացած է կորի կարճաժամկետ հատվածում: Մասնավորապես՝ գծապատկեր Ն.3.3-ից նկատելի է, որ քաղաքականության տոկոսադրույքի որոշմանը առավել կտրուկ արձագանքում է կորի կարճաժամկետ հատվածը, մինչդեռ երկարաժամկետում փոփոխությունները մոտ են զրոյին: Այս օրինաչափությունը նկատելի է նաև համադրելի երկրների տվյալների ուսումնասիրություններում (տես՝ գծապատկեր Ն.3.4)<sup>6</sup>:

<sup>6</sup> Մենք գնահատում ենք դրամավարկային քաղաքականության որոշումների օրերի ազդեցությունը եկամտաբերությունների տատանողականության վրա՝ Հայաստանի եկամտաբերության կորի երկայնքով յուրաքանչյուր մարման ժամկետի համար առանձին (Day\_1, Month\_1, Year\_30)<sup>7</sup> հասկանալու համար, թե կորի որ հատվածներն են արձագանքում ԴԿԲ որոշումներին (կարճաժամկետ, միջնաժամկետ, թե երկարաժամկետ): Յուրաքանչյուր  $m$  մարման ժամկետի համար կառուցում ենք պարզ «տատանողականության» ցուցիչ՝ որպես եկամտաբերության օրական փոփոխության բացարձակ արժեք:

$$X_{m,t} = |\Delta Y_{m,t}| = |Y_{m,t} - Y_{m,t-1}|$$

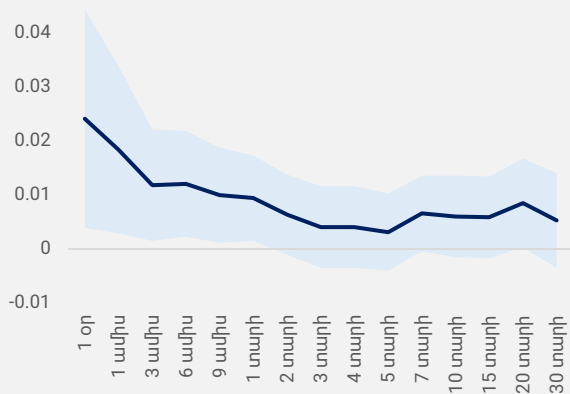
Այնուհետև յուրաքանչյուր մարման ժամկետի համար առանձին գնահատում ենք ռեգրեսիոն մոդել:

$$X_{m,t} = \alpha_m + \beta_m MP_t + \varepsilon_{m,t}$$

որտեղ  $MP_t = 1$  դրամավարկային քաղաքականության որոշումների օրերին և որոշումից հետո առաջին առևտրային օրը, իսկ մնացած բոլոր օրերին  $MP_t = 0$ : Ստանդարտ սխալները հաշվարկվում են հետերոսկեդաստիկությանը դիմացկուն մեթոդով: Գծապատկեր Ն.3.3-ում և Ն.3.4-ում ներկայացված են տարբեր մարման ժամկետների համար  $\beta_m$  գնահատականները (ամբողջական գիծ), իսկ սովորագծված հատվածը ցույց է տալիս համապատասխան 95% վստահության միջակայքը: Դրական  $\beta_m$ -ը նշանակում է, որ  $m$  մարման ժամկետի եկամտաբերությունների օրական սովորական տատանումները դրամավարկային քաղաքականության իրադարձությունների պատուհաններում ավելի մեծ են, քան այլ օրերին: Քաղաքականության տեսանկյունից հիմնական արդյունքն այն է, որ այս արձագանքը կենտրոնացած է եկամտաբերության կորի կարճաժամկետ հատվածում, մինչդեռ միջնաժամկետ և երկարաժամկետ հատվածներում ազդեցությունները փոքր են և վիճակագրորեն 0-ից չտարբերվող, ինչը վկայում է, որ դրամավարկային քաղաքականության որոշումները հիմնականում ազդում են մոտակա ժամանակահատվածի տոկոսադրույքների վրա և միայն թույլ կերպով են փոխանցվում միջին և երկարաժամկետ եկամտաբերություններին:

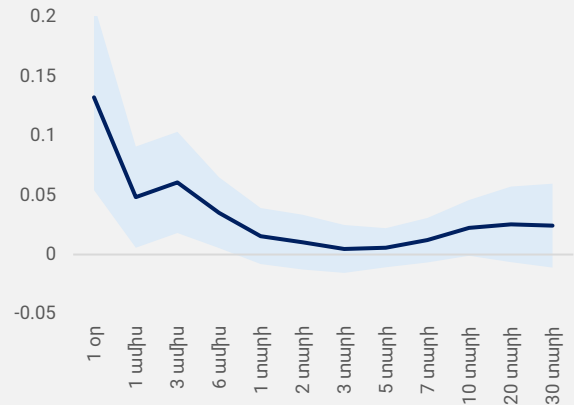
Տվյալների մեկնաբանություն՝  $\beta_m$  գործակիցն արտահայտված է նույն միավորներով, ինչ՝ եկամտաբերության շարքը, քանի որ  $X_{m,t} = |Y_{m,t} - Y_{m,t-1}|$ : Եկամտաբերությունները չափվում են տոկոսային կետերով (օրինակ՝ 7.50), ուստի  $\beta_m = 0.025$  նշանակում է, որ դրամավարկային քաղաքականության որոշման օրերին (և հաջորդ առևտրային օրերին)  $m$  մարման ժամկետի եկամտաբերության միջին բացարձակ օրական փոփոխությունը մոտավորապես 0.03 տոկոսային կետով, այսինքն՝ մոտ 3 բազիսային կետով ավելի մեծ է, քան մյուս օրերին: 1-ամսյա մարման ժամկետ ունեցող պարտատոմսերի համար ոչ իրադարձային օրերին միջին  $|\Delta Y_{(m,t)}|$  արժեքը 0.053 է, իսկ գնահատված  $\beta_{1\text{month}} = 0.0183$ , ուստի դրամավարկային քաղաքականության իրադարձության պատուհաններում օրական տիպիկ տեղաշարժն աճում է մինչև մոտ 0.072: Սա նշանակում է մոտ 2 բազիսային կետով աճ կամ շուրջ 35%-ով բարձրացում ոչ իրադարձային բազային մակարդակի նկատմամբ:

**Գծապատկեր Ն.3.3.** Հայաստանի եկամտաբերության կորի տարբեր ժամկետայնությամբ հատվածների արձագանքը ԴՎԲ որոշումներին



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

**Գծապատկեր Ն.3.4.** Ղազախստանի եկամտաբերության կորի տարբեր ժամկետայնությամբ հատվածների արձագանքը ԴՎԲ որոշումներին



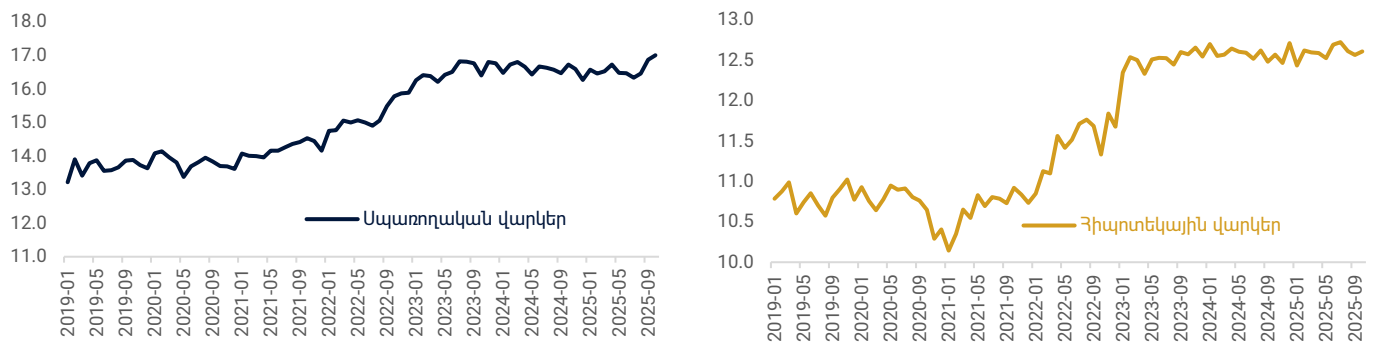
Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ հաշվարկներ

Ամփոփելով՝ տարվա ընթացքում ՀՀ-ում եկամտաբերության կորի կարճաժամկետ հատվածի զարգացումները համահունչ են եղել դրամավարկային քաղաքականության որոշումներին և պաշտոնական հաղորդակցմանը: Բացի այդ, քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ որոշումների և եկամտաբերության կորի փոփոխությունների ուսումնասիրությունները վերահաստատում են, որ դրամավարկային քաղաքականության որոշումները կարևոր դեր են խաղում կարճաժամկետ տոկոսադրույքների ձևավորման գործում, մինչդեռ երկարաժամկետ տոկոսադրույքները համեմատաբար ավելի թույլ են կապված դրամավարկային քաղաքականության որոշումների հետ:

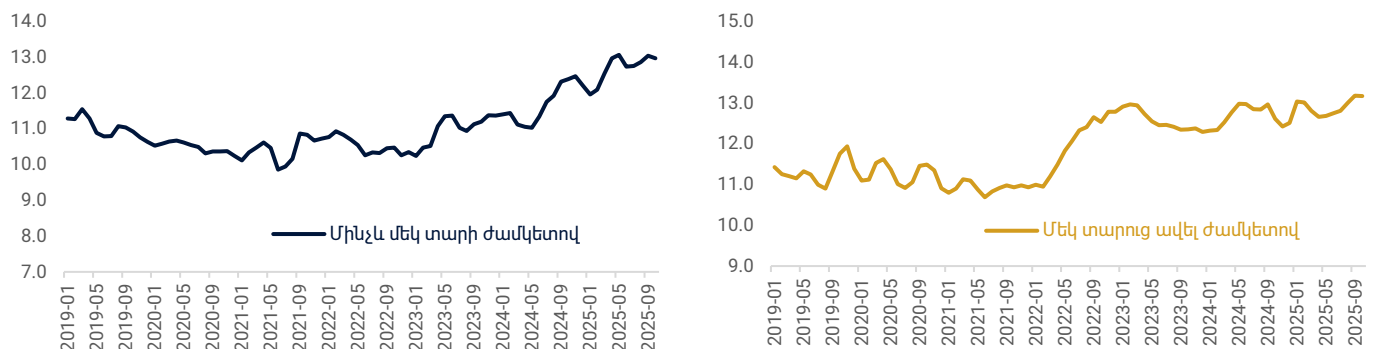
## Դ. Շուկայական տոկոսադրույքների և ֆինանսական պայմանների զարգացումներ

2025 թ. ընթացքում բանկային համակարգի տոկոսադրույքները հիմնականում դրսևորել են կայուն վարքագիծ: Այս ժամանակահատվածում ԿԲ քաղաքականության տոկոսադրույքը դանդաղ տեմպով աստիճանաբար նվազեցվել է, ընդհանուր առմամբ, 50 բազիսային կետով: Երկարաժամկետ տոկոսադրույքները, որպես կանոն, համեմատաբար ավելի թույլ են կապված դրամավարկային քաղաքականության որոշումների հետ (ներգիր 3): Կարևոր է նշել, որ ֆինանսական ծառայությունների գնագոյացման վրա ազդում են մի շարք այլ գործոններ: Ֆինանսական ծառայությունների նկատմամբ պահանջարկը, առևտրային բանկերի միջև մրցակցությունը, հաճախորդների ռիսկայնության գնահատումը, գնաճային սպասումները, մակրոտնտեսական հեռանկարի վերաբերյալ սպասումները և երկրի ռիսկի հավելավճարն առանցքային դեր են խաղում ֆինանսական ծառայությունների գնագոյացման գործընթացում: Ուստի, միայն ԿԲ գործողությունները կամ ապագա գործողությունների վերաբերյալ սպասումները կարող են սահմանափակ ազդեցություն ունենալ երկարաժամկետ տոկոսադրույքների ձևավորման գործընթացում: Վարկավորման տոկոսադրույքների նվազումը ֆինանսական պայմանների մեղմացման դրսևորումներից մեկն է, սակայն ոչ միակը, քանի որ ֆինանսական պայմանները կարող են դառնալ ավելի մեղմ վարկավորման շուկայի այլ ցուցանիշների փոփոխմամբ: Այս համատեքստում, տարվա ընթացքում վարկավորման ծավալներն աճել են մի շարք հատվածներում, այդ թվում՝ սպառողական վարկեր, վարկային քարտերով վարկեր և տնային տնտեսությունների գնումների ֆինանսավորմանն ուղղված վարկեր (ապառիկ), ինչը կարող է վկայել վարկերի հասանելիության աճի և առաջարկի պայմանների մեղմացման մասին: Տրամադրված վարկերի միջին ժամկետայնությունը երկարել է 2.2 ամսով, ինչը կարող է վկայել փոխառության փաստացի պայմանների բարելավման մասին նույնիսկ այն դեպքում, երբ անվանական տոկոսադրույքները մնացել են կայուն: Ավելին՝ նկատվել է նաև գրավով ապահովված վարկերի և ոչ ռեզիդենտներին տրամադրվող վարկերի ծավալների աճ, ինչը կարող է վկայել վարկավորման ընդհանուր հասանելիության աճի մասին. սա ևս առաջարկի պայմանների մեղմացման ցուցիչ է: Այս պարագայում, Հայաստանում վարկավորման շուկայի զարգացումները ցույց են տալիս, որ տնտեսությունում վարկավորման պայմանները դյուրացել են, չնայած դա ամբողջությամբ չի արտահայտվել ընդհանուր վարկերի տոկոսադրույքների համարժեք փոփոխություններով (առավել մանրամասն տե՛ս գլուխ 5, բաժին 1):

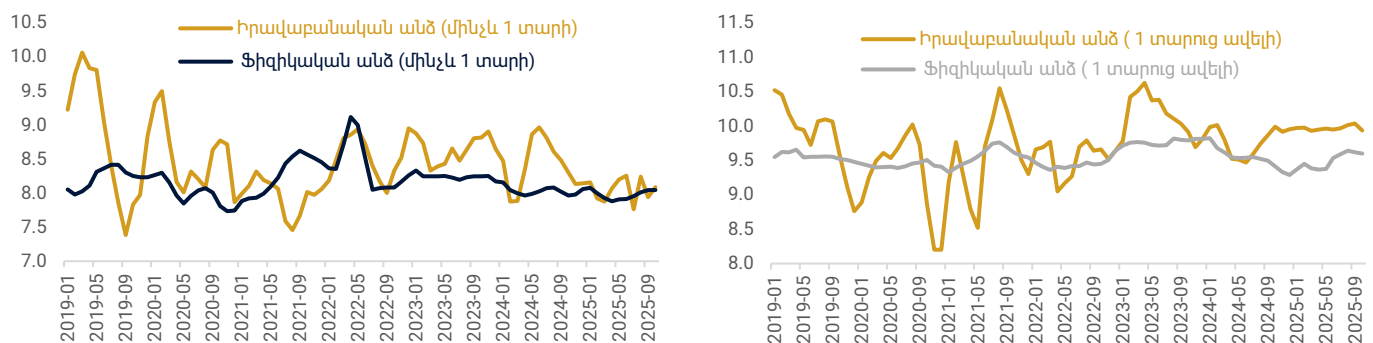
### Գծապատկեր 3.Դ.1. Ֆիզիկական անձանց դրամային վարկերի տոկոսադրույք



### Գծապատկեր 3.Դ.2. Իրավաբանական անձանց դրամային վարկերի տոկոսադրույք



### Գծապատկեր 3.Դ.3. ՀՀ դրամով ավանդների տոկոսադրույք





Հայաստանի  
Հանրապետության  
**Կենտրոնական բանկ**

04 |

Դրամավարկային  
քաղաքականության  
հաջողությունները

# Դրամավարկային քաղաքականության հաջողությունները

Ինչպե՞ս են փոփոխվել գնաճային սպասումները վերջին մեկ տարվա ընթացքում: Ի՞նչ է դա արտահայտում Կենտրոնական բանկի նկատմամբ վստահության և հաղորդակցման ռազմավարության արդյունավետության տեսանկյունից:

Խարսխված գնաճային սպասումները վճռորոշ դեր ունեն դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության ապահովման գործընթացում և, միաժամանակ, դրա հաջողության գնահատման հիմնական չափորոշիչներից մեկն են: 2006 թ-ից ՀՀ ԿԲ-ն ներդրել է գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը, որտեղ հանրության գնաճային սպասումների խարսխված լինելու աստիճանը կարևոր պատկերացում է տալիս ԿԲ վստահելիության և դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության մասին: Այս համատեքստում, թույլ խարսխված գնաճային սպասումների դեպքում, տնտեսական ցնցումները կարող են ունենալ տևական ազդեցություն՝ խաթարելով գների կայունությունը և քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի արդյունավետությունը:

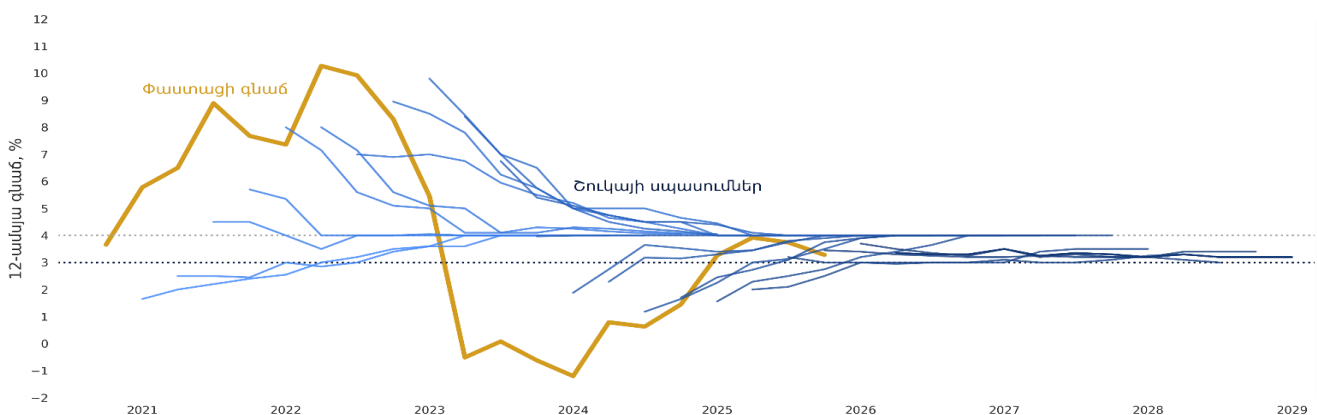
Սույն բաժինը ներկայացնում է վերջին մեկ տարվա ընթացքում գնաճային սպասումների փոփոխությունը և դրանց դերը Կենտրոնական բանկի նկատմամբ վստահության ու հաղորդակցման ռազմավարության արդյունավետության տեսանկյունից: Զանի որ սպասումները ԿԲ-ի նկատմամբ վստահության կարևոր ցուցիչ են, վերլուծության սկզբում դիտարկվում են ֆինանսական կազմակերպությունների և տնային տնտեսությունների գնաճային սպասումները: Այնուհետև վերլուծությունը կենտրոնանում է հենց վստահելիության չափման վրա՝ ներկայացնելով երկու մեթոդաբանական մոտեցում. առաջինը հիմնված է ֆինանսական դոլարայնացման ցուցանիշների և տնային տնտեսությունների գնաճային սպասումների վրա, իսկ երկրորդը՝ ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսի վրա:

Գնաճային սպասումների խարսխվածության աստիճանի գնահատման համար չկա միանշանակ սահմանում: Այնուամենայնիվ, գոյություն ունեն խարսխվածության առանձին տարրեր ընդգծող մի շարք մոտեցումներ, այդ թվում՝ ա) արդյո՞ք ֆինանսական կազմակերպությունները երկարաժամկետ հորիզոնում ակնկալում են, որ գնաճը կմոտենա թիրախային մակարդակին, բ) որքանո՞վ է բարձր սպասումների միջև ցրվածության աստիճանը, գ) որքանո՞վ են երկարաժամկետ սպասումները զգայուն կարճաժամկետ սպասումների նկատմամբ:

Նշված ուսումնասիրության իրականացման նպատակով դիտարկվել են Կենտրոնական բանկի կողմից ֆինանսական շուկայի մասնակիցների շրջանում պարբերաբար իրականացվող եռամսյակային հարցման արդյունքները: Հարցումների հիմնական նպատակն է ֆինանսական շուկայի մասնակիցների կողմից (բանկեր, վարկային կազմակերպություններ, ապահովագրական և ներդրումային ընկերություններ և այլն) մակրոտնտեսական միջավայրի, տնտեսական հեռանկարի և քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի վերաբերյալ տեղեկատվության հավաքագրումը:

Գծապատկեր 4.1-ում ներկայացված են 2021 թ. 1-ին եռամսյակից մինչև 2026 թ. 1-ին եռամսյակը ժամանակահատվածում գնաճի փաստացի զարգացումները և ֆինանսական շուկայի մասնակիցների գնաճային սպասումների մեդիանը: Հարցման արդյունքները ցույց են տալիս, որ մեկ տարվա հորիզոնով գնաճային սպասումները շարունակաբար վերանայվել են տնտեսական պայմանների փոփոխությանը և նոր տեղեկատվությանը համահունչ, ինչը կարող է նշանակել, որ գնաճային կարճաժամկետ սպասումներն ավելի զգայուն են տնտեսական ցնցումների և ընթացիկ իրադարձությունների նկատմամբ: Այդուհանդերձ, նույնիսկ բարձր տնտեսական անորոշությունների պայմաններում միջնաժամկետում գնաճային սպասումները հիմնականում մնացել են կայուն՝ ձևավորվելով թիրախի շուրջ, ինչը դրական ազդակներ է պարունակում դրամավարկային քաղաքականության վստահելիության և արդյունավետության վերաբերյալ:

**Գծապատկեր 4.1.** Գնաճի միջնաժամկետ հեռանկարի վերաբերյալ ֆինանսական շուկայի սպասումները



2025 թ. գնաճի թիրախի՝ 4%-ից 3% իջեցումից ի վեր շուկայի գնաճային սպասումները բավականին արագ են ճշգրտվել դեպի նոր թիրախային մակարդակ: Մասնավորապես՝ 2024 թ. չորրորդ եռամսյակում կայունանալով նախկին՝ 4% թիրախի շուրջ, 2025 թ. առաջին եռամսյակից սկսած միջնաժամկետ գնաճային սպասումների մեդիանը շուրջ 3.5%-ից աստիճանաբար նվազել է՝ 2026 թ. առաջին եռամսյակում հասնելով 3.2%-ի: Թերևս սպասումները դեռ ամբողջությամբ չեն կայունացել նոր թիրախի շուրջ, ինչը համահունչ է վարքագծի ճշգրտման սովորաբար դիտարկվող մեխանիզմին, իսկ դրանց ճշգրտման արագությունը դեպի նոր թիրախ վկայում է դրամավարկային քաղաքականության բարձր վստահելիության և թիրախի փոփոխության շուրջ հաղորդակցման արդյունավետ ռազմավարության մասին:

## Ներգիր 4. Գնաճի նպատակային ցուցանիշը Հայաստանում

Սույն ներգիրը ներկայացնում է Հ. Ավետիսյանի, Յ. Իզմիրյանի և Ա. Պապիկյանի 2024 թ-ի «Գնաճի նպատակային ցուցանիշը Հայաստանում» վերլուծական աշխատանքի հիմնական եզրահանգումները:

Գների կայունության մանդատը սահմանելու և իրականացնելու նպատակով Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկը (այսուհետ՝ ԿԲ) միջնաժամկետ հատվածում առաջնորդվում է այդ մանդատին համահունչ գնաճի թիրախով: Սակայն գների կայունության ապահովումը չի սահմանափակվում միայն թվային թիրախի սահմանմամբ: Այն դիտարկվում է շարունակական գործընթաց է, որը պահանջում է համապարփակ, ապագային միտված դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարություն, զարգացած և ճկուն գործիքակազմ, թափանցիկության, հաղորդակցության և հաշվետվողականության բարձր չափանիշներ, ինչպես նաև քաղաքականության արդյունավետ փոխանցումային մեխանիզմ:

Այս համատեքստում հուսալի և հստակ հաղորդակցված գնաճի թիրախը կարևոր հենակետ է տնտեսավարողների և տնային տնտեսությունների համար՝ աջակցելով որոշումների կայացմանը, պայմանագրերի ձևակերպմանը և գնաճային սպասումների ձևավորմանը: Միևնույն ժամանակ, գնաճի թիրախի ընտրությունը պետք է արտացոլի Հայաստանի տնտեսության կառուցվածքային առանձնահատկությունները և հաշվի առնի գնաճի ճշգրիտ չափման հետ կապված խնդիրները: Ժամանակի ընթացքում Կենտրոնական բանկը կարող է նպատակային համարել թիրախի վերանայումը՝ այն առավել համապատասխանեցնելու տնտեսության երկարաժամկետ կառուցվածքային բնութագրերին, շարժիչ ուժերին և երկրի կայուն տնտեսական զարգացման ու հասարակության բարեկեցության բարելավման տեսլականին:

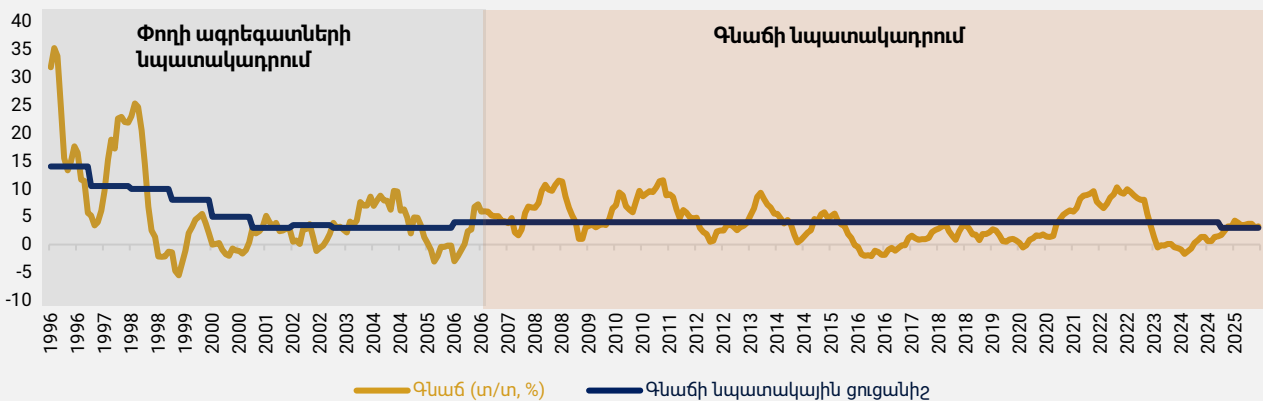
Ժամանակակից տնտեսական գրականությունը տեսականորեն գրոյական գնաճը դիտարկում է որպես գների կայունությանը լիովին համահունչ միջնաժամկետ նպատակ: Սակայն գործնականում մի շարք հանգամանքներ՝ անվանական տոկոսադրույքի գրոյական ստորին սահմանը, աշխատավարձերի և այլ գների նվազման ուղղությամբ ճկունության սահմանափակումները, ինչպես նաև գնաճի չափման հնարավոր վիճակագրական շեղումները, հիմնավորում են ցածր, բայց դրական գնաճի թիրախի ընտրությունը: Այդ պատճառով ցածր դրական գնաճը համարվում է ընդունելի և գործնականում օպտիմալ լուծում:

2006 թ. գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ներդրումից ի վեր Կենտրոնական բանկը հետևողականորեն ապահովել է սահմանված 4% գնաճի թիրախը: Մասնավորապես՝ 2006-2024 թթ. ՀՀ-ում 12-ամսյա միջին գնաճը կազմել է շուրջ 4%: Այս ցուցանիշը ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության և հուսալիության կարևորագույն ցուցիչ է: Այդուհանդերձ, այս հաջողությունը լիարժեքորեն չի վերաժել հասարակության կողմից գների կայունության կայուն ընկալման: Տարբեր արտաքին և ներքին ճնշումների պայմաններում ՀՀ տնտեսությունը բազմիցս բախվել է գնաճի և գնաճային սպասումների ապախաբսիսման ռիսկերին: Դրամավարկային քաղաքականության անցած փորձը վկայում է, որ 4% թիրախը ներկայումս կարող է ամբողջությամբ չհամապատասխանել գների կայունության ընկալմանը, կամ դրա պահպանման համար պահանջվեն համեմատաբար ավելի բարձր հասարակական ծախսեր:

Վերջին տասնամյակներում Հայաստանի տնտեսությունը զգալիորեն ամրապնդվել է՝ դառնալով առավել կայուն, բազմազանեցված և միջազգային տնտեսությանը խորապես ինտեգրված: Հուզահեռաբար զարգացել է նաև Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության և գների կայունության ապահովման համակարգը՝ ձևավորելով առավել ամուր ինստիտուցիոնալ հիմք առկա ռիսկերի ու անորոշությունների խելամուտ կառավարման համար:

Վերջին տարիներին շարունակական կառուցվածքային և ինստիտուցիոնալ բարելավումները նպաստել են տնտեսության կայունության ամրապնդմանը, իսկ ֆինանսական համակարգը խորացել է՝ դառնալով ավելի բազմազան և ընդլայնել է իր գործիքակազմը: Դրամավարկային և մակրոտնտեսական քաղաքականության ոլորտում արձանագրված հաջողությունների արդյունքում Հայաստանը միջազգային փորձագետների և ներդրողների կողմից նկատարվում է որպես առաջադեմ դրամավարկային համակարգ ունեցող երկիր: Այս համատեքստում ավելի ցածր և միջազգային փորձին համադրելի գնաճի նպատակի սահմանումը կարևոր նշանակություն ունի նաև Հայաստանի միջազգային հեղինակության և վարկանիշի տեսանկյունից:

### Գծապատկեր Ն.4.1. 12-ամսյա գնաճի և գնաճի նպատակային ցուցանիշի զարգացումները 1996-2025 թթ.



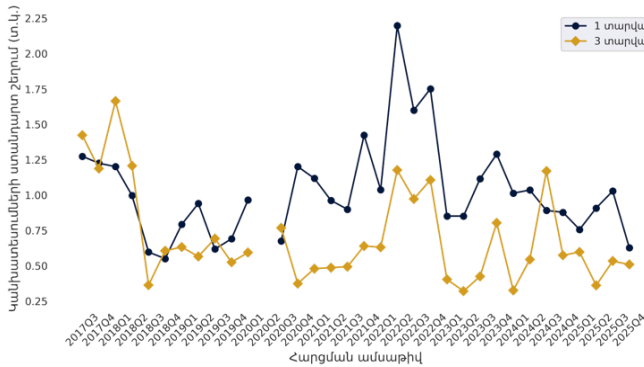
Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Տարբեր ուսումնասիրությունների և այլ երկրների ԿԲ դրամավարկային լայնամասշտաբ փորձի համաձայն՝ գնաճի թիրախի նվազեցումը էականորեն կրճատում է դրամավարկային քաղաքականության և գների զարգացումների հետ կապված անորոշությունները՝ ապահովելով մակրոտնտեսական ցածր տատանողականություն և հիմք ստեղծելով երկարաժամկետ ներդրումների աճի, սպառողների վստահության ավելացման, կայուն բարձր տնտեսական աճի, ինչպես նաև անվանական ցածր տոկոսադրույքների ձևավորման համար: Այդ պայմաններում տնտեսավարողներն առավել արդյունավետ են պլանավորում իրենց սպառման և խնայողությունների վերաբերյալ որոշումները: Բացի այդ, ցածր և կայուն գնաճը մեղմացնում է անարդյունավետ վերելք-վայրէջք պարբերաշրջանների ազդեցությունը տնտեսավարողների վրա՝ ապահովելով եկամուտների և աշխատավարձերի իրական գնողունակության կայունությունը: Երկարաժամկետ խնայողությունների աճը խթանելով՝ կայուն ցածր գնաճային միջավայրը նախադրյալներ է ստեղծում հասարակության՝ պարտք վերցնող մոդելից դեպի խնայող և ներդրող մոդելի վերափոխման համար: Ապահովելով ավելի կանխատեսելի մակրոտնտեսական և ֆիսկալ միջավայր՝ այն հիմք է ստեղծում արժույթային և ֆինանսական շուկաներում տատանողականության նվազման, ինչպես նաև միջազգային վարկանշային և ներդրումային հարթակներում ՀՀ հեղինակության բարձրացման համար:

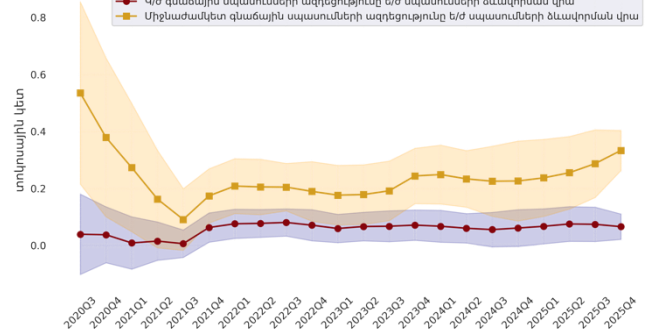
Այսպիսով՝ ՀՀ տնտեսության և դրամավարկային համակարգի վերջին զարգացումներն ու ձեռքբերումներն ամուր հիմք են ստեղծել ՀՀ ԿԲ-ի համար՝ շարունակելու դրամավարկային քաղաքականության նկատմամբ հանրության վստահության ամրապնդման, դրամավարկային քաղաքականության հիմնական գարգացման և լայնածավալ երկարաժամկետ բարեփոխումների իրականացումը, այդ թվում՝ 2025 թ-ից ի վեր սահմանելով գների կայունության ընկալմանը և ֆինանսատնտեսական համակարգի ներկա կառուցվածքին համահունչ գնաճի ավելի ցածր՝ 3% նպատակային ցուցանիշ:

Վերլուծական աշխատանքը հետազոտում է Հայաստանի 4% գնաճի թիրախից անցումը 3%-ի և ցույց տալիս, որ մակրոտնտեսական ծախսերն ու գնաճային սպասումների ճշգրտման արագությունը վճռորոշ կերպով կախված են ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության նկատմամբ վստահելիության մակարդակից: Կատարյալ վստահելիության պայմաններում գնաճային սպասումներն անմիջապես խարսխվում են Նոր 3% թիրախի շուրջ, ինչի արդյունքում գնաճի նվազեցումը տեղի է ունենում համեմատաբար հարթ կերպով՝ միայն փոքր և ժամանակավոր բացասական արտադրական ճեղքվածքով: Ավելի իրատեսական՝ ոչ կատարյալ և ներծին վստահելիության պայմաններում սպասումները ճշգրտվում են ավելի դանդաղ: Սա պահանջում է երկարատև խիստ դրամավարկային քաղաքականություն, ինչը հանգեցնում է ավելի խոր ՀՆԱ ճեղքվածքի և բարեկեցության ավելի մեծ կորուստների:

**Գծապատկեր 4.2.** Ֆինանսական հաստատությունների գնաճի սպասումների միջև անհամաձայնություն



**Գծապատկեր 4.3.** Երկարաժամկետ գնաճային սպասումների զգայունությունը կարճաժամկետ և միջնաժամկետ սպասումների փոփոխությունների նկատմամբ



Ըստ տնտեսությունում գնաճային սպասումների խարսխված լինելու մեկ այլ մեկնաբանության՝ գնաճային սպասումների ցածր ցրվածությունը (dispersion) կարող է վկայել դրանց խարսխվածության ավելի բարձր աստիճանի մասին, ինչն արտացոլում է ֆինանսական շուկայի մասնակիցների միջև ապագա գնաճի վերաբերյալ անհամաձայնության ավելի ցածր աստիճանը: Գծապատկեր 4.2-ը ցույց է տալիս, որ գնաճի կարճաժամկետ սպասումները դրսևորում են ավելի բարձր տատանողականություն և մեծ ցրվածություն՝ համեմատած միջնաժամկետ (երեք տարվա կտրվածքով) սպասումների հետ: Սա վկայում է, որ կարճաժամկետ գնաճային սպասումներն ավելի զգայուն են տնտեսական ցնցումների և ընթացիկ իրադարձությունների նկատմամբ, մինչդեռ միջնաժամկետ սպասումները մնում են համեմատաբար կայուն: Կարճաժամկետ ցնցումների նկատմամբ միջնաժամկետ սպասումների զգայունության կայուն, ցածր մակարդակը դրամավարկային քաղաքականության՝ ապագային միտված ուղղորդման արդյունավետության կարևոր ցուցիչ է: Հատկանշական է, որ և՛ կարճաժամկետ, և՛ երկարաժամկետ գնաճային սպասումների միջև ցրվածությունը բարձր է եղել հատկապես 2022-2023 թթ. արտաքին պահանջարկի շուկայային պայմաններում ձևավորված բարձր անորոշության ժամանակ: Տնտեսության աստիճանական կայունացմանը զուգահեռ, ցրվածությունը նվազել է վերջին մեկ տարում՝ արտացոլելով սպասումների առավել կայուն միտումները: 2025 թ. սկզբին կարճաժամկետ սպասումների ցրվածության աճը մեծ մասամբ արտացոլել է համաշխարհային տնտեսությունից՝ հիմնականում առաջարկի գործոններով պայմանավորված գնաճային ճնշումների հետագա միտումների շուրջ տարակարծությունը: Այդուհանդերձ, միջնաժամկետ սպասումների ցրվածությունը ողջ տարվա ընթացքում պահպանվել է կայուն ցածր մակարդակում՝ արտացոլելով շուկայի բարձր վստահությունը Կենտրոնական բանկի կողմից միջնաժամկետում գների կայունության ապահովման հանդեպ:

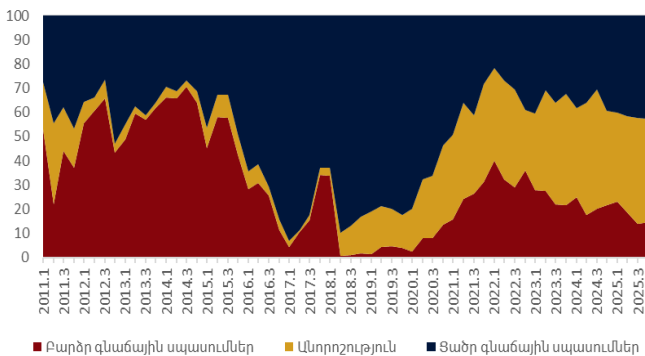
Մեկ այլ մոտեցման համաձայն՝ ֆինանսական կազմակերպությունների երկարաժամկետ գնաճային սպասումները, որոնք պետք է առավել կապված լինեն ԿԲ-ի միջնաժամկետ գնաճի թիրախի հետ, չպետք է արձագանքեն կարճաժամկետ տնտեսական տատանումներին և գնաճի կարճաժամկետ սպասումների փոփոխություններին: Ուստի լավ խարսխված սպասումների դեպքում ենթադրվում է, որ ֆինանսական կազմակերպությունների կարճաժամկետ և երկարաժամկետ գնաճային սպասումների միջև զգայունությունը պետք է թույլ լինի: Ինչպես ներկայացված է գծապատկեր 4.3-ում՝ սահող երկկողմանի (rolling bilateral) ռեգրեսիայի արդյունքները ցույց են տալիս, որ ֆինանսական կազմակերպությունների երկարաժամկետ (3 տարվա հորիզոն) գնաճային սպասումներն ավելի քիչ են արձագանքում կարճաժամկետ (1 եռամսյակ) սպասումներին<sup>7</sup>: Այս համեմատաբար թույլ փոխկապակցվածությունն արտացոլում է երկարաժամկետ սպասումների խարսխվածությունը և մեկուսացվածությունը ժամանակավոր տատանումներից: Սա վկայում է, որ ֆինանսական կազմակերպություններն իրենց երկարաժամկետ գնաճային սպասումները ձևավորում են առավելապես ԿԲ թիրախի հիման վրա, այլ ոչ թե վերջին տնտեսական զարգացումների ազդեցությամբ: Հատկանշական է, որ խարսխված սպասումների դեպքում համապատասխան գործակիցը պետք է մոտ լինի զրոյի, և վերջին եռամսյակների գնահատականները վիճակագրորեն նշանակալի կերպով չեն տարբերվում զրոյից՝ ևս մեկ անգամ փաստելով հարաբերականորեն խարսխված երկարաժամկետ գնաճային սպասումների հանգամանքը:

Ֆինանսական կազմակերպությունների գնաճային սպասումների հետ մեկտեղ կարևոր է դիտարկել տնային տնտեսությունների գնաճային սպասումները: Դրանց ուսումնասիրությունը արժեքավոր պատկերացում է տալիս ընդհանուր գնաճային սպասումների ձևավորման գործընթացի, դրանց միտումների և տնտեսությունում գնաճային միջավայրի ընկալումների վերաբերյալ: Ուստի, ինչպես ֆինանսական կազմակերպությունների, այնպես էլ տնային տնտեսությունների սպասումների համատեղ վերլուծությունը հնարավորություն է տալիս ձևավորելու համապարփակ պատկերացում սպասումների խարսխվածության աստիճանի և դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության մասին:

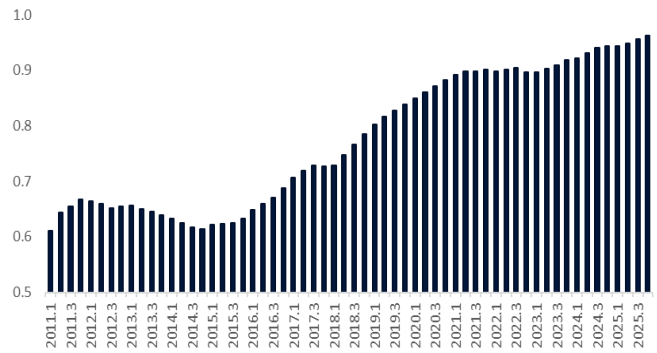
<sup>7</sup> Ֆինանսական կազմակերպությունների կարճաժամկետ (1 եռամսյակ հորիզոնով՝  $\Pi_{t,t}^{e,1Q}$ ) և միջնաժամկետ (1 տարվա հորիզոնով՝  $\Pi_{t,t}^{e,1Y}$ ) գնաճային սպասումների ազդեցությունը երկարաժամկետ (3 տարվա հորիզոնով՝  $\Pi_{t,t}^{e,3Y}$ ) գնաճային սպասումների վրա գնահատելու համար կիրառվել են շարժական հորիզոնով պանելային ռեգրեսիաներ.  $\Pi_{t,t}^{e,3Y} = \alpha_i + \beta^h \cdot \Pi_{t,t}^{e,h} + \varepsilon_{i,t}$ ,  $h = \{1Q, 1Y\}$ : Ռեգրեսիաներն իրականացվում են 12 հաջորդական եռամսյակների պարագայում՝ յուրաքանչյուր հորիզոնի համար ստանալով  $\beta$  գործակիցը, ինչն արտահայտում է երկարաժամկետ սպասումների զգայունության չափը կարճաժամկետ սպասումների նկատմամբ:

Տնային տնտեսությունների շրջանում Կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող գնաճային սպասումների (առաջիկա 1 տարվա հորիզոնում) վերաբերյալ եռամսյակային հարցումների արդյունքներն ամփոփված են գծապատկեր 4.4-ում: 2014-2015 թթ. գնաճային ցնցումները մեղմելու նպատակով 2015–2017 թթ. ընթացքում ԿԲ-ի կողմից իրականացված ցածր գնաճի քաղաքականությունը էապես նվազեցրել է կայունացրել է բարձր գնաճային սպասումները: Այնուամենայնիվ, 2018 թ-ից սկսած, տնային տնտեսությունների գնաճային սպասումները բնութագրվել են անորոշությունների տեսակարար կշռի զգալի աճով, ինչը հիմնականում արտացոլել է աշխարհաքաղաքական զարգացումների և համավարակի հետ կապված անորոշությունները: Հետքովիդյան բարձր գնաճային ժամանակահատվածից հետո բարձր գնաճային սպասումներն աստիճանաբար մեղմվել են՝ վերջին ժամանակներում իրենց տեղը զիջելով ցածր գնաճային սպասումներին:

**Գծապատկեր 4.4.** Տնային տնտեսությունների գնաճային սպասումները



**Գծապատկեր 4.5.** ԿԲ ԴՎԲ վստահելիության մակարդակը՝ հիմնված տնային տնտեսությունների սպասումների վրա



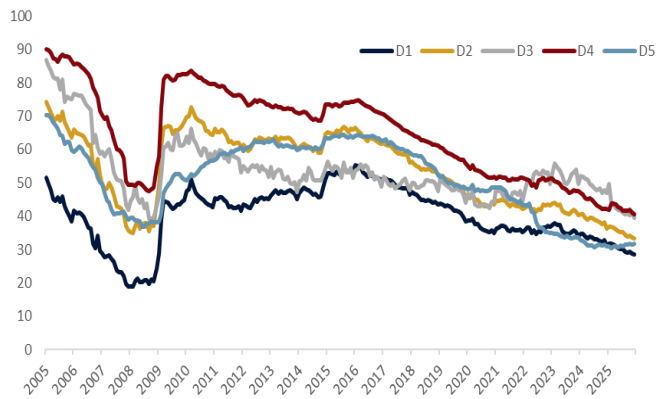
Հնայած ընդհանուր գնաճի ժամանակավոր տատանումներին՝ տնային տնտեսությունների գնաճային սպասումները 2025 թ. ընթացքում պահպանվել են համեմատաբար կայուն մակարդակում: Տարվա 1-ին եռամսյակում, անորոշության նվազմանը զուգընթաց, փոքր-ինչ ավելացել են բարձր գնաճային սպասումները՝ պայմանավորված որոշ ապրանքախմբերի գների բարձր մակարդակի պահպանման վերաբերյալ հանրային ընկալումներով: Միաժամանակ, աճել է ավելի ցածր գնաճ սպասողների կշիռը՝ ցածր գնաճային միջավայրին համահունչ: 2-րդ և 3-րդ եռամսյակներում բարձր գնաճային սպասումները շարունակել են նվազել, անգամ ընդհանուր գնաճի որոշակի արագացման պայմաններում, մինչդեռ անորոշությունն ինչ-որ չափով տատանվել է՝ պայմանավորված որոշ ապրանքների, հատկապես սննդամթերքի գների ընկալումներով: 4-րդ եռամսյակում սպասումները հիմնականում պահպանվել են կայուն մակարդակում՝ գրանցելով ցածր գնաճ սպասողների տեսակարար կշռի որոշակի աճ: Վերոնշյալ զարգացումների համատեքստում, գնաճային սպասումների հիման վրա հաշվարկված ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության վստահելիության ցուցիչը կայուն և դանդաղ կերպով աճել է՝ արտացոլելով հանրության համեմատաբար կայուն և խարսխված գնաճային սպասումները (գծապատկեր 4.5)<sup>8</sup>:

Հանրության կողմից ԿԲ-ի դրամավարկային քաղաքականության գործողությունների նկատմամբ երկարաժամկետ վստահությունը, ըստ էության, արտահայտվում է նաև հանրության կողմից ազգային արժույթի՝ որպես երկարաժամկետ խնայողությունների միջոցի, նկատմամբ վստահությամբ: Այդ տեսանկյունից՝ որպես Կենտրոնական բանկի նկատմամբ վստահության ցուցիչ կարելի է դիտարկել խնայողությունների դուրարյանցման մակարդակը (ենթադրվում է, որ համաշխարհային կայուն արժույթները, օրինակ՝ ԱՄՆ դոլարը, այս դեպքում դիտարկվում է որպես բնական կայուն այլընտրանք):

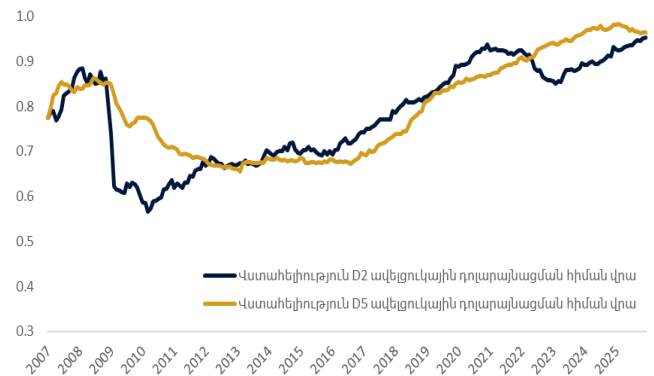
Փոքր բաց տնտեսություններում ֆինանսական դուրարյանցումը երկակի նշանակություն ունի: Մի կողմից՝ այն կարող է ծառայել որպես ռիսկերի հեջավորման գործիք, մյուս կողմից՝ չափազանց բարձր դուրարյանցումը կարող է վկայել ազգային արժույթի նկատմամբ ցածր վստահության և դրամավարկային քաղաքականության նկատմամբ թույլ վստահելիության մասին: Տարբեր ուսումնասիրություններում ՀՀ-ի համար դուրարյանցման օպտիմալ մակարդակը գնահատվում է 30%-ի շուրջ (Grigoryan, Dallaqyan (2008)): Դրանից բարձր դուրարյանցումը կարող է վկայել ԴՎԲ ցածր վստահելիության և գնաճային սպասումների թույլ խարսխվածության մասին: 2008 թ. համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամի և 2014 թ. գնաճային ցնցումների ընթացքում արձանագրված կտրուկ աճերն արտացոլում էին ավելացող անորոշությունն ու դրամի նկատմամբ վստահության նվազումը: Այդ ժամանակահատվածում Կենտրոնական բանկի կողմից իրականացված քաղաքականության շնորհիվ դուրարյանցումը աստիճանաբար նվազել է և 2025 թ. կայունացել մոտ 30–35% միջակայքում (գծապատկեր 4.6): Մասնավորապես՝ տարվա ընթացքում ռեզիդենտների արտարժույթային ավանդների և փոխառությունների մասնաբաժինը նվազել է 3.5 տոկոսային կետով՝ կայունանալով օպտիմալի մոտ՝ 33% մակարդակում, մինչդեռ ռեզիդենտներին արտարժույթով տրամադրված վարկերի կշիռը հիմնականում մնացել է կայուն՝ տատանվելով 31%-ի շուրջ: Այս միտումները վկայում են դրամի նկատմամբ վստահության վերականգնման և դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության բարձրացման մասին:

<sup>8</sup> Տնային տնտեսությունների գնաճային սպասումների հիման վրա վստահելիության ցուցանիշը կառուցվում է ըստ այն ենթադրության, որ գնաճային սպասումների շեղումները թիրախից ցանկացած ուղղությամբ վկայում են թույլ խարսխված սպասումների մասին: Ուստի, վստահելիության հոսքը հակադրորեն է կախված բարձր և ցածր գնաճային սպասումներ ունեցող տնային տնտեսությունների բաժնեմասից, որտեղ ցածր գնաճային սպասումներին տրվում է ավելի փոքր կշիռ, քանի որ թիրախից բացասական շեղումները համարվում են պակաս վնասակար, քան դրական շեղումները: Վստահելիության հոսք.  $Cred_t^{Flow} = 1 - Share_t^{High} - 0.5 Share_t^{Low}$ : Վստահելիության պաշարը ձևավորվում է իր նախորդ արժեքների հիման վրա և ճշգրտվում վստահելիության հոսքի ազդեցությամբ.  $Cred_t = 0.9Cred_{t-1} + (1 - 0.9)Cred_t^{Flow}$ , որտեղ վստահելիության նախնական մակարդակը գնահատվում է 0.6-ին մոտ:

**Գծապատկեր 4.6.** Դոլարայնացման մակարդակը ՀՀ-ում



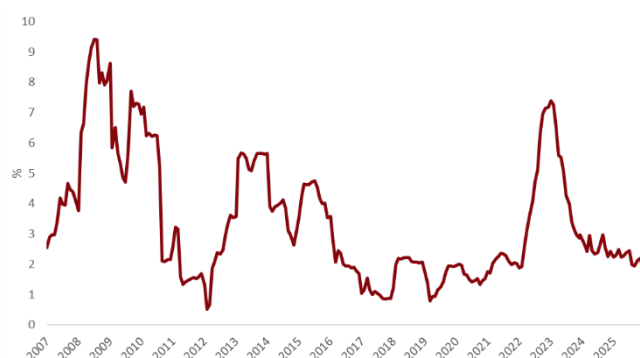
**Գծապատկեր 4.7.** Դոլարայնացման ցուցանիշների հիման վրա կառուցված վստահելիության մակարդակը



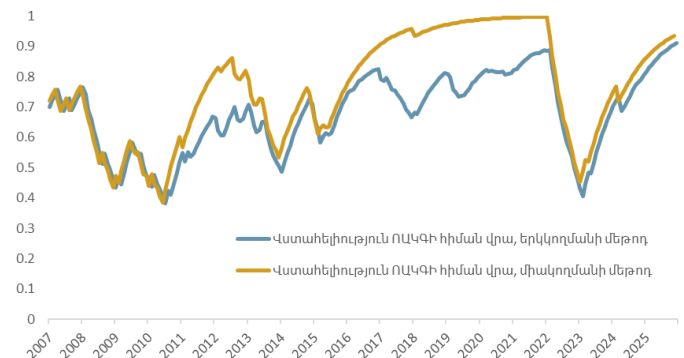
Գծապատկեր 4.7-ում<sup>9</sup> ներկայացված ավելցուկային դոլարայնացման վրա հիմնված վստահելիության չափման արդյունքները ենթադրել են տալիս, որ վստահելիությունը բարձր է այն դեպքում, երբ դոլարայնացումը գտնվում է իր օպտիմալ մակարդակին մոտ, և ոչ գծային կերպով նվազում է, երբ գերազանցում է այդ շեմը: Փոխարժեքի տատանումներից առաջացող խեղաթյուրումները բացառելու նպատակով հաշվարկներում կիրառվում են ֆիքսված փոխարժեքով ճշգրտումներ: Արդյունքը գրեթե հայելային արտապատկերումն է դոլարայնացման զարգացումների, որն արտացոլում է 2008-2015 թթ. ցնցումների հետևանքով ձևավորված ցածր վստահելիության աստիճանական բարձրացումը ժամանակի ընթացքում: Հաշվարկների համաձայն՝ 2025 թ. վստահելիության ցուցանիշները դոլարայնացման D2 ցուցանիշի դեպքում ձևավորվել են 91-94%-ի շուրջ, իսկ D5 ցուցանիշի դեպքում՝ 95-97%-ի շուրջ, ինչը կարող է բնութագրել ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության նկատմամբ վստահելիության բարձր աստիճանը:

Դրամավարկային քաղաքականության իրականացման համատեքստում ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսը (ՈԱԿԳԻ) արժեքավոր պատկերացում է տալիս հիմնարար գնաճային միջավայրի վերաբերյալ: Այս գները, որոնք դասականորեն կապված են ներքին պահանջարկի և ոչ արտահանելի ծառայությունների գների հետ, առավել դիմացկուն են փոխարժեքի տատանումների ու առաջարկի ցնցումների նկատմամբ և դանդաղ են ճշգրտվում արտահայտելով տնտեսությունում առկա հիմնարար գնաճային ճնշումները<sup>10</sup>: Կենտրոնական բանկի՝ գնաճի թիրախին հասնելու հաջողությունը դրամավարկային քաղաքականության վստահության գնահատման կարևոր պայման է: Այս տեսանկյունից առավել կարևոր է դիտարկել ՈԱԿԳԻ զարգացումները, որոնք արտացոլում են սպասումների խարսխվածության և Կենտրոնական բանկի՝ գների կայունության պահպանման հանձնառության նկատմամբ հանրության վստահության աստիճանը: Վստահելի դրամավարկային քաղաքականության պայմաններում ՈԱԿԳԻ-ն, որը ներկայացնում է ընկերությունների՝ միջնաժամկետից երկարաժամկետ գնագոյացման վարքագիծը, փոփոխվում է շատ դանդաղ՝ արտացոլելով կայուն գնաճային սպասումներ:

**Գծապատկեր 4.8.** Ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքս, Նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ, %



**Գծապատկեր 4.9.** ՈԱԿԳԻ-ի հիման վրա կառուցված վստահելիության ցուցանիշները



Հիմնարար գնաճը բնութագրող ՈԱԿԳԻ-ն հստակ արձանագրել է պատմական կարևոր գնաճային դրվագներ, ինչպիսիք են 2008 թ. ֆինանսական ճգնաժամը, 2014 թ. Նավթի գների ցնցումներն ու աշխարհաքաղաքական լարվածությունը, ինչպես նաև հետքովիղյան բարձր պահանջարկի արդյունքում ձևավորված գնաճային ճնշումները: Վերջին զարգացումները պատկերում են ՈԱԿԳԻ աստիճանական կայունացումը: Մասնավորապես՝ 2025 թ. ողջ ընթացքում կոշտ գներով բնութագրվող ոչ արտահանելի ապրանքների գնաճը շարունակել

<sup>9</sup> 2012 թ-ից սկսած՝ դոլարայնացման ցուցանիշները կազմվում են ՀՀ ԿԲ, առևտրային բանկերի և վարկային կազմակերպությունների ցուցանիշների հիման վրա:

Նշում 2. D1-ը ռեզիդենտների արտարժույթային ավանդների և փոխառությունների հարաբերակցությունն է փողի զանգվածին:

D2-ը ռեզիդենտների արտարժույթային ավանդների ու փոխառությունների և ռեզիդենտների ընդհանուր ավանդների ու փոխառությունների հարաբերակցությունն է: D3-ը ռեզիդենտ ֆիզիկական անձանց՝ արտարժույթով ցափահանջ ավանդների և փոխառությունների կշիռն է ռեզիդենտ ֆիզիկական անձանց ընդհանուր ցափահանջ ավանդներում և փոխառություններում:

D4-ը ռեզիդենտ ֆիզիկական անձանց՝ արտարժույթով ժամկետային ավանդների և փոխառությունների կշիռն է ռեզիդենտ ֆիզիկական անձանց ընդհանուր ժամկետային ավանդներում և փոխառություններում:

D5-ը ռեզիդենտների արտարժույթով տրամադրված վարկերի հարաբերակցությունն է ընդհանուր վարկերին:

<sup>10</sup> Papikyan, Avetisyan, Laxton (2023), Non-Tradeable Sticky Price Inflation: Developing Better Concepts for Monetary Policy Analysis.

է կայունանալ 2.0-2.5% միջակայքում: Ոչ արտահանելի կոշտ գների՝ ցածր մակարդակում կայունացումը կարող է վկայել նաև տարեսկզբին թիրախի նվազեցումից և 3% սահմանումից ի վեր գնաճային սպասումների՝ նոր թիրախի շուրջ աստիճանական խարսխման մասին:

ՈԱԿԳԻ-ի հիման վրա հաշվարկված վստահելիությունը կառուցվում է բացառապես ԿԲ-ի գնաճը թիրախային մակարդակում պահելու կարողության համատեքստում: Ուստի, վստահելիությունն ընկալվում է որպես ժամանակի ընթացքում ձևավորված պաշար, որն արտացոլում է Կենտրոնական բանկի՝ գնաճը միջինում թիրախային մակարդակին մոտ պահելու կուտակային կատարողականը:

Վստահելիության վերոնշյալ չափումներն<sup>11</sup> արտացոլում են Հայաստանի համար կարևոր մի միտում. 2014–15 թթ. տնտեսական շոկից հետո ՀՀ ԿԲ-ն կարողացել է զգալիորեն բարձրացնել դրամավարկային քաղաքականության վստահելիությունը նպատակային ցածր գնաճային քաղաքականության շնորհիվ, որը կայունացրել է գնաճային սպասումները և ամրապնդել հանրային վստահությունը ԿԲ երկարաժամկետ հանձնառության նկատմամբ: Լրացուցիչ ապակայունացման ռիսկեր ի հայտ եկան 2020–2022 թթ. բարձր տատանողականությամբ և անորոշությամբ բնութագրվող ժամանակահատվածում, երբ Քովիդ-19 համավարակը, 44-օրյա պատերազմը, տարածաշրջանային լարվածությունը և ռուս-ուկրաինական հակամարտությունը լուրջ մարտահրավերներ ստեղծեցին Հայաստանի մակրոտնտեսական կայունության համար: Այդ ժամանակահատվածներում ԿԲ-ի կողմից իրականացված դրամավարկային քաղաքականությունն ապահովել է մակրոտնտեսական իրավիճակի կայունացումը և վերջին տարիներին դրամավարկային քաղաքականության վստահելիության վերականգնումը: Այս գործընթացում կարևոր դեր են ունեցել նաև ԿԲ-ի կողմից իրականացված ինստիտուցիոնալ բարեփոխումները, հատկապես ռիսկերի խելամիտ կառավարման վրա հիմնված դրամավարկային քաղաքականության հիմնակարգի մշակումը և ներդրումը, ինչպես նաև գնաճի նպատակային ցուցանիշի նվազեցումը: 2024–2025 թթ. տնտեսությունն անցում է կատարել աստիճանական ճշգրտման փուլին՝ 2025 թ. բնութագրվելով բարձր կայուն տնտեսական աճով՝ ներքին պահանջարկի հիմնականում չեզոք ազդեցության և առավելապես առաջարկի գործոններով պայմանավորված գնաճային ճնշումների պայմաններում: Միաժամանակ, 2025 թ. գնաճի թիրախի նվազեցումից ի վեր տարբեր ցուցանիշների, այդ թվում՝ գնաճային սպասումները և հիմնարար գնաճը բնութագրող ցուցանիշների վարքագիծը վկայում է, որ ճշգրտումը դեպի նոր թիրախ տեղի է ունեցել համեմատաբար արագ կերպով:

<sup>11</sup> Վստահելիության ցուցանիշը կառուցելիս կիրառվում են երկու նկարագրական հենանիշեր, որոնք արտացոլում են գնաճային սպասումների ձևավորումը բարձր և ցածր գնաճային միջավայրերում: Առաջին հենանիշը ներկայացնում է «լավատեսական» սպասումները ( $\Pi_t^{e,T}$ ), ըստ որի՝ գնաճը, միաժամանակ կրելով պատմական միտումների ազդեցությունները, աստիճանաբար մոտենում է թիրախային ( $\Pi^*$ ) մակարդակին:

Լավատեսական, սակայն զգոն սպասումներ.  $\Pi_t^{e,T} = \delta_1 \Pi_t + (1 - \delta_1) \Pi^*$ ,  $\delta_1 > 0$   
Երկրորդ հենանիշը՝ «թերահավատ և պատմական միտումներով պայմանավորված», ենթադրում է, որ սպասումները ձևավորվում են առավելապես պատմական միտումների հիման վրա՝ գնաճի առավել բարձր ( $\Pi^{high}$ ) կամ ցածր ( $\Pi^{low}$ ) հիպոթետիկ մակարդակներում (2025 թ. թիրախի փոփոխությունից հետո, համապատասխանաբար՝ 7% և -1%): Բարձր գնաճային միջավայրին միտված թերահավատ սպասումներ.  $\Pi_t^{e,high} = \delta_2 \Pi_t + (1 - \delta_2) \Pi^{high}$ ,  $\delta_2 > 0$ :  
Ցածր գնաճային միջավայրին միտված թերահավատ սպասումներ.  $\Pi_t^{e,low} = \delta_3 \Pi_t + (1 - \delta_3) \Pi^{low}$ ,  $\delta_3 > 0$ :  
Լավատեսական սպասումներից փաստացի գնաճի ցանկացած շեղման դեպքում առաջանում է դրական հավանականություն ( $prob$ ) առ այն, որ տնտեսությունը կգուցամիտվի ավելի բարձր կամ ցածր գնաճային միջավայրի հետ: Երբ փաստացի գնաճը համընկնում է լավատեսական սպասումների հետ, թիրախային միջավայրից շեղման հավանականությունը գրոյանում է:

Բարձր և ցածր գնաճային միջավայրերին մոտենալու հավանականություններ.  $prob_t^{high} = \frac{100(\Pi_t - \Pi^*)^2}{(\Pi_t - \Pi^*)^2 + (\Pi_t - \Pi^{high})^2}$ ,  $prob_t^{low} = \frac{100(\Pi_t - \Pi^*)^2}{(\Pi_t - \Pi^*)^2 + (\Pi_t - \Pi^{low})^2}$ :

Երբ փաստացի գնաճն ավելի ցածր է, քան լավատեսական սպասումները, ենթադրվում է, որ բարձր գնաճային միջավայր մուտք գործելու հավանականությունը գրո է: Հակառակ դեպքում, երբ փաստացի գնաճը գերազանցում է լավատեսական սպասումները, տնտեսության՝ ցածր գնաճային միջավայրին մոտենալու հավանականությունը գրոյանում է:

Սովորաբար բաց տնտեսություններն ավելի քիչ են ենթարկվում տոկոսադրույքի գրոյական մակարդակով պայմանավորված սահմանափակմանը, քանզի արտադրության շուկայում գործարքների միջոցով փոխարժեքի արժեզրկումը լավ լծակ է գնանկումային ծուղակից խուսափելու համար: Այդ համատեքստում, զարգացող երկրների համար, որոնք առավել հակված են գնաճային ցնցումների, սովորաբար կիրառվում է միակողմանի մեթոդով հաշվարկված վստահելիության ցուցանիշը, որը ենթադրում է ավելի փոքր կշիռ ցածր գնաճային միջավայր անցման հավանականության համար՝ առավել կարևորելով թիրախից վերև գնաճային շեղումները: Վստահելիության ցուցանիշը ( $C_t$ ) կառուցվում է որպես պաշար՝ նախորդ մակարդակի վրա կուտակվելով վստահելիության հոսքի և արտաքին ազդեցությամբ պայմանավորված ցնցումների ներգործությամբ:

Վստահելիության հոսքը ժամանակի մեջ.  $C_t^{flow} = \frac{100 - prob_t^{high} - prob_t^{low}}{100}$ :

Սովորաբար բաց տնտեսություններն ավելի քիչ են ենթարկվում տոկոսադրույքի գրոյական մակարդակով պայմանավորված սահմանափակմանը, քանզի արտադրության շուկայում գործարքների միջոցով փոխարժեքի արժեզրկումը լավ լծակ է գնանկումային ծուղակից խուսափելու համար: Այդ համատեքստում, զարգացող երկրների համար, որոնք առավել հակված են գնաճային ցնցումների, սովորաբար կիրառվում է միակողմանի մեթոդով հաշվարկված վստահելիության ցուցանիշը, որը ենթադրում է ավելի փոքր կշիռ ցածր գնաճային միջավայր անցման հավանականության համար՝ առավել կարևորելով թիրախից վերև գնաճային շեղումները: Վստահելիության ցուցանիշը ( $C_t$ ) կառուցվում է որպես պաշար՝ նախորդ մակարդակի վրա կուտակվելով վստահելիության հոսքի և արտաքին ազդեցությամբ պայմանավորված ցնցումների ներգործությամբ:

Վստահելիության ինդեքս.  $C_t = \delta_c C_{t-1} + (1 - \delta_c) C_t^{flow} + \varepsilon_t^c$ ,  $\delta_c > 0$ :



Հայաստանի  
Հանրապետության  
**Կենտրոնական բանկ**

05 |

Դրամավարկային  
քաղաքականության  
վերաբերյալ առավել  
հաճախ տրվող հարցեր

# Դրամավարկային քաղաքականության մշակման և իրականացման վերաբերյալ առավել հաճախ տրվող հարցեր

Հավատարիմ մնալով թափանցիկության և հաշվետվողականության իր հանձնառությանը՝ ՀՀ կենտրոնական բանկը կարևորում է դրամավարկային քաղաքականության որոշումների նպատակների, գործիքակազմի և արդյունքների հստակ հաղորդակցումը: Այս առումով, սույն բաժինը կարևոր է ՀՀ կենտրոնական բանկի և արտաքին շահառուների միջև երկխոսությունը խթանելու համար: Անդրադառնալով դրամավարկային քաղաքականության վերաբերյալ հաճախ տրվող հարցերին՝ հարկ է նշել, որ դրանք նպաստում են թափանցիկության բարձրացմանը, հանրային ընկալման խթանմանը և լայն հանրության հետ փոխգործակցության ամրապնդմանը:

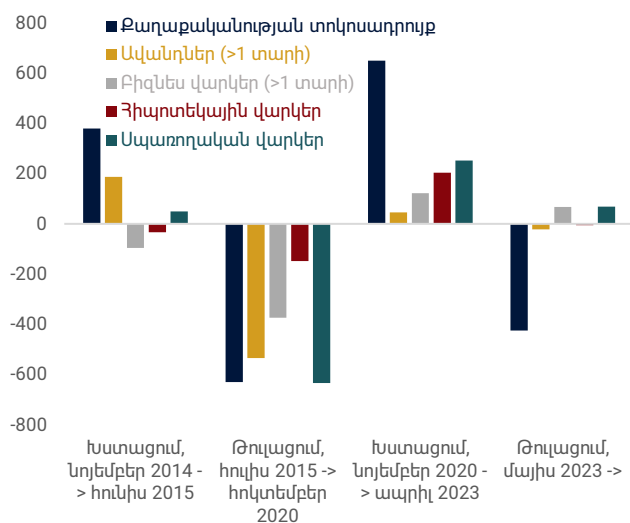
## Հարց 1. Ինչո՞ւ քաղաքականության տոկոսադրույքի ընթացիկ նվազեցման փուլի ընթացքում վարկերի տոկոսադրույքները չեն նվազել:

Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմ

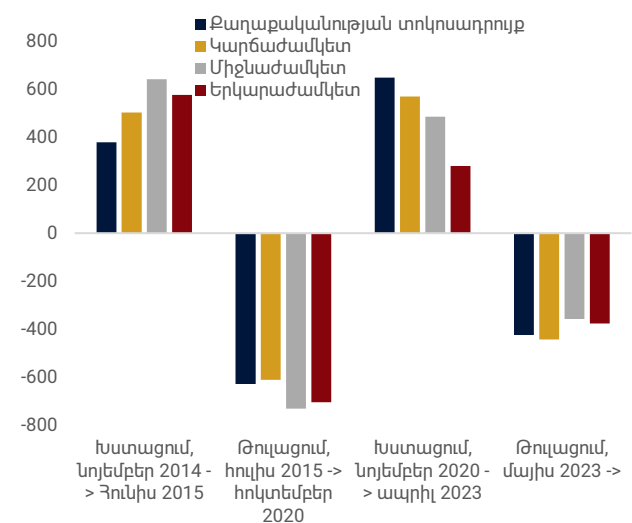
Կարճաժամկետ և երկարաժամկետ տոկոսադրույքների միջև կապի վերաբերյալ ամբողջական պատկերացում կազմելը կարևոր նշանակություն ունի դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի արդյունավետությունը գնահատելու համար: Դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության և փոխանցումային մեխանիզմի մասին տարածված սխալ մեկնաբանություն է հետևյալը՝ եթե քաղաքականության տոկոսադրույքի փոփոխություններն անմիջապես չեն արտացոլում երկարաժամկետ, օրինակ՝ վարկերի կամ ավանդների տոկոսադրույքների համադրելի փոփոխություններում, ապա դրանով իսկ կասկածի տակ է դրվում ԴԿԲ փոխանցումային մեխանիզմի արդյունավետությունը:

Քաղաքականության տոկոսադրույքը որոշում է կարճաժամկետ փողի գինը և, հետևաբար, ավելի անմիջականորեն է փոխկապակցված կարճաժամկետ տոկոսադրույքների հետ, ինչպիսիք են կարճաժամկետ պարտատոմսերի կամ ավանդների տոկոսադրույքները: Ֆինանսական շուկայի համար կարճաժամկետ իրացվելիության գինը սահմանափակ ազդեցություն ունի երկարաժամկետ տոկոսադրույքների ձևավորման տեսանկյունից: Երկարաժամկետ տոկոսադրույքների ձևավորման գործընթացում ավելի մեծ նշանակություն ունեն քաղաքականության տոկոսադրույքի ապագա ուղեգծի վերաբերյալ սպասումները: Պատկերացնենք մի վստահելի կենտրոնական բանկ, որն ագրեսիվ կերպով արձագանքում է տնտեսական ցնցումներին՝ իրականացնելով կարճաժամկետ ճշգրտումներ, որոնք երկարաժամկետ հատվածում տնտեսությունում ապահովում են գների կայունություն: Լավ խարսխված գնաճային սպասումների պայմաններում կարճաժամկետ տոկոսադրույքների փոփոխությունները կարող են երկարաժամկետ տոկոսադրույքների աննշան փոփոխություններ առաջացնել: Այս օրինակը փաստում է դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի արդյունավետության մասին՝ հակառակ այն պատկերացման, որ երկարաժամկետ տոկոսադրույքների էական փոփոխության բացակայությունը վկայում է թույլ փոխանցումային մեխանիզմի մասին: Տնտեսության վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության հիմնական փոխանցումային ուղիների ավելի մանրամասն նկարագրության համար տե՛ս Նաև Ներգիր 2-ը և 3-ը:

Գծապատկեր 5.1.1. Քաղաքականության տոկոսադրույքի և շուկայական տոկոսադրույքների փոփոխությունը, բազիսային կետ



Գծապատկեր 5.1.2. Քաղաքականության տոկոսադրույքի և պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության փոփոխությունը, բազիսային կետ



Թեև երկարաժամկետ տոկոսադրույքները, որպես կանոն, կարող են ճշգրտվել ի պատասխան կարճաժամկետ տոկոսադրույքի փոփոխության, այդուհանդերձ, դրանք պայմանավորող գործոնները վճռորոշ են դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի գնահատման համար: Բանկերի միջև մրցակցությունը, գնաճային սպասումները, ֆինանսական ծառայությունների պահանջարկը, հաճախորդների ռիսկայնության գնահատումը, տնտեսական հեռանկարի վերաբերյալ սպասումները և երկրի ռիսկի

**հավելավճարն** առանցքային դեր են խաղում ֆինանսական ծառայությունների գնագոյացման գործընթացում: Ուստի, միայն ԿԲ գործողությունները կամ ապագա գործողությունների վերաբերյալ սպասումները կարող են սահմանափակ ազդեցություն ունենալ երկարաժամկետ տոկոսադրույքների ձևավորման գործընթացում: Հայաստանում երկարաժամկետ ավանդների, վարկերի և պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքները պատմականորեն հիմնականում շարժվել են քաղաքականության տոկոսադրույքին համահունչ՝ ինչպես զսպման, այնպես էլ խթանման շրջափուլերի ընթացքում: Մինչդեռ, օրինակ՝ հետքովիդյան ժամանակաշրջանում, առաջին հայացքից կարելի է եզրակացնել, որ այս կապը որոշակիորեն շեղվել է կամ թուլացել: 2020 թ. սկզբին ԿԲ-ն նվազեցրել է քաղաքականության տոկոսադրույքը, մինչդեռ երկարաժամկետ տոկոսադրույքները նվազել են միայն աննշան չափով՝ արտացոլելով մեծ անորոշությունների պայմաններում առկա ռիսկերի վերաբերյալ շուկայի գնահատականը և այլ գործոնների ազդեցությունը: Այս օրինաչափությունը բնորոշ է միայն Հայաստանին և համահունչ է տնտեսական ցնցումների ու մեծ անորոշությունների պայմաններում դրամավարկային փոխանցումային մեխանիզմի վերաբերյալ միջազգային փորձին:

## Երկարաժամկետ շուկայական տոկոսադրույքների վրա ազդող գործոններ

**Ֆինանսական ծառայությունների նկատմամբ պահանջարկ.** վարկերի և այլ ֆինանսական ծառայությունների նկատմամբ պահանջարկը կարևոր դեր է խաղում տոկոսադրույքների ձևավորման գործընթացում: Երբ վարկերի նկատմամբ պահանջարկը բարձր է, բանկերը վարկառուներ ներգրավելու նպատակով տոկոսադրույքները նվազեցնելու ավելի քիչ խթաններ ունեն: Մինչդեռ, թույլ պահանջարկի պայմաններում բանկերը կարող են ավելի պատրաստակամ լինել տոկոսադրույքների նվազեցման հարցում: Սա նշանակում է, որ, նույնիսկ դրամավարկային քաղաքականության մեղմացման պայմաններում, եթե վարկերի նկատմամբ պահանջարկը բարձր է, ապա վարկավորման տոկոսադրույքները կարող են չնվազել այնքան արագ կամ այնքան մեծ չափով, որքան կարելի էր ակնկալել այլ հավասար պայմաններում:

Այս համատեքստում, ՀՀ-ում տոկոսադրույքների միտումները կարող են պահանջարկի գործոնների ազդեցության հետևանք լինել: Այսպես՝ հիպոտեկային վարկերի սուբսիդավորման ծրագրի ներդրումից ի վեր, հատկապես վերջին տարիներին, ՀՀ-ում նկատվել է վերոնշյալ վարկերի նկատմամբ պահանջարկի զգալի աճ: Այս ծրագիրը ենթադրում է հիպոտեկային վարկի տոկոսավճարների գրեթե ամբողջական փոխհատուցում վարկառուի եկամտային հարկից, եթե այդ վարկն օգտագործվում է նորակառույց տուն ձեռք բերելու նպատակով: Ըստ էության, վարկառուին է վերադարձվում իր կողմից վճարված եկամտային հարկը՝ հիպոտեկային վարկի տոկոսավճարներին համարժեք գումարի չափով, ինչը բարձր եկամուտների պարագայում վարկառուներին դարձնում է **գրեթե անտարբեր այդ վարկատեսակի տոկոսադրույքների նկատմամբ:** Երկարաժամկետ միջոցների նկատմամբ այս բարձր պահանջարկը նպաստել է կարճաժամկետ և երկարաժամկետ տոկոսադրույքների միջև կապի «ժամանակավոր խաթարմանը»՝ բարդության լրացուցիչ շերտ ավելացնելով ԴՎԲ փոխանցումային մեխանիզմի գործունեությանը Հայաստանում:

**Առևտրային բանկերի միջև մրցակցություն.** տեսականորեն, բանկերի միջև մրցակցության աստիճանը կարևոր դեր է խաղում վարկավորման և ավանդների տոկոսադրույքների ձևավորման գործընթացում: Բարձր մրցակցության պայմաններում բանկերն ունեն ավելի մեծ շարժառիթներ՝ կարճաժամկետ փողի գնի նվազեցմանը զուգահեռ, իրենց հաճախորդներին առաջարկելու վարկավորման ավելի ցածր տոկոսադրույքներ: Հակառակ դեպքում՝ վարկավորման տոկոսադրույքները կարող են ավելի քիչ զգայուն լինել քաղաքականության տոկոսադրույքի փոփոխության նկատմամբ, հատկապես, եթե վարկավորման շուկայում առկա են որոշակի կոշտություններ (օրինակ՝ բարձր պահանջարկ), որոնք կարող են նվազեցնել տոկոսադրույքների իջեցման խթանները:

**Հաճախորդների ռիսկայնության գնահատում.** վարկավորման տոկոսադրույքները սահմանելիս բանկերն իրականացնում են նաև հաճախորդների ռիսկայնության գնահատում: Ռիսկի այս հավելավճարը բանկերը սահմանում են՝ ելնելով հաճախորդի ռիսկայնության անհատական գնահատականից՝ անկախ քաղաքականության տոկոսադրույքի մակարդակից և շուկայի պայմաններից: 2025 թ. ընթացքում նկատվել է ավելի ցածր վարկունակություն ունեցող հատվածներում վարկավորման որոշակի աճ, ինչը կարող էր տոկոսադրույքների վերևի ուղղությամբ ճնշումների աղբյուր հանդիսանալ:

**Գնաճային սպասումներ.** գնաճային սպասումները կարևոր դեր են խաղում երկարաժամկետ տոկոսադրույքների ձևավորման գործընթացում: Երբ գնաճային սպասումները խարսխված են Կենտրոնական բանկի թիրախի շուրջ, բանկերն ու ֆինանսական շուկաները կարող են ավելի մեծ վստահությամբ գնահատել և գնագոյացնել երկարաժամկետ ֆինանսական գործիքները, որոնց տոկոսադրույքները հավանաբար են ավելի կանխատեսելի և կանոնավոր արձագանքելու քաղաքականության փոփոխություններին (տե՛ս գլուխ 1, բաժին Գ և գլուխ 4):

**Տնտեսական հեռանկարը.** տնտեսական հեռանկարի վերաբերյալ շուկայի սպասումները երկարաժամկետ տոկոսադրույքների սահմանման կարևոր գործոններից են: Երբ շուկայի մասնակիցներն ունեն տնտեսական հեռանկարի վերաբերյալ լավատեսական սպասումներ, նրանք ավելի վստահ են վարկառուների պարտավորությունները սպասարկելու կարողության հարցում, ինչը ժամանակի ընթացքում կարող է նպաստել վարկավորման տոկոսադրույքների աստիճանական նվազմանը: Երբ տնտեսական հեռանկարի շուրջ առկա են վատատեսական սպասումներ կամ մեծ անորոշություն, բանկերը հակված են իրենց վարկերի գնագոյացման մեջ ներառելու լրացուցիչ պաշտպանական «բարձիկներ»՝ հաշվի առնելով տնտեսական ակտիվության հնարավոր թուլացումը և պարտավորությունների չկատարման ավելի բարձր ռիսկերը: Վերջին տարիները բնութագրվել են զգալի տնտեսական և քաղաքական անորոշություններով: Համաշխարհային և տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական լարվածությունները, առևտրային պատերազմները, պատժամիջոցները, կլիմայական ռիսկերը և այլ գարգացումներ զգալի անորոշություն են ստեղծել տնտեսավարողներին և ներդրողներին կողմից տնտեսական հեռանկարի սպասումների վերաբերյալ: Նման միջավայրում բանկերը, ինչպես նաև մյուս մասնավոր կազմակերպությունները կարող են գործել ավելի մեծ զգուշավորությամբ: Բանկերի դեպքում այս ավելի զգուշավոր մոտեցումը կարող է արտահայտվել երկարաժամկետ վարկավորման տոկոսադրույքները նվազեցնելու հարցում ավելի մեծ զսպվածությամբ, քանի որ վարկերի գնագոյացումը հիմնված է վարկի ամբողջ ժամկետի ընթացքում վարկառուների պարտավորությունների կատարման կարողության վերաբերյալ գնահատականների, այլ ոչ թե միայն ընթացիկ տնտեսական պայմանների վրա (տե՛ս գլուխ 1, բաժին Գ):

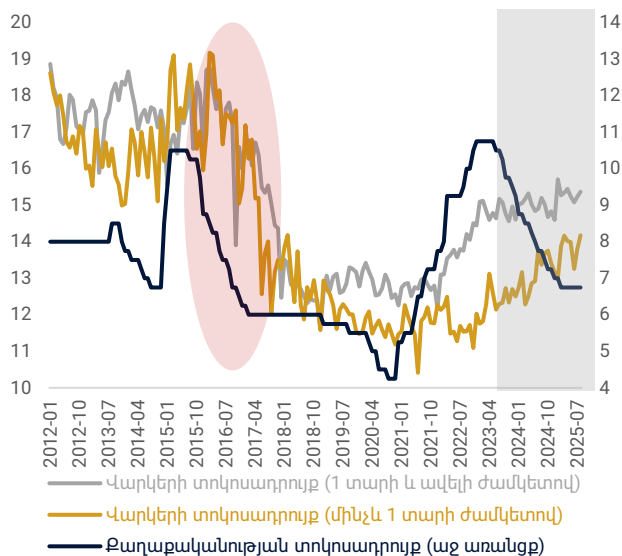
**Երկրի ռիսկի հավելավճար.** երկրի ռիսկի հավելավճարն արտացոլում է այն լրացուցիչ փոխհատուցումը, որը ներդրողները և ֆինանսական հաստատությունները պահանջում են տվյալ տնտեսական ու ինստիտուցիոնալ միջավայրում գործունեություն ծավալելու համար: Դրամավարկային քաղաքականության մեղմացման շրջափուլի ընթացքում ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի զարգացումների վրա ազդել

են տարաբնույթ գործոններ, այդ թվում՝ տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական անորոշությունը, համաշխարհային ֆինանսական պայմանների փոփոխությունները, զարգացող երկրների նկատմամբ տրամադրվածությունների բարելավումը և համաշխարհային տնտեսական հեռանկարի շուրջ առկա անորոշությունը (տե՛ս գլուխ 1, մաս Ա), ինչն անորոշություն է պարունակել նաև **երկրի ռիսկի հավելավճարի երկարաժամկետ կայուն մակարդակի գնահատման տեսանկյունից**: Այս համատեքստում, թեև ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարը, ընդհանուր առմամբ, նվազել է նշված ժամանակահատվածում, այնուամենայնիվ, երկրի ռիսկի հավելավճարի հավասարակշիռ մակարդակի վերաբերյալ պահպանվել է զգալի անորոշություն, ինչը հատկապես կարևոր է երկարաժամկետ տոկոսադրույքների ձևավորման տեսանկյունից:

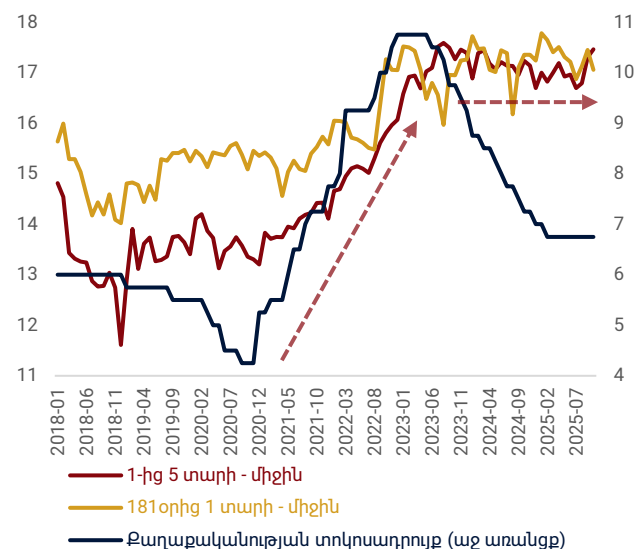
#### Վարկավորման պայմանների վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության այլ ուղիները

Շուկայական տոկոսադրույքների փոփոխությունը դրամավարկային քաղաքականության փոխանցման մեկ շերտ է: Դրամավարկային քաղաքականությունը կարող է ազդել վարկավորման պայմանների վրա նաև վարկերի հասանելիության, վարկավորման ծավալների, վարկառուների ռիսկայնության (borrower composition) և վարկերի ժամկետային կառուցվածքի փոփոխությունների միջոցով: Հետևաբար՝ վարկավորման պայմանների դյուրացման/խստացման վերաբերյալ քննարկումներում բացառապես վարկավորման տոկոսադրույքների վարքագծի վրա կենտրոնացումը կարող է լիարժեք պատկերացում չտալ վարկավորման շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության վերաբերյալ: Այս համատեքստում, 2023 թ. հունիսից, քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազեցման շրջափուլի մեկնարկից ի վեր, ՀՀ վարկային շուկայում տեղի ունեցած զարգացումներն արժանի են ավելի մանրամասն ուսումնասիրության: Թեև վարկավորման տոկոսադրույքները մնացել են հարաբերականորեն կայուն, ինչպես պատկերված է գծապատկեր 5.1.3-ում և 5.1.4-ում, վարկային շուկայի ակտիվության այլ ցուցանիշներ վկայում են, որ դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումը կարող է տեղի ունեցած լինել **վարկերի կառուցվածքի և տեղաբաշխման փոփոխությունների, այլ ոչ թե վարկավորման միջին տոկոսադրույքների անմիջական նվազման միջոցով**:

**Գծապատկեր 5.1.3.** Քաղաքականության տոկոսադրույքը և որոշ շուկայական տոկոսադրույքներ



**Գծապատկեր 5.1.4.** Վարկերի մեծ մասի (առանց հիպոտեկային վարկերի) միջին տոկոսադրույքները դրսևորել են նմանատիպ վարքագիծ

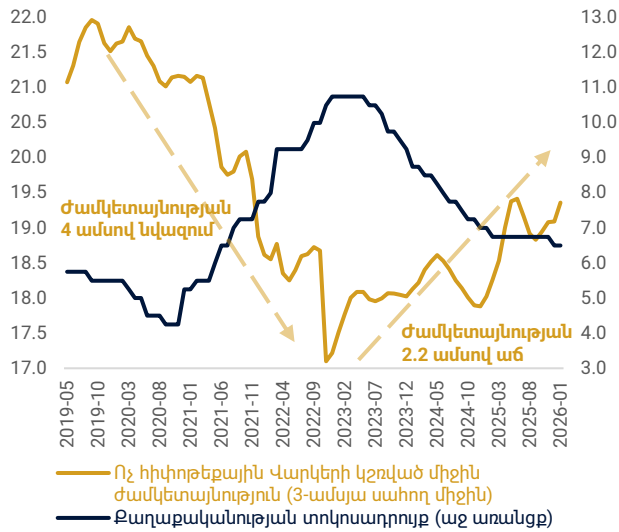


#### Վարկերի ժամկետային կառուցվածքը

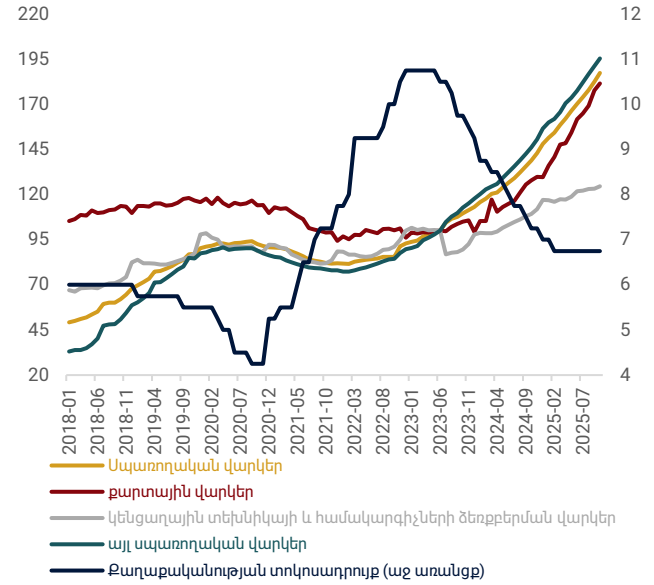
Իրականում պարտադիր չէ, որ փոխանցումային մեխանիզմի վարկավորման ուղին դրսևորվի բացառապես վարկերի ծավալների կամ տոկոսադրույքների փոփոխության միջոցով. դա կարող է արտահայտվել նաև վարկերի ժամկետայնության կառուցվածքի փոփոխություններով: Բլեքը և Ռոզենը (2007, 2011) ցույց են տվել, որ ավելի խիստ դրամավարկային քաղաքականությունը կարող է կրճատել վարկերի հասանելիությունը ոչ միայն վարկերի առաջարկի ուղղակի նվազեցման միջոցով, այլ նաև նվազեցնելով նոր տրամադրվող վարկերի ժամկետայնությունը, ինչը նշանակում է, որ դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը վարկավորման պայմանների վրա կարող է արտահայտվել ավելի վաղ՝ վարկավորման կառուցվածքի փոփոխությամբ, քան կարտացույցի տոկոսադրույքների կամ ծավալների մեջ:

Նմանատիպ զարգացումների ականատես ենք լինում ՀՀ վարկավորման շուկայի զարգացումներում (գծապատկեր 5.1.5): Թեև մինչև 5 տարի ժամկետով վարկերի տոկոսադրույքները պահպանվել են գրեթե նույն մակարդակում, վարկավորման պայմանները դրամավարկային մեղմացմանն արձագանքել են հիմնականում վարկավորման կառուցվածքի փոփոխությամբ, այլ ոչ թե անվանական տոկոսադրույքների ուղղակի նվազմամբ: Մասնավորապես՝ վարկերի պորտֆելի ժամկետայնությունն էականորեն աճել է՝ պայմանավորված ընդհանուր վարկերի միջին ժամկետայնության 2.2 ամսով ավելացմամբ: Այլ հավասար պայմաններում, այս փոփոխությունը ենթադրում է փոխառության արդյունավետ պայմանների բարելավում: Այսպես՝ քանի որ վարկառուները հնարավորություն են ունենում պարտավորությունները մարել ավելի երկար ժամանակահատվածում՝ առանց ավելի բարձր տոկոսադրույքներ վճարելու, վարկավորման արդյունավետ ծախսերը (effective cost of credit) կրճատվում են, անգամ եթե տոկոսադրույքները մնում են անփոփոխ: Այս տրամաբանությունը համահունչ է այն պնդմանը, որ դրամավարկային քաղաքականությունն ազդեցություն է ունենում ոչ միայն վարկերի տոկոսադրույքների, այլ նաև ժամկետայնության և հասանելիության վրա:

Գծապատկեր 5.1.5. Վարկային պորտֆելի ժամկետային կառուցվածքի տեղաշարժերը



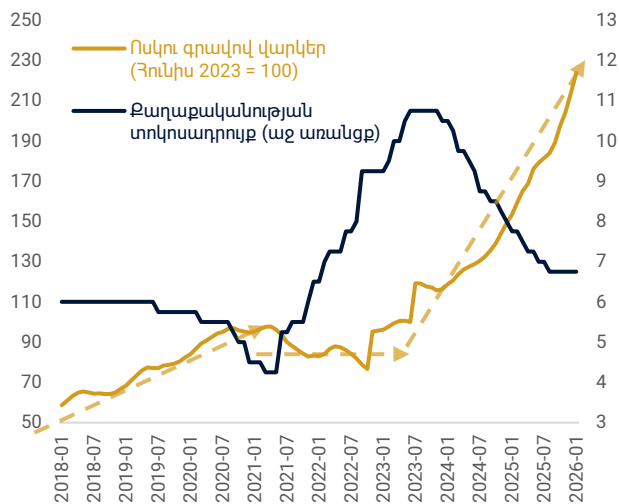
Գծապատկեր 5.1.6. Սպառողական վարկերի պաշարներն ըստ տեսակների (2023 թ. հունիս = 100)



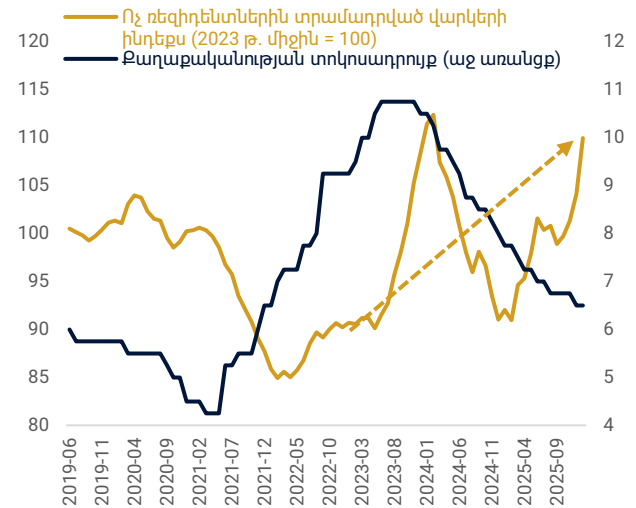
### Վարկավորման ծավալներ

Քաղաքականության մեղմացմանը զուգընթաց նկատվում է տարբեր ուղղություններով վարկավորման ծավալների ավելացում, ներառյալ՝ սպառողական վարկեր, վարկային քարտերով վարկավորում (credit card lending), ինչպես նաև տնային տնտեսությունների գնումները ֆինանսավորող, օրինակ՝ կենցաղային տեխնիկայի և էլեկտրոնիկայի ձեռքբերման նպատակով վարկեր՝ ապառիկ (գծապատկեր 5.1.6): Այս ուղղությունները, սերտորեն կապված լինելով տնտեսությունում ներքին պահանջարկ ձևավորող հատվածների հետ, կարևոր ուղի են, որի միջոցով դրամավարկային քաղաքականությունն ազդում է տնտեսական ակտիվության վրա: Այդ հատվածներին տրամադրվող վարկավորման ծավալների ընդլայնումը վկայում է, որ վարկերի առաջարկը դրականորեն է արձագանքել դրամավարկային պայմանների մեղմացմանը՝ համահունչ փոխանցումային մեխանիզմի վարկավորման և կապիտալի ուղիներին, որոնց դեպքում խթանող քաղաքականությունը բարելավում է բանկերի ֆինանսավորման պայմանները և ուժեղացնում հաշվեկշռային դիրքը՝ հնարավորություն տալով ավելի հեշտությամբ վարկեր տրամադրելու տնային տնտեսություններին:

Գծապատկեր 5.1.7. Ոսկու գրավով վարկերը, թուլացման փուլի մեկնարկից ի վեր, զգալիորեն աճել են



Գծապատկեր 5.1.8. Աճել են նաև ոչ ռեզիդենտներին տրամադրված վարկերը



### Վարկառուների ռիսկայնություն (Borrower composition)

Վարկավորման ծավալների ընդլայնումը մասամբ նաև պայմանավորված է վարկառուների կազմի փոփոխությամբ այն ուղիներում, որոնք բանկերի կողմից սովորաբար համարվում են բարձր ռիսկային: Մասնավորապես՝ ավելացել են այն վարկառուներին տրվող վարկերի ծավալները, որոնք օգտվում են գրավով ապահովված վարկերից, օրինակ՝ ոսկով կամ դրամով ապահովված (գծապատկեր 5.1.7): Նման վարկառուները սովորաբար ունեն ավելի սահմանափակ վարկային պատմություն կամ նախկինում դժվարությամբ էին ստանում գրավով չապահովված վարկեր: Բացի այդ, ոչ ռեզիդենտներին տրված վարկերի ծավալները, քաղաքականության մեղմացմանը զուգընթաց, ևս ավելացել են (գծապատկեր 5.1.8): Բանկերը, սակայն, ոչ ռեզիդենտ վարկառուներին վարկավորելու ընթացքում վարկունակությունը գնահատելիս կարող են բախվել ավելի մեծ անորոշության, քանի որ նրանք, որպես կանոն, ներքին բանկային համակարգում չունեն կամ ունեն սահմանափակ ֆինանսական պատմություն: Արդյունքում՝ նմանատիպ վարկերի դեպքում տոկոսադրույքները շատ ավելի բարձր են

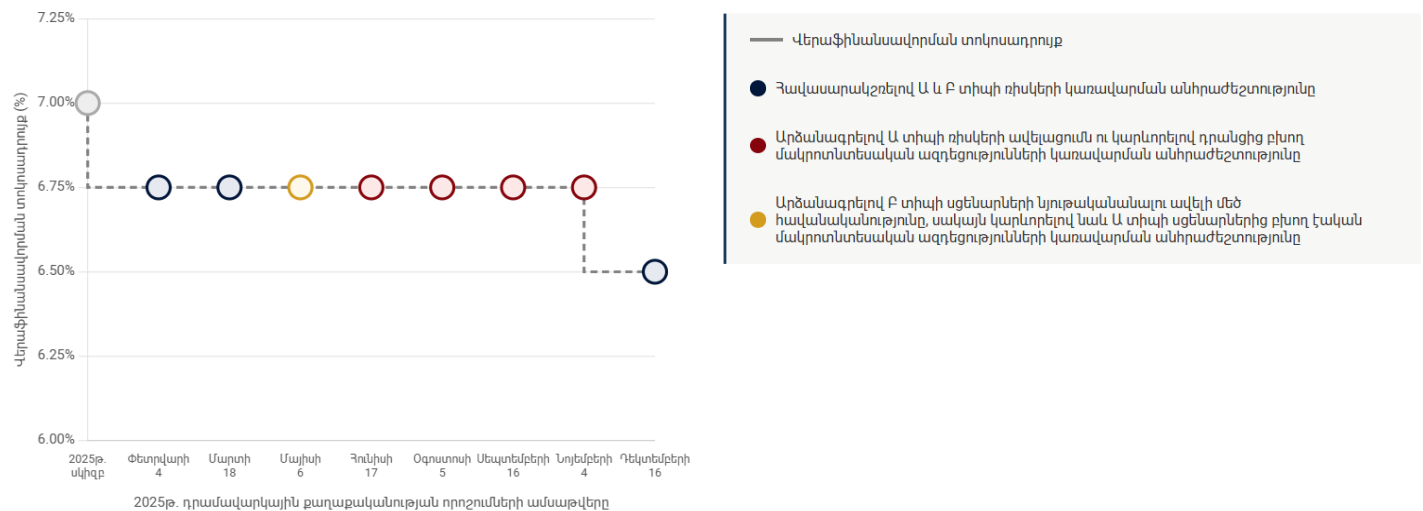
լինում: Այսպիսի խմբերի վարկավորման ծավալների ընդլայնումը համահունչ է դրամավարկային քաղաքականության վարկավորման և ռիսկի գնալու (risk taking channel) ուղիներին, որոնց շրջանակում ավելի մեղմ ֆինանսական պայմանները խրախուսում են բանկերին՝ վարկեր տրամադրելու այն վարկառուներին, որոնք նախկինում ֆինանսավորում ստանալու սահմանափակ հասանելիություն ունեին: Միաժամանակ, ինչքան մեծ է այսպիսի բարձր ռիսկային խմբերի վարկավորման կշիռը, այնքան ընդհանուր վարկերի միջին տոկոսադրույքները կձևավորվեն ավելի բարձր մակարդակում, նույնիսկ այն դեպքում, երբ շատ այլ վարկառուների համար վարկավորման պայմանները մեղմացել են:

Ամփոփելով կարելի է փաստել, որ, թեև երկարաժամկետ տոկոսադրույքները, որպես կանոն, կարող են ճշգրտվել ի պատասխան կարճաժամկետ տոկոսադրույքների փոփոխության, այդուհանդերձ, երկարաժամկետ տոկոսադրույքները պայմանավորող գործոնները վճռորոշ են դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի գնահատման համար: Բանկերի միջև մրցակցությունը, գնաճային սպասումները, ֆինանսական ծառայությունների պահանջարկը, հաճախորդների ռիսկայնության գնահատումը, տնտեսական հեռանկարի վերաբերյալ սպասումները և երկրի ռիսկի հավելավճարն առանցքային դեր են խաղում ֆինանսական ծառայությունների գնագոյացման գործընթացում: Այդ իսկ պատճառով միշտ էլ, որ քաղաքականության տոկոսադրույքի փոփոխությունները համարժեքորեն փոխանցվում են երկարաժամկետ տոկոսադրույքներին: Վարկավորման տոկոսադրույքների նվազեցումը ֆինանսական պայմանների մեղմացման դրսևորումներից մեկն է, սակայն ոչ միակը, քանի որ ֆինանսական պայմանները կարող են դառնալ ավելի մեղմ վարկավորման շուկայի այլ ցուցանիշների փոփոխմամբ: Այս համատեքստում, Հայաստանում վարկավորման շուկայի զարգացումները ցույց են տալիս, որ տնտեսությունում վարկավորման պայմանները դյուրացել են, չնայած դա ամբողջությամբ չի արտահայտվել ընդհանուր վարկերի տոկոսադրույքների համարժեք փոփոխություններով:

## Հարց 2. Ինչպե՞ս պետք է մեկնաբանել դրամավարկային քաղաքականության որոշումների հիմքում առկա ռիսկերի կառավարման մոտեցումները:

Հստակ և արդյունավետ հաղորդակցումը նպաստում է հասարակության, տնտեսավարող սուբյեկտների և արտաքին շահագրգիռ կողմերի շրջանում դրամավարկային քաղաքականության մշակման ու իրականացման վերաբերյալ համապարփակ ընկալումների ձևավորմանը: Այս համատեքստում, դրամավարկային քաղաքականության արտաքին հաղորդակցման հիմնական նպատակն է ֆինանսական շուկաների և լայն հանրության շրջանում դրամավարկային քաղաքականության մշակման ու որոշումների կայացման գործընթացի վերաբերյալ առավելագույն թափանցիկության ապահովումը, որի վերջնականատակը Կենտրոնական բանկի կողմից գների կայունության ապահովման հանձնառության վերաբերյալ հստակ պատկերացումների ձևավորումն ու վստահության ամրապնդումն է: Հաղորդակցումը նաև առանցքային դեր է խաղում շուկայական սպասումների ձևավորման գործընթացում՝ ապահովելով միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճային սպասումների խարսխումը: Վերջին երկու տարիների ընթացքում արձանագրվել է շուկայի մասնակիցների, վերլուծաբանների և լայն հանրության կողմից դրամավարկային հաղորդակցության նկատմամբ հետաքրքրության զգալի աճ: Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության որոշումների և իրապարակումների վերաբերյալ վերլուծությունների, մեկնաբանությունների և քննարկումների աճող ծավալը ողջունելի է և արտացոլում է ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականության նկատմամբ հետաքրքրության շարունակական աճը: Այս առումով, ԿԲ-ն նպատակային է համարում անդրադառնալու դրամավարկային քաղաքականության որոշումների հիմքում առկա ռիսկերի կառավարման մոտեցումների տրամաբանությանը:

**Գծապատկեր 5.2.1. 2025 թվականի ընթացքում դրամավարկային քաղաքականության որոշումների հիմքում առկա ռիսկերի կառավարման մոտեցումները**



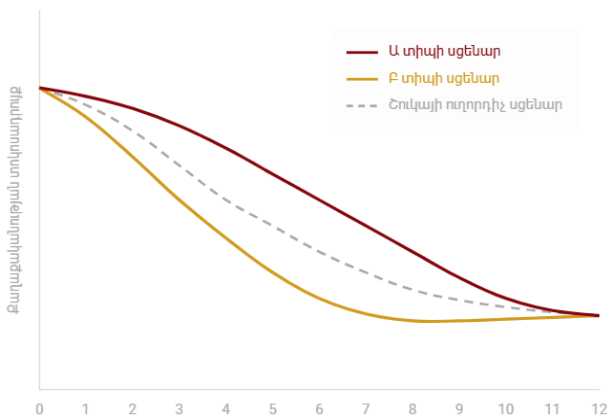
Ռիսկերի խելամիտ կառավարման հիմնակարգի ներքո խորհուրդն իր հաղորդակցումը չի խաբսխում մեկ՝ ամենահավանական սցենարի վրա: Փոխարենը՝ հաղորդակցվում է, որ արդի անորոշությունների պայմաններում պատասխանատու և խելամիտ քաղաքականության իրականացումը պահանջում է որոշումների կայացման գործընթացում տնտեսության զարգացման բազմաթիվ սցենարների դիտարկում: Նշված սցենարների ներկայացման նպատակով ՀՀ ԿԲ-ն կառուցում և հրապարակում է սցենարների բազմության աղյուսակը (տե՛ս գլուխ 2, բաժին Ա): Սցենարների բազմությունը դասակարգված կերպով ամփոփում է ԿԲ խորհրդի կողմից դիտարկված և քաղաքականության քննարկումների համար առանձնացված կարևոր ու առանցքային սցենարներ, որոնք, ռիսկերի խելամիտ կառավարման համակարգի ներքո, միջնաժամկետ հորիզոնում կարող են ազդել քաղաքականության որոշումների վրա: Սցենարների բազմության մեջ ներկայացված ռիսկերը բաժանված են երկու հիմնական խմբի. **Ա տիպի սցենարներ**, որոնց հիմքում ընկած տնտեսական զարգացումները կարող են պահանջել շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղի, **Բ տիպի սցենարներ**, որոնց հիմքում ընկած տնտեսական զարգացումները կարող են պահանջել շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի ցածր ուղի: Այս սցենարները ենթադրում են դրամավարկային քաղաքականության հստակ ուղղություններ, այլ ոչ թե վերացական կամ անհրատեսական ռիսկերը նկարագրող սցենարներ: Նշված սցենարներից ենթադրվող քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգծերը ներկայացվում են շուկայի ուղղորդիչ սցենարի համեմատությամբ: Շուկայի ուղղորդիչ սցենարն արտացոլում է շուկայի մասնակիցների կողմից դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի ակնկալվող ուղեգծի վերաբերյալ սպասումները և տնտեսական հեռանկարի գնահատականները: Այն չի հանդիսանում Կենտրոնական բանկի բազային կանխատեսում կամ ամենահավանական սցենար:

Ռիսկերի խելամիտ կառավարման մոտեցման ներքո որոշումների կայացումը իրականացվում է «նվազագույն ավստսանքի» (least regrets) սկզբունքով: Երբ ԿԲ խորհուրդը հաղորդակցում է, որ դրամավարկային քաղաքականության որոշման հիմքում ընկած է Ա տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը, սա նշանակում է, որ խորհրդի գնահատմամբ Ա տիպի սցենարների նյութականացման պարագայում դրամավարկային քաղաքականության սխալ ուղեգծի ընտրության հետևանքով առաջացող տնտեսական ծախսերը կարող են լինել էական և առավել անցանկալի: Այլ կերպ ասած՝ խորհուրդը ռիսկերի կառավարման այս մոտեցմամբ առաջնահերթություն է տալիս ոչ թե ամենահավանական սցենարին, այլ այն ամենավտանգավոր սցենարներին, որոնց նյութականացման դեպքում դրամավարկային քաղաքականության սխալ ուղեգծի ընտրությունը կարող է առաջացնել անդառնալի և էական մակրոտնտեսական հետևանքներ:

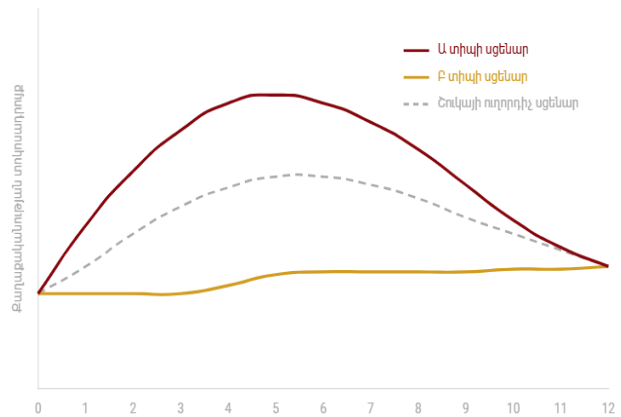
Դրամավարկային քաղաքականության ռիսկերի խելամիտ կառավարման հիմնական Ներքո ավանդական «hawkish/dovish» հասկացությունները կարելի է կիրառել հետևյալ տրամաբանությամբ՝

- Ա տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությամբ առաջնորդվող մոտեցումը կարելի է մեկնաբանել որպես «hawkish», քանի որ այն ենթադրում է միջնաժամկետում շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության ավելի բարձր տոկոսադրույքի ուղեգիծ, սակայն ոչ պարտադիր բարձրացում:
- Նույնպես՝ Բ տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությամբ առաջնորդվող մոտեցումը կարելի է մեկնաբանել որպես «dovish», քանի որ այն ենթադրում է միջնաժամկետում շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության ավելի ցածր տոկոսադրույքի ուղեգիծ, սակայն ոչ պարտադիր նվազեցում:

**Գծապատկեր 5.2.2.** Քաղաքականության տոկոսադրույքի սցենարային ուղեգծեր



**Գծապատկեր 5.2.3.** Քաղաքականության տոկոսադրույքի սցենարային ուղեգծեր



Որպես օրինակ դիտարկենք սեպտեմբերի 16-ի դրամավարկային քաղաքականության որոշումը և խորհրդի հաղորդակցումը.

«...կարևորելով **Ա տիպի սցենարներից բխող մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը**՝ ՀՀ ԿԲ խորհուրդը ներկա շրջափուլում որոշեց անփոփոխ թողնել քաղաքականության տոկոսադրույքը: Խորհուրդը կշարունակի մշտադիտարկել տնտեսության զարգացման սցենարները և պատրաստ է ձեռնարկելու համարժեք գործողություններ՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճի 3% նպատակի և գների կայունության ապահովման համար»:

Սա նշանակում է, որ Ա տիպի ռիսկերի կառավարումը միջնաժամկետ հորիզոնում պահանջում է շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ, այլ կերպ ասած՝ ենթադրում է «hawkish» մոտեցում: Այդուհանդերձ, Ա տիպի ռիսկերի կառավարման մոտեցմամբ առաջնորդվող դրամավարկային քաղաքականության որոշումը **պարտադիր չէ, որ բացարձակ արտահայտությամբ ենթադրի քաղաքականության տոկոսադրույքի բարձրացում**: Եթե ֆինանսական շուկայի սպասումներն արտացոլում են քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազեցման ուղեգիծ, ապա կարող են լինել դեպքեր, երբ Ա տիպի սցենարները ևս ենթադրեն տոկոսադրույքի նվազեցման ուղեգիծ, սակայն շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի դանդաղ և չափավոր տեմպով: Այս տրամաբանությունը կարելի է տեսնել, օրինակ, 2025 թ. ընթացքում կայացված որոշումների օրինաչափության մեջ: Հունիսից մինչև նոյեմբեր ընկած ժամանակահատվածում տեղի ունեցած 6 հաջորդական նիստերի ընթացքում խորհուրդը որոշել է անփոփոխ թողնել քաղաքականության տոկոսադրույքը: Քաղաքականության այս 6 որոշումներից 4-ի հիմքում ընկած է եղել Ա տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը: Այսպիսով՝ այն հանգամանքը, որ մի շարք որոշումներում մեծ մասամբ նշվում է Ա տիպի ռիսկերի կառավարման մասին՝ առանց քաղաքականության խստացման որևէ նշանի, ցույց է տալիս, որ նման ձևակերպումները չեն ենթադրում առաջիկայում տոկոսադրույքի պարտադիր բարձրացում. ենթադրվում է միջնաժամկետ հորիզոնում շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի բարձր տոկոսադրույքի ուղեգիծ:

Դրամավարկային քաղաքականության  
հաշվետվողականության զեկույց | 2025



# Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ