



Հայաստանի  
Հանրապետության  
Կենտրոնական բանկ

2025 թ. 2-րդ եռամսյակ

Թափանցիկության  
զեկույց

Հրապարակման ամսաթիվ՝ 17 հունիսի 2025 թ.

# Ա. Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի Նիստի արձանագրություն

17 հունիսի 2025 թ.

Նիստին մասնակցում էին ՀՀ ԿԲ Նախագահ Մարտին Գալստյանը, Նախագահի տեղակալներ Արմեն Նուրբեկյանը, Յուրիան Խաչատրյանը, խորհրդի անդամներ Հասմիկ Ղահրամանյանը, Դավիթ Նահապետյանը, Արտակ Մանուկյանը և Նարեկ Ղազարյանը:

## Ընթացիկ տնտեսական իրավիճակի և հիմնարար պայմանների գնահատում

Հունիսի 17-ին խորհրդի Նիստը սկսվեց դրամավարկային քաղաքականության վարչության թիմի կողմից համաշխարհային և ներքին տնտեսություններում ընթացիկ տնտեսական իրավիճակի ու հիմնարար պայմանների ներկայացմամբ: Քննարկվեցին արտաքին միջավայրի, գնաճի, իրական, հարկաբյուջետային, ֆինանսական և դրամավարկային հատվածների զարգացումները, ինչպես նաև տարբեր ռիսկերից ու անորոշություններից ածանցվող սցենարների բազմությունը, ընդգծվեցին դրամավարկային քաղաքականության առնչվող անորոշությունների ու ռիսկերի աղբյուրները: Արտաքին ու ներքին տնտեսություններում ընթացիկ տնտեսական իրավիճակի և հիմնարար պայմանների վերաբերյալ համապարփակ ուսումնասիրություններն ու վերլուծություններն առավել մանրամասն ներկայացված են Դրամավարկային քաղաքականության հաղորդագրության Բ մասում, ինչպես նաև դրամավարկային քաղաքականության զեկույցի առաջին գլխի Բ մասում:

## Հիմնական ռիսկերի, անորոշությունների և սցենարների շուրջ քննարկումներ

Արտաքին ու ներքին տնտեսություններում ընթացիկ և հիմնարար մակրոտնտեսական պայմանների վերաբերյալ քննարկումներից հետո խորհուրդն անցավ առկա անորոշություններից բխող ռիսկերի և մակրոտնտեսական սցենարների, ինչպես նաև դրամավարկային քաղաքականության ուղղությունների քննարկմանն ու քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ որոշման կայացմանը: Խորհուրդը դիտարկեց քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղեգծի վերաբերյալ շուկայի սպասումները: ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ շուկայի մասնակիցների սպասումների վերջին հարցման արդյունքներն արտացոլում են առաջիկա 8 որոշումների ընթացքում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի աստիճանական նվազման ուղեգիծը:

Այս համատեքստում խորհուրդը մի կողմից՝ դիտարկել է այնպիսի սցենարներ, որոնց հիմքում առկա զարգացումները կարող են պահանջել ընթացիկ շուկայական սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր մակարդակ (Ա տիպի սցենարներ): Նմանատիպ զարգացումներ են ենթադրում առաջատար տնտեսություններում կոշտ գներով ապրանքների և ծառայությունների բարձր գնաճի երկար պահպանման, առանձին տնտեսություններում, հատկապես ԱՄՆ-ում, ընդհանուր գնաճային միջավայրի ընդլայնման, ինչպես նաև տոկոսադրույքների՝ երկարաժամկետում բարձր մակարդակում ձևավորման ռիսկերը: Այս տիպի սցենարները հիմնականում կապված են ԱՄՆ-ում հարկաբյուջետային քաղաքականության ավելի խթանող դիրքի և, այդ համատեքստում՝ պարտքի ավելացման հեռանկարի, առաջատար տնտեսությունների կողմից արտաքին առևտրային քաղաքականությունների խստացման, համաշխարհային և տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական ընթացիկ զարգացումների, ռուս-ուկրաինական հակամարտության հնարավոր հանգուցալուծման և ՀՀ-ի համար դրանից ածանցվող ռիսկերի, ՀՀ-ում հարկաբյուջետային ավելի խթանող դիրքի ձևավորման, ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի ավելացման և այլ ռիսկերի հետ:

Մյուս կողմից՝ խորհուրդը դիտարկել է սցենարներ, որոնց հիմքում առկա զարգացումները պահանջում են ընթացիկ շուկայական սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի արագ նվազման ուղի՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գների կայունության հանձնառությունն ապահովելու համար (Բ տիպի սցենարներ): Այս սցենարները ներառում են համաշխարհային պահանջարկի հետագա դանդաղման և ապրանքահումքային շուկաներում գնանկումային միջավայրի ձևավորման, ներքին տնտեսությունում արտաքին պահանջարկի բնականոն ճգնաժամի պայմաններում որոշ ճյուղերում աճի անհամաչափ դանդաղման, ինչպես նաև անշարժ գույքի գների ճգնաժամի պայմաններում ամբողջական պահանջարկի վրա ազդեցության շուրջ անորոշություններ և ռիսկեր:

Նշված ռիսկերի շրջանակում խորհրդի անդամները ներկայացրին ռիսկերի և անորոշության հիմնական աղբյուրների վերաբերյալ իրենց տեսակետները, որոնք կարևոր են այս փուլում քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ

խելամիտ որոշում կայացնելու համար: Մասնավորապես՝ հորիզոնի անդամները կարևորեցին այդ ռիսկերից և անորոշություններից բխող հնարավոր կորուստները նվազագույնի հասցնելու անհրաժեշտությունը:

Խորհուրդը, քննարկելով համաշխարհային տնտեսության զարգացումները, հանգամանալից անդրադարձ կատարեց ԱՄՆ տնտեսական քաղաքականության վերջին միտումներին՝ շեշտադրելով դրանց վերաբերյալ բարձր անորոշությունը որպես ընթացիկ փուլում ՀՀ տնտեսության համար ռիսկի էական գործոններից մեկը: Խորհրդի անդամները համակարծիք էին, որ ԱՄՆ կառավարության կողմից նախատեսվող հարկաբյուջետային քաղաքականության փոփոխությունները, այն է՝ ծախսերի ոչ համաչափ կրճատմանը զուգահեռ հարկային հավաքագրումների թուլացումը, կարող են էլ ավելի սրել տնտեսությունում արդեն իսկ առկա պետական պարտքի խնդիրները: Դրանք կարող են ուղղակիորեն անդրադառնալ ինչպես ԱՄՆ-ի, այնպես էլ համաշխարհային երկարաժամկետ տոկոսադրույքների, այդ թվում՝ ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի աճի վրա: Այս համատեքստում, Հովհաննես Խաչատրյանը նշեց, որ ԱՄՆ-ում պարտքի զգալի աճը կարող է հանգեցնել այլ երկրների, այդ թվում՝ ՀՀ-ի համեմատությամբ, ռիսկի հավելավճարների ավելացմանը: Արդյունքում, ԱՄՆ չեզոք տոկոսադրույքի աճը չի ուղեկցվի ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի համարժեք աճով: Մյուս կողմից՝ Արմեն Նուրբեկյանը և Մարտին Գալստյանը գտնում էին, որ պետական պարտքի զգալի աճ է սպասվում մի շարք առաջատար տնտեսություններում, այսինքն՝ սա ոչ միայն ԱՄՆ-ի, այլև հստակորեն համաշխարհային տոկոսադրույքների աճ է ենթադրում: Այս պարագայում, հաշվի առնելով նաև համաշխարհային տնտեսությունում աշխարհաքաղաքական իրավիճակի և տնտեսական քաղաքականության վերաբերյալ բարձր անորոշությունները, քիչ հավանական է, որ զարգացող երկրների ռիսկի հավելավճարները նվազեն զարգացած տնտեսությունների համեմատությամբ:

Խորհուրդը քննարկեց նաև Մերձավոր Արևելքում իրավիճակի ընթացիկ, կտրուկ սրացումից բխող անորոշությունները, որոնք ՀՀ տնտեսության համար կարող են պարունակել երկու ուղղությամբ ռիսկեր՝ կախված դրա տևողությունից և մասշտաբներից: Նարեկ Ղազարյանն ընդգծեց, որ հակամարտության ազդեցությունը ՀՀ տնտեսության վրա կախված կլինի դրա տևողությունից: Տարածաշրջանում լարվածության հետագա աճը կամ դրա տևականությունը պարունակում է առավելապես Ա տիպի ռիսկեր: Մասնավորապես՝ Նարեկ Ղազարյանը և Արտակ Մանուկյանը հավելեցին, որ նշանակալի է վերջինիս հնարավոր ազդեցությունը նավթի համաշխարհային գների, տարածաշրջանային առաջարկի արժեզրեցման երկարավոր խաթարումների, դեպի ՀՀ կապիտալի ներհոսքի, ինչպես նաև տարածաշրջանային երկրների ռիսկի հավելավճարների վրա: Մինչդեռ, հակամարտության արագ ավարտի սցենարի պարագայում այն կարող է նույնիսկ գնանկումային ազդեցություն ունենալ՝ պայմանավորված նավթի գների՝ դեպի Ներքև արագ ճզգրտմամբ, ինչը մինչև հակամարտության սրացումը նվազման միտում էր ցուցաբերում: Հասմիկ Ղահրամանյանն ավելացրեց, որ հակամարտության սրացումը կարող է էական ազդեցություններ ունենալ թե՛ առաջարկի, թե՛ պահանջարկի կողմից: Մարտին Գալստյանը, Արմեն Նուրբեկյանը նշեցին, որ, եթե մինչև այս, ընդհանուր առմամբ, Բ տիպի ռիսկերի նյութականացումն ավելի հավանական էր, իսկ Ա տիպի ռիսկերն առավել մտահոգիչ էին, ապա ներկայումս գնաճի մասով վերևի ուղղությամբ ռիսկերի ի հայտ գալու հավանականությունը նույնպես մեծանում է՝ մասնավորապես աշխարհաքաղաքական և տարածաշրջանային ռիսկերի ավելացման համատեքստում: Խորհուրդն արձանագրեց իրավիճակի ընթացիկ մշտադիտարկման կարևորությունը:

Ներքին տնտեսության զարգացումները քննարկելով՝ Խորհուրդը համակարծիք էր, որ տնտեսությունում առաջարկի և պահանջարկի գծով անհաշվեկշռվածություններն էապես նվազել են, քանի որ տնտեսական աճը որոշակիորեն թուլանալով՝ մոտեցել է գնահատվող երկարաժամկետ հավասարակշիռ մակարդակին, աշխատավարձերի աճը կայունացել է 5-6%-ի շուրջ, իսկ հիմնարար գնաճը բնութագրող ցուցանիշները մոտ են թիրախային մակարդակին: Հովհաննես Խաչատրյանը նշեց, որ, չնայած համակարծիք է անհաշվեկշռվածությունների էական փոքրացման գնահատականի հետ, այդուհանդերձ, կան որոշակի ազդակներ, մասնավորապես՝ աճի կենտրոնացվածությունը փոքրաթիվ ոլորտներում, որոնք կարող են վկայել տնտեսությունում նույնիսկ բացասական ՀՆԱ ճեղքվածքի առկայության մասին: Այս պարագայում անհրաժեշտ է նաև ուշադրություն դարձնել առավել արտադրողական, արտահանելի ճյուղերի զարգացումներին՝ տնտեսության դիրքը ճիշտ գնահատելու համար: Արմեն Նուրբեկյանի կարծիքով, ընթացիկ փուլում անհրաժեշտ է հատուկ ուշադրություն դարձնել տնտեսության ներուժային աճի բաղադրիչների, մասնավորապես՝ մշակող արդյունաբերության ու ՏՏ ոլորտում աճի, դրանց բնույթի և կայունության, ինչպես նաև միջնաժամկետ կարողությունների ընդլայնման հարցերին՝ ներուժային աճի հետ կապված անորոշությունների քննարկման տեսանկյունից: Խորհուրդը կարևորեց ընթացիկ փուլում շինարարության և ծառայությունների ոլորտի առանձին ճյուղերի շարունակական մշտադիտարկման անհրաժեշտությունը՝ մատնանշելով այս հատվածներում կուտակված ռիսկերի նյութականացման պարագայում դրանց կառավարման կարևորությունը:

Անդրադառնալով աշխատանքի շուկայի զարգացումներին՝ Խորհրդի անդամները նշում էին, որ մասնավոր աշխատավարձերի աճի զգալի դանդաղումը, աշխատաշուկայում առաջարկի և պահանջարկի միտումները, ամենայն հավանականությամբ, վկայում են արտաքին պահանջարկի աստիճանական կարգավորմանը զուգընթաց աշխատանքի շուկայի հավասարակշռման մասին: Ինչ վերաբերում է հարկաբյուջետային քաղաքականության զարգացումներին, այստեղ Խորհուրդն առավել հավանական էր համարում և հիմնականում մտահոգված էր Ա տիպի ռիսկերով: Դավիթ Նահապետյանը հատկապես ընդգծեց ընթացիկ ծախսերը գերակատարելու որոշակի ռիսկեր: Հասմիկ Ղահրամանյանի կարծիքով, հաշվի առնելով կապիտալ ծախսերի կառուցվածքը, պահանջարկի վրա դրանց ազդեցությունը կարող է էական

չլինել և հարկաբյուջետային քաղաքականության համատեքստում Ա տիպի ռիսկերի ազդեցությունը տնտեսության վրա առարկայական չէ: Արմեն Նուբեկյանը կարևորեց ոչ թե ընթացիկ գնաճային ազդեցությունների, այլ առավելապես պարտքի աճի և, արդյունքում՝ ռիսկի հավելավճարի հավանական ավելացման պարագայում հարկաբյուջետային քաղաքականությունից բխող ռիսկերը:

Խորհուրդը հանգամանալից քննարկեց գնաճի ընթացիկ արագացումը: Չնայած, ընդհանուր առմամբ, Խորհրդի անդամները գտնում էին, որ համախառն պահանջարկի ազդեցությունը գնաճի վրա չեզոք է և այն մեծապես պայմանավորված է որոշ սեգմենտային պարենային ապրանքների գների բարձր աճով, այդուհանդերձ, դրանց հետագա զարգացումների վերաբերյալ կարծիքները որոշակիորեն տարբերվում էին: Մասնավորապես՝ Նարեկ Ղազարյանը նշում էր, որ, հաշվի առնելով հիմնարար գնաճը բնութագրող կարևոր ցուցիչների, այդ թվում՝ ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսի կայունացումը թիրախին մոտ մակարդակում, գնաճի ընթացիկ արագացումը կարող է կրել կարճաժամկետ բնույթ: Միննույն ժամանակ, Նա նշեց, որ առաջարկի հնարավոր Նոր շուկերն ուղեկցվելու են հարաբերականորեն չեզոք պահանջարկով և, հետևաբար, դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից գնաճային ազդեցությունները կարող են էական չլինել: Հովհաննես Խաչատրյանը գտնում էր, որ սա հիմնականում պայմանավորված է գյուղատնտեսության ոլորտում սեզոնայնության որոշակի խախտմամբ, ինչը, ամենայն հավանականությամբ, առաջիկա ամիսներին կփոխհատուցվի ավելի ցածր գնաճով: Արտակ Մանուկյանը, համաձայնվելով վերոնշյալ պնդումների հետ, ավելացրեց, որ, բացի փոքր թվով պարենային ապրանքների բարձր գնաճից, առկա են որոշ ծառայությունների գների աճի արագացման ազդակներ, ինչն արտացոլվում է Նաև օդային տրանսպորտի գներում: Բացի այդ, տարածաշրջանային վերջին զարգացումները լրացուցիչ ռիսկեր են ստեղծում այս ուղղությամբ:

Ամփոփելով արտահայտված կարծիքներն ու տեսակետները՝ Ա տիպի սցենարների համատեքստում Խորհուրդն ընդգծեց ԱՄՆ-ում ավելի բարձր մակարդակում չեզոք տոկոսադրույքի ձևավորման, ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի ընթացիկ մակարդակի կամ դրա հիմնարար մակարդակի աճի, տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական զարգացումների հետ կապված անորոշություններն ու ռիսկերը, իսկ Բ տիպի ռիսկերից՝ արտաքին պահանջարկի բնականոն ճշգրտման պայմաններում տնտեսության առանձին ոլորտներում աճի անհամաչափ դանդաղման, անշարժ գույքի գների աստիճանական նվազման (ճշգրտման) արդյունքում տնտեսությունում պահանջարկի թույլ միջավայրի ձևավորման ու խորացման, ինչպես նաև համաշխարհային տնտեսության հեռանկարի վերաբերյալ մտահոգությունները: Խորհուրդը նշեց, որ արտաքին հատվածից փոխանցվող անորոշություններն ու ռիսկերն էապես ավելացել են՝ պայմանավորված տարածաշրջանային հակամարտությունների սրացումներով, ինչպես նաև ԱՄՆ-ի տնտեսական քաղաքականության հետ կապված անորոշություններով:

## Դրամավարկային քաղաքականության որոշում

Տնտեսության զարգացման նշված սցենարային քննարկումների արդյունքում ԿԲ խորհուրդը, ձևավորված անորոշությունների պայմաններում, կարևորում է ռիսկերի կառավարման մոտեցման ներքո այդ սցենարներից բխող հնարավոր կորուստները նվազագույնի հասցնելը՝ որոշեցրված դրամավարկային քաղաքականության համապատասխան մարտավարությամբ գների կայունության նպատակի ապահովման համար:

Արձանագրելով Ա տիպի ռիսկերի ավելացումը և կարևորելով դրանցից բխող մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը, խորհրդի անդամներից 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՝ գտնում էր, որ անհրաժեշտ է արդեն իսկ ընթացիկ շրջափուլում բարձրացնել քաղաքականության տոկոսադրույքը: Մյուս կողմից՝ խորհրդի անդամներ 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 ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշեց վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը թողնել անփոփոխ (տե՛ս աղյուսակ 1): Խորհուրդը կշարունակի մշտադիտարկել տնտեսության զարգացման սցենարները և պատրաստ է ձեռնարկելու համարժեք գործողություններ՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճի 3% նպատակի և գների կայունության ապահովման համար:

**Աղյուսակ 1. Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ խորհրդի անդամների քվեարկության ամփոփում**  
17 հունիսի 2025 թ.

| Խորհրդի անդամ       | Որոշում                         |
|---------------------|---------------------------------|
| Նարեկ Ղազարյան      | Թողնել անփոփոխ                  |
| Արտակ Մանուկյան     | Բարձրացնել 0.25 տոկոսային կետով |
| Դավիթ Նահապետյան    | Թողնել անփոփոխ                  |
| Հասմիկ Ղահրամանյան  | Թողնել անփոփոխ                  |
| Հովհաննես Խաչատրյան | Թողնել անփոփոխ                  |
| Արմեն Նուրբեկյան    | Թողնել անփոփոխ                  |
| Մարտին Գալստյան     | Թողնել անփոփոխ                  |

## Բ. Որոշման հիմնավորումներ

17 հունիսի 2025 թ.

ԴՎԶ որոշման հիմնավորումը ՀՀ ԿԲ խորհրդի անդամների կողմից ներկայացվող փաստաթուղթ է, որը ներառում է խորհրդի յուրաքանչյուր անդամի՝ քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ որոշումը, ինչպես նաև վերջինիս հիմքում ընկած հիմնական ռիսկերի և անորոշությունների ամփոփ նկարագիրը: Խորհրդի անդամների կողմից որոշման հիմնավորման ներկայացումը նախատեսված է ինչպես եռամսյակային ԴՎԶ ծրագրերի, այնպես էլ միջանկյալ որոշումների ընդունման համար:

### Նախագահ Մարտին Գալստյան

Հաշվի առնելով քաղաքականության ներկա շրջափուլի ընթացքում խորհրդի մյուս անդամների հետ քննարկումները, տնտեսության ընթացիկ զարգացումները, հիմնարար պայմանների վերլուծությունները և հիմնական ռիսկերի ու անորոշությունների աղբյուրների համապարփակ գնահատումը՝ քվեարկում եմ քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին: Իմ որոշման հիմքում ընկած է Ա տիպի ռիսկերի խելամիտ կառավարման անհրաժեշտությունը: Ընթացիկ տնտեսական զարգացումներն ավելի իրատեսական են դարձնում Ա տիպի սցենարների դրսևորման հնարավորությունները: Ա տիպի ռիսկերի համատեքստում հիմնական մտահոգությունս կապված է Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական իրավիճակի կտրուկ սրման, միջնաժամկետում ԱՄՆ-ի հարկաբյուջետային քաղաքականության հեռանկարի, պետական պարտքի հնարավոր ավելացման, ինչպես նաև արտաքին առևտրային քաղաքականության խստացման հետագա ազդեցությունների հետ, որոնք պարունակում են առավելապես գնաճային ռիսկեր: Բ տիպի ռիսկերի համատեքստում ՀՀ տնտեսական աճը կայունացել է իր ներուժային աճի գնահատականի շուրջ, սակայն, տնտեսական աճի կառուցվածքի առանձնահատկություններով պայմանավորված՝ առկա են տնտեսական աճի կայունության, երկարաժամկետ հեռանկարի, ինչպես նաև ներքին պահանջարկի հետագա միտումների վերաբերյալ անորոշություններ: Դրանք, աշխատանքի շուկայի պայմանների հնարավոր թուլացմանը զուգահեռ, պարունակում են ցածր գնաճային միջավայրի ձևավորման ռիսկեր: Արդյունքում կարևորելով վերոնշյալ ռիսկերից և անորոշություններից բխող հնարավոր կորուստները նվազագույնի հասցնելու նպատակը, վերոնշյալ Ա տիպի սցենարներից բխող էական մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը, քվեարկում եմ քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին: Հաստատում եմ, որ ռիսկերի հաշվեկշռի վերագնահատում պահանջող ցանկացած նոր տեղեկատվության կամ իրադարձությունների ի հայտ գալու պարագայում պատրաստ եմ ժամանակին և համարժեքորեն արձագանքելու՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճի 3% մակարդակի և գների կայունության հանձնառության ապահովման համար:

### Նախագահի տեղակալ Արմեն Նուրբեկյան

Հաշվի առնելով վերջին մի քանի ամիսների ՀՀ տնտեսական և ֆինանսական զարգացումները, քաղաքականության շրջափուլի ընթացքում խորհրդի մյուս անդամների հետ քննարկումները, ինչպես նաև ռիսկերի և անորոշության հիմնական աղբյուրների մանրակրկիտ վերլուծությունը՝ քվեարկում եմ քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին: Տնտեսության արտաքին և ներքին հատվածներում մեծ անորոշությունը պահպանվում է: ԱՄՆ-ում տնտեսական ակտիվությունը կայուն է, գնաճի նվազեցման ուղղությամբ նշանակալի առաջընթաց է արձանագրվել, սակայն դեռևս առկա է երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքի և գնաճի՝ դեպի նպատակային մակարդակը վերջնականապես իջեցնելու վերաբերյալ անորոշությունը: ԱՄՆ-ի պետական բյուջեի պակասուրդի միջնաժամկետ հեռանկարը դեպի վերև լրացուցիչ ճնշումներ է ստեղծում չեզոք տոկոսադրույքի վրա: Վերջին օրերի տարածաշրջանային իրադարձությունները էական Ա տիպի ռիսկեր են ստեղծել, այդ թվում՝ Հայաստանի ռիսկի հավելավճարի և, համապատասխանաբար, չեզոք տոկոսադրույքի տեսանկյունից: Մյուս առաջատար տնտեսություններում, հատկապես՝ ԵՄ-ում և Հինաստանում, տնտեսական ակտիվության դանդաղման Բ տիպի հիմնական ռիսկերը պահպանվում են, չնայած ԵՄ-ում նկատվում են որոշակի դրական զարգացումներ: Ներքին տնտեսությունում կարևոր է գնաճի արագացումը պահել ուշադրության կենտրոնում, սակայն պահանջարկի կողմից էական գնաճային ճնշումներ դեռևս չեն արձանագրվել: Տնտեսական ակտիվության որոշակի կենտրոնացվածությունը ծառայությունների և շինարարության ճյուղերում պահպանվում է: Այս պահին պահանջարկի և առաջարկի միջև էական անհավասարակշռվածություններ չեն նկատվում: Վարկավորման բարձր աճը պահպանվում է: Չնայած տնտեսական ակտիվությունը դեռևս բարձր է, այն աստիճանաբար դանդաղում է՝ մոտենալով իր ներուժային մակարդակին: Հարկաբյուջետային քաղաքականությունը Ա տիպի հիմնական ռիսկերից է, կարճաժամկետում պահանջարկի ընդլայնման, ինչպես նաև պետական պարտքի աճով պայմանավորված ռիսկի հավելավճարի հնարավոր բարձրացման պատճառով: Միևնույն ժամանակ, ներքին տնտեսությունում Բ տիպի գործոնները հիմնականում արտահայտվում են աճի աստիճանական դանդաղմամբ, որը վերադառնում է իր երկարաժամկետ

Ներուժային մակարդակին: 2025 թվականին, ամենայն հավանականությամբ, կարճաժամկետի շինարարության և հիպոտեկային շուկայի ակտիվության թուլացում: Ամփոփելով՝ համաշխարհային և ներքին կառուցվածքային գործոնները մեծամասամբ պարունակում են Ա տիպի ռիսկեր, մինչդեռ պարբերաշրջանային գործոնները՝ Բ տիպի ռիսկեր են: Միաժամանակ, տարածաշրջանային զարգացումները էապես բարձրացրել են Ա տիպի սցենարների թե՛ հավանականությունը, թե՛ հնարավոր հետևանքների ծախսերը: Հաշվի առնելով գոյին մոտ ՀՆԱ ճեղքվածքը և չեզոք տոկոսադրույքի ավելի բարձր լինելու ռիսկը՝ քաղաքականության տոկոսադրույքը անփոփոխ թողնելու որոշումն արտահայտում է Ա տիպի սցենարների նյութականանալու հավանականության աճը, ինչպես նաև այդ պարագայում դրամավարկային քաղաքականության սխալի էական տնտեսական ծախսերը:

## Նախագահի տեղակալ Հովհաննես Խաչատրյան

Հաշվի առնելով տնտեսության ընթացիկ զարգացումներն ու ռիսկերը՝ քվեարկում եմ քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին: Ա տիպի ռիսկերի վերաբերյալ հիմնական անորոշությունները կապված են ԱՄՆ-ի կողմից վարվող տնտեսական քաղաքականության, պետական պարտքի կայունության, միջազգային առևտրի խոչընդոտման հետ: Ա տիպի ռիսկերից է նաև աշխարհաքաղաքական տարբեր սցենարներից բխող ռիսկի հավելավճարի հնարավոր վատթարացումը՝ կապված տարածաշրջանում հակամարտությունների սրման հետ: Մյուս կողմից՝ ԵՄ-ի, Հինաստանի և ՌԴ-ի տնտեսական աճերի սպասվող դանդաղումից բխող արտաքին թույլ պահանջարկը կարող է զսպել ՀՀ տնտեսական ակտիվությունը: Առկա են շինարարության ու անշարժ գույքի շուկայում գների՝ դեպի ներքև ճշգրտման ռիսկեր: Դեռևս անորոշ է՝ արդյոք ներքին պահանջարկի ընթացիկ ակտիվությունը կարող է փոխհատուցել թույլ արտաքին պահանջարկը: Ընդհանուր առմամբ, գնահատում եմ, որ ՀՆԱ ճեղքվածքը շարունակում է գտնվել բացասական տիրույթում (սակայն գոյին մոտ): Վերջինիս մասին է վկայում նաև ՀՀ աշխատաշուկայի պայմանների թուլացումը: Ամփոփելով՝ և՛ համաշխարհային, և՛ ՀՀ տնտեսությունում առկա է ստագֆյացիոն ռիսկ, որն ավելի հավանական և խորը կարող է լինել տարածաշրջանային լարվածության պատճառով: Հաստատում եմ, որ ռիսկերի հաշվեկշռի վերագնահատում պահանջող ցանկացած նոր տեղեկատվության կամ իրադարձությունների ի հայտ գալու պարագայում պատրաստ եմ ժամանակին և համարժեքորեն արձագանքելու՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճի 3% մակարդակի և գների կայունության նպատակի ապահովման համար:

## Խորհրդի անդամ Հասմիկ Ղաիրամանյան

2025 թվականի հունիսի 17-ի ԿԲ Խորհրդի նիստում քվեարկել եմ քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին: Որոշում կայացնելիս հիմնվել եմ տնտեսության ներկա իրավիճակի, Նախորդող ժամանակահատվածում իրականացրած քաղաքականության, տնտեսության հեռանկարի վերաբերյալ իմ պատկերացումների, արտաքին և ներքին տնտեսության զարգացումների՝ տարբեր ռիսկերով (տնտեսական և աշխարհաքաղաքական) պայմանավորված սցենարային զարգացումների վրա՝ գնաճը 3% նպատակային ցուցանիշին մոտեցնելու հանձնառությամբ: Միջազգային առևտրային հարաբերությունների լարվածությանը և դրանից բխող ռիսկերին ավելացել են Մերձավոր Արևելքում իրավիճակի կտրուկ սրմամբ պայմանավորված ռիսկերը: Դրանք կարող են հանգեցնել արժեզրեզանքի խաթարման նոր մարտահրավերների, առաջարկի տեղաշարժերի: Նախորդ ժամանակահատվածից պահպանվում է ԱՄՆ հարկաբյուջետային քաղաքականության հեռանկարի բարձր անորոշությունը, դրանից բխող տոկոսադրույքների աճի չափի վերաբերյալ անհստակությունը: Այս իրավիճակում աշխարհի առաջատար կենտրոնական բանկերը հիմնականում կպահպանեն դրամավարկային ներկայիս պայմանները: Հայաստանի տնտեսության արտաքին նոր զարգացումները կարող են ունենալ երկակի ազդեցություն՝ պահանջարկի և առաջարկի էական տեղաշարժերի տեսքով, որի մասին այս պահին հնարավոր է խոսել միայն դատողությունների համատեքստում: Ներքին տնտեսության զարգացումները համախառն պահանջարկի վրա տեսանելի հորիզոնում գնահատում եմ ոչ էական գնաճային: Տնտեսական ակտիվության ներկա զարգացումները և աշխատանքի շուկայի վիճակագրությունը թույլ են տալիս եզրակացնելու, որ ներքին գործոններով պայմանավորված գնաճային միջավայրը, հավանական է, չի ընդլայնվելու, իսկ արձանագրված՝ թիրախից բարձր գնաճը պայմանավորված է առաջարկի կարճաժամկետ գործոններով: Հարկաբյուջետային քաղաքականությունը կարող է պահանջարկի խթանման ուղղությամբ իրավիճակը փոխող գործոն դառնալ, որի մուլտիպլիկատիվ ազդեցությունը թույլ եմ գնահատում: Վերը նկարագրված իրավիճակում կարևոր եմ համարում հավասարակշռել գնաճային միջավայրի տատանողականությունն առաջացնող ռիսկերը: Տնտեսությունում հիմնարար ցուցանիշները մոտ են իրենց հավասարակշիռ մակարդակներին, բայց և՛ Ա տեսակի, և՛ Բ տեսակի ռիսկերն ունակ են հավասարապես ճեղքվածքներ առաջացնելու: Արտաքին աշխարհի զարգացումները ՀՀ-ի համար և՛ ռիսկերի, և՛ հնարավորությունների դաշտ են ստեղծում: Այս իրավիճակում, **ռիսկերը հավասարակշռելու** համար, քվեարկել եմ քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին:

## Խորհրդի անդամ Դավիթ Նահապետյան

Հաշվի առնելով տնտեսական և ֆինանսական զարգացումների վերաբերյալ մակրոտնտեսական թիմի կողմից ներկայացված վերլուծությունը, ինչպես նաև քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ Խորհրդի անդամների հետ կայացած հանգամանալից քննարկումները՝ քվեարկում եմ քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին: Աշխարհաքաղաքական զարգացումների և տարածաշրջանային հակամարտությունների պայմաններում, միջազգային ապրանքահումքային շուկաներից ՀՀ տնտեսության վրա պահպանվում են առաջարկով պայմանավորված որոշակի գնաճային ճնշումներ, այնուամենայնիվ, կարծում եմ, որ արտաքին պահանջարկի նվազմամբ պայմանավորված գնանկումային միտումները գերակշռող են: Չնայած սեզոնային շեղումներով պայմանավորված բանջարեղենի գների աճին, գնաճը գտնվում է սահմանված թիրախին մոտ՝ թույլատրելի շեղման տիրույթում: Ներքին շուկայում մի կողմից՝ անշարժ գույքի շուկայի գների հավանական անկումը, մյուս կողմից՝ տարբեր տնտեսական սուբյեկտների մոտ պարտքային բեռի ավելացումը պարունակում են գնանկումային Բ տիպի ռիսկեր: Միաժամանակ, հարկաբյուջետային խթանող դիրքի և սոցիալական ծախսերի ավելացման պարագայում, արտաքին առաջարկով պայմանավորված որոշակի ճնշումների հետ մեկտեղ, առկա են Ա տիպի ռիսկեր: Սրան գումարվել է նաև երկրի ռիսկի հավելավճարի հնարավոր վերանայման ռիսկը՝ կապված տարածաշրջանային զարգացումների հետ: Այս համատեքստում կարծում եմ, որ ՀՀ ԿԲ-ն, Ա և Բ տիպի ռիսկերի հավասարակշռման տեսանկյունից, պետք է իր քաղաքականությամբ դիրքավորվի առավել չեզոք տիրույթում: Տնտեսության ընթացիկ զարգացումների և հիմնարար պայմանների մանրամասն ուսումնասիրությունը եզրահանգում է նրան, որ ներկայումս, ինչպես Ա տիպի, այնպես էլ Բ տիպի ռիսկերի ի հայտ գալու հավանականությունները հավասարակշռված են: Վերջին ամիսներին արձանագրված գնաճի՝ նպատակային ցուցանիշին մոտ տիրույթում հայտնվելը ԿԲ կողմից ռիսկերի կառավարման մոտեցմամբ վարած խելամիտ դրամավարկային քաղաքականության և գնաճային սպասումների խարսխման խոսուն վկայությունն է: Այս համատեքստում, քաղաքականության տոկոսադրույքի անփոփոխ թողնելու որոշումը համարում եմ ռացիոնալ և խելամիտ քայլ, որը լավագույնս է կառավարում վերևի և ներքևի ուղղությամբ ռիսկերը: Հաստատում եմ, որ գների կայունության նպատակի ապահովման համար ԿԲ Խորհուրդը կշարունակի մշտադիտարկել տնտեսության զարգացման սցենարները և անհրաժեշտության դեպքում կձեռնարկի համարժեք գործողություններ:

## Խորհրդի անդամ Արտակ Մանուկյան

Վերջին ամիսներին տնտեսական և ֆինանսական ոլորտի զարգացումների մասով պատկերացումներ ձևավորելու համատեքստում դիտարկել եմ այդ զարգացումները բնութագրող տարատեսակ վերլուծություններ, ինչպես նաև գնահատել եմ հնարավոր ռիսկերի և անորոշությունների հիմնական աղբյուրները: Նշվածի համադրության արդյունքում քվեարկել եմ վերահիմնական տոկոսադրույքը 25 բազիսային կետով բարձրացնելու օգտին: Ընդհանուր առմամբ, գնահատում եմ, որ այս փուլում Ա տիպի ռիսկերի նյութականացման հավանականությունն ավելացել է (հիմնականում ի հաշիվ տարածաշրջանային լարվածության աճի և առաջարկի հնարավոր խաթարումներով պայմանավորված՝ գնաճային միջավայրի ընդլայնման): Ըստ այդմ, առաջնորդվելով ռիսկերի կառավարման «նվազագույն ավստոսանքի» սկզբունքով՝ կարծում եմ ավելի նպատակահարմար է իրականացնել շուկայի սպասումների համեմատությամբ որոշակի խիստ դրամավարկային քաղաքականություն: Ի լրումն՝ Ա տիպի ռիսկերից դեռևս մնում են ԱՄՆ դաշնային պահուստային համակարգի կողմից տոկոսադրույքի երկար ժամանակ համեմատաբար բարձր մակարդակում պահպանման ռիսկերը (higher for longer)՝ պայմանավորված նաև նախագահ Թրամփի վարած «առևտրային պատերազմներով»: Եվրոգոտում ծառայությունների գնաճը դեռևս պահպանվում է թիրախից բարձր մակարդակում: Եվրոգոտում տնտեսության աճի կարևոր խթան կարող են հանդիսանալ պլանավորվող պաշտպանական և ենթակառուցվածքային խոշորամասշտաբ ծրագրերը՝ կախված դրանց իրագործման ծավալներից և արագությունից: Վերոհիշյալ գործոններին կարող են գումարվել արժեզրեթևների խաթարումները, որոնք կհանգեցնեն գնաճային ճնշումների: Ներքին տնտեսությունում ընդհանուր գնաճը արագացել է և գտնվում է թիրախից բարձր մակարդակում: Հարկ է նշել, որ չկարգավորվող ծառայությունների գնաճին հիմնականում նպաստել է օդային տրանսպորտի գների աճը: Այս միտումը, Մերձավոր Արևելքի զարգացումներով և տևողությամբ պայմանավորված՝ կարող է շարունակական լինել: Տարածաշրջանային լարվածությունը և դրա տևողությունը կարող է հանգեցնել լոգիստիկ խաթարումների, ինչն իր բացասական հետևանքը կունենա գնաճային սպասումների վրա: Տարածաշրջանային իրավիճակով պայմանավորված՝ առկա ռիսկերի նյութականացման հավանականությունը մեծացել է, ինչին գումարվում է գլոբալ անորոշությունների աճը: Այս ամենը կարող է հանգեցնել ընդհանուր ռիսկի սենտիմենտի աճին՝ էլ ավելի մեծացնելով ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի հնարավոր աճի ռիսկերը, թեև հարկ է նշել, որ այս մասով փոփոխություններ դեռևս չեն նկատվում: Հաշվի առնելով գնաճի ներկա միտումները, տնտեսության ընթացիկ զարգացումները և դրանց մակրոտնտեսական հեռանկարը, ինչպես նաև առաջնորդվելով հիմնարար պայմանների մասով դիտարկումներով, ընդհանուր առմամբ, գնահատում եմ, որ այս փուլում, Ա տիպի ռիսկերի նյութականացման մեծ հավանականության և դրա հնարավոր ազդեցությունը կառավարելու անհրաժեշտության պարագայում, կարծում եմ ավելի նպատակահարմար է իրականացնել շուկայի սպասումների համեմատությամբ որոշակիորեն խիստ դրամավարկային քաղաքականություն: Հաստատում եմ, որ գների կայունության նպատակի

ապահովման համար, որպես ԿԲ խորհրդի անդամ, կշարունակեմ մշտադիտարկել տնտեսության զարգացման սցենարները և անհրաժեշտության դեպքում կձեռնարկեմ համարժեք գործողություններ միջնաժամկետ հատվածում գնաճի նպատակային թիրախի (3%) ապահովման համար:

## Խորհրդի անդամ Նարեկ Ղազարյան

Հաշվի առնելով քաղաքականության շրջափուլի ընթացքում Խորհրդի մյուս անդամների հետ քննարկումները, տնտեսության ընթացիկ զարգացումների և հիմնարար պայմանների վերլուծությունները, ինչպես նաև հիմնական ռիսկերի և անորոշությունների աղբյուրների համապարփակ գնահատումը՝ քվեարկում եմ քաղաքականության տոկոսադրույքը անփոփոխ թողնելու օգտին: Իմ որոշումը հիմնավորված է այն հաստատական համոզմունքով, որ դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից մի շարք կարևոր ցուցանիշներ մոտեցել են համապատասխան կայուն կամ թիրախային մակարդակներին, իսկ ապագայում հնարավոր գնաճային՝ Ա տեսակի և գնակումային՝ Բ տեսակի ռիսկերը, գնաճի վրա ազդեցության տեսանկյունից, գնահատում եմ հավասարակշռված: Մասնավորապես՝ մայիսին արձանագրված 12-ամսյա բնականոն գնաճը կազմել է 2.8%՝ մոտ գտնվելով ԿԲ թիրախին, տնտեսական աճը դանդաղել է, սակայն մոտ է ներուժային մակարդակին՝ առաջիկայում բացառելով պահանջարկի կողմից ստեղծվող էական գնաճային կամ գնակումային ճնշումները: Կարծում եմ նաև, որ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի ընթացիկ 6.75% մակարդակը գտնվում է չեզոք մակարդակին մոտ: Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը անփոփոխ թողնելու վերջին որոշման հետ մեկտեղ՝ առավելապես անհանգստացած եմ միջնաժամկետում առկա Ա տեսակի մի շարք ռիսկերով և հնարավոր գնաճային սցենարներով, որոնց համակցված ազդեցությունը ՀՀ գնաճի վրա ավելի մեծ եմ գնահատում շուկայի մասնակիցների համանման սպասումների համեմատությամբ: Առավել մանրամասն անդրադառնալով, ըստ իս, առկա Ա տեսակի ռիսկերին՝ Նշեմ, որ Մերձավոր արևելքում ներկայումս ընթացող ռազմական գործողությունների շարունակման և հետագա սրման հետևանքով կխաթարվեն համաշխարհային առևտրի մի շարք ապրանքների և էներգակիրների տեղափոխման ուղիները, որն ուղղակի և անուղղակի փոխանցման մեխանիզմներով գնաճային ճնշումներ կստեղծի ՀՀ սպառողական շուկայում: Ա տեսակի մեկ այլ ռիսկ է մուտ ԱՄՆ կառավարության կողմից առևտրային քաղաքականության հետագա հնարավոր կոշտացումը և այդ քաղաքականության թիրախ հանդիսացող երկրների կողմից պատասխան արձագանքը: Ռուս-ուկրաինական հակամարտության կարգավորման վերաբերյալ ընթացած բանակցությունները բարձրացրել են ՌԴ-ում տնտեսական ակտիվության վերաբերյալ սպասումները, արժևորել են ՌԴ ազգային արժույթը և տեղական ակտիվների գները, այդուհանդերձ, ՌԴ-ի նկատմամբ կիրառված պատժամիջոցները շարունակում են գործել: Այս իրավիճակի պահպանման պարագայում ակնկալվում է դեպի ՀՀ կապիտալի ներհոսքի ավելացում, որն ի վերջո կհանգեցնի ՀՀ-ում մասնավոր ծախսումների արագացված աճին՝ ներքին շուկայում ստեղծելով գնաճային ճնշումներ: Արտաքին հատվածում նկարագրված հավանական զարգացումների հետ մեկտեղ առկա են նաև բացառապես ՀՀ ներքին տնտեսության զարգացումներով պայմանավորված գնաճային ռիսկեր, մասնավորապես՝ տնտեսությանը տրամադրվող հարկաբյուջետային խթանների հնարավոր մեծացումը, ՀՀ տնային տնտեսություններին և ձեռնարկություններին տրամադրվող վարկավորման աճի բարձր տեմպերի պահպանումը կարող են արագացնել ներքին պահանջարկի աճը՝ ստեղծելով հավելյալ գնաճային ճնշումներ: Նշեմ նաև քաղաքականության հորիզոնում առկա մի շարք Բ տեսակի ռիսկերի մասին, մասնավորապես՝ ԱՄՆ տնտեսությունում հնարավոր է գերաթևորված ակտիվների գների ճշգրտում, որը, զուգորդվելով տնտեսվարող սուբյեկտների վստահության անկման հետ՝ կհանգեցնի ԱՄՆ-ի տնտեսական ակտիվության էական կրճատման: Միևնույն ժամանակ, Հինաստանի տնտեսությունում պահպանվող ցածր գնաճային միջավայրը, ինչպես նաև Հինաստանի արտահանման շուկաների ընդլայնմանն ուղղված քաղաքականության պահպանումը կարող են խորացնել գնանկումային ճնշումները մի շարք տնտեսական գոտիներում: ՌԴ-ի նկատմամբ գործող պատժամիջոցների էական մասի վերացման սցենարի իրականանալու դեպքում, հնարավոր է վերջին տարիներին աճ արձանագրած՝ դեպի ՀՀ կապիտալ ներհոսքի կրճատում, որն ի վերջո կնվազեցնի ՀՀ-ում տնտեսական ակտիվությունը՝ ստեղծելով թույլ ներքին պահանջարկից բխող գնանկումային ճնշումներ: Ներքին տնտեսությունում առկա Բ տեսակի ռիսկերից հատկանշական է ՀՀ տնտեսությունում անվանական աշխատավարձերի աճի տեմպերի շարունակվող դանդաղումը՝ արտացոլելով տնտեսության մի շարք ոլորտներում նկատվող ակտիվության դանդաղումը: Հատկանշական է նաև, որ ԿԲ կողմից նախկինում Նշված՝ անշարժ գույքի շուկայում նորմայից բարձր տնտեսական ակտիվության շարունակական թուլացման դեպքում էականորեն կդանդաղի համախառն ներքին պահանջարկը՝ առաջացնելով գնանկումային ճնշումներ: Համադրելով Ա և Բ տեսակի նկարագրված ռիսկերը՝ համոզված եմ, որ անհրաժեշտ է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնել ներկայիս 6.75% մակարդակում՝ նպատակ ունենալով միջնաժամկետում պահպանելու գնաճը ԿԲ թիրախին մոտ: Վերահաստատում եմ գների կայունության նպատակի հանդեպ իմ հանձնառությունը և հայտնում, որ պատրաստ եմ համարժեք գործողություններով արձագանքելու ցանկացած նոր տեղեկատվության, որը ռիսկ կներկայացնի միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճի 3% մակարդակի և գների կայունության նպատակի ապահովման համար:



Հայաստանի  
Հանրապետության  
Կենտրոնական բանկ