



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

2025 թ. փետրվար

Թափանցիկության
զեկույց

Հրապարակման ամսաթիվ՝ 4 փետրվարի 2025 թ.

Ա. Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի Նիստի արձանագրություն

4 փետրվարի, 2025 թ.

Նիստին մասնակցում էին՝ ՀՀ ԿԲ Նախագահի Մարտին Գալստյանը, Նախագահի տեղակալ՝ Արմեն Նուրբեկյանը, խորհրդի անդամներ՝ Հասմիկ Ղահրամանյանը, Դավիթ Նահապետյանը, Արտակ Մանուկյանը, Լևոն Սահակյանը և Նարեկ Ղազարյանը:

Ընթացիկ տնտեսական իրավիճակի և հիմնարար պայմանների գնահատում

Փետրվարի 4-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 քաղաքականությանն առնչվող անորոշությունների ու ռիսկերի աղբյուրները: Արտաքին և ներքին տնտեսություններում ընթացիկ տնտեսական իրավիճակի և հիմնարար պայմանների վերաբերյալ համապարփակ ուսումնասիրությունները և վերլուծություններն առավել մանրամասն ներկայացված են Դրամավարկային քաղաքականության հաղորդագրության 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 որոշումների ընթացքում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի աստիճանական նվազման ուղեգիծ:

Այս համատեքստում, խորհուրդը մի կողմից դիտարկել է այնպիսի սցենարներ, որոնց հիմքում ընկած զարգացումները կարող են պահանջել ընթացիկ շուկայական սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր մակարդակ: Նմանատիպ զարգացումներ են ենթադրում համաշխարհային տնտեսությունում գնաճային միջավայրի հնարավոր ընդլայնման, ինչպես նաև տոկոսադրույքների՝ երկարաժամկետում բարձր մակարդակում ձևավորման ռիսկերը: Այս տիպի սցենարները հիմնականում կապված են ԱՄՆ-ում հարկաբյուջետային քաղաքականության ավելի խթանող դիրքի և այլ համատեքստում պարտքի ավելացման հեռանկարների, ԱՄՆ երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշությունների, առաջատար տնտեսությունների կողմից արտաքին առևտրային քաղաքականությունների խստացման և երկրների շրջանակի ընդլայնման, համաշխարհային և տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական զարգացումների, ՀՀ-ում հարկաբյուջետային ավելի խթանող դիրքի ձևավորման և այլ ռիսկերի հետ:

Մյուս կողմից՝ խորհուրդը դիտարկել է սցենարներ, որոնց հիմքում ընկած զարգացումները կարող են պահանջել ընթացիկ շուկայական սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի արագ նվազման ուղի՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գների կայունությունն ապահովելու համար (Բ տիպի սցենարներ): Այս տեսակի սցենարները ներառում են ՀՀ-ում տնտեսական աճի աստիճանական դանդաղման, պահանջարկի թուլացման և ցածր գնաճային միջավայրի երկար պահպանման, համաշխարհային պահանջարկի հետագա թուլացման, ներքին տնտեսությունում աշխատանքի շուկայի պայմանների թուլացման, գնաճի՝ երկար ժամանակ ցածր մակարդակներում պահպանման արդյունքում գնաճային սպասումների հետագա, անցանկալի նվազման, ինչպես նաև անշարժ գույքի շուկայում ակտիվության դանդաղման պայմաններում ամբողջական պահանջարկի վրա ազդեցության շուրջ անորոշություններ և ռիսկեր:

Ռիսկերի առավել լայն շրջանակի համատեքստում խորհրդի անդամները ներկայացրին ռիսկերի և անորոշության հիմնական աղբյուրների վերաբերյալ իրենց տեսակետները, որոնք կարևոր են այս փուլում քաղաքականության

տոկոսադրույքի վերաբերյալ խելամիտ որոշում կայացնելու համար: Մասնավորապես, հորհրդի անդամները կարևորեցին նվազագույնի հասցնել այդ ռիսկերից և անորոշություններից բխող հնարավոր կորուստները:

հորհրդի անդամները քննարկեցին ԱՄՆ տնտեսության հեռանկարների և ԴԴՀ դրամավարկային քաղաքականությանը վերաբերող անորոշությունների հետ կապված հարցեր: Մարտին Գալստյանը և Լևոն Սահակյանը նշեցին, որ ԱՄՆ տնտեսական զարգացումների հետ կապված նախկինում առկա ռիսկերը, մասնավորապես արտաքին առևտրային քաղաքականության խստացումը, արդեն որոշակիորեն նյութականանում են: Նարեկ Ղազարյանը և Արտակ Մանուկյանը կարծում էին, որ այն կարող է ունենալ գնանկումային ազդեցություն նավթի համաշխարհային գների վրա, քանզի ԱՄՆ-ը կարող է ընդլայնել նավթի արդյունահանումը՝ հավելելով, որ այլ ապրանքատեսակների գծով հնարավոր են ավելի շատ գնաճային ճնշումներ: Նարեկ Ղազարյանը կարծում էր, որ այս քաղաքականությունը հիմնականում կդրսևորվի առաջարկի կողմից գնաճի վրա ժամանակավոր ազդեցությամբ, որին ԴԴՀ-ն կարող է չարձագանքել: Մյուս կողմից, Հասմիկ Ղահրամանյանը և Լևոն Սահակյանը նշեցին, որ հարկաբյուջետային քաղաքականության հնարավոր ընդլայնման պայմաններում գնաճի վրա առաջարկի և պահանջարկի գործոնների տարանջատումը միանշանակ չէ: հորհրդի անդամները համակարծիք էին, որ ԱՄՆ չեզոք տոկոսադրույքի վերաբերյալ անորոշությունները պահպանվում են: Անդրադառնալով համաշխարհային տնտեսության զարգացումներին մատնանշվեց, որ Չինաստանում ներքին պահանջարկի ու տնտեսական ակտիվության հետագա դանդաղման ռիսկերը պահպանվում են, որոնք իրենց ազդեցությունը կարող են ունենալ միջազգային ապրանքահումքային շուկայի և ՀՀ-ում ներմուծվող ոչ պարենային ապրանքների գների վրա: Քննարկելով ՌԴ տնտեսության զարգացումները՝ Արտակ Մանուկյանը մտահոգություն հայտնեց ՌԴ տնտեսության միջնաժամկետ հեռանկարի վերաբերյալ, ինչը կարող է բացասաբար ազդել ՀՀ-ում ապրանքների և ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկի վրա՝ ստեղծելով լրացուցիչ գնանկումային ճնշումներ ներքին սպառողական շուկայում:

հորհուրդը քննարկեց ներքին տնտեսության զարգացումները, ընդգծելով, որ տնտեսական աճի թուլացման համատեքստում համախառն առաջարկի ու պահանջարկի հեռանկարի վերաբերյալ անորոշությունները պահպանվում են: հորհրդի անդամները համակարծիք էին, որ տնտեսական ակտիվությունը աստիճանաբար կդանդաղի մոտենալով երկարաժամկետ կայուն աճի մակարդակին, միաժամանակ նշելով, որ տնտեսական ակտիվությանը մեծապես նպաստող ճյուղերում բարձր ակտիվությունը կրում է նաև ժամանակավոր գործոնների ազդեցություն: Մասնավորապես, Արմեն Նուրբեկյանը նշեց, որ պահանջարկի դանդաղման պարագայում կան էական ռիսկեր վերջին տարիներին տարբեր ճյուղերում իրականացված մեծ ներդրումների հետգնման վերաբերյալ, որը կարող է առաջացնել ավելցուկային առաջարկով պայմանավորված գնանկումային երևույթներ: Այս համատեքստում Հասմիկ Ղահրամանյանը մատնանշեց սպառողների վստահության համաթվի նվազումը, որպես ընդհանուր պահանջարկի թուլացման ցուցիչ: Սակայն մյուս կողմից՝ Լևոն Սահակյանը այն կարծիքին էր, որ մասնավոր սպառման և հատկապես սպառողական վարկավորման բարձր աճով պայմանավորված ներքին պահանջարկի ընդլայնման ազդակները պահպանվում են, որը արդեն իսկ վկայում է ԴՎԶ խթանող դիրքի մասին և տոկոսադրույքի հետագա նվազեցումը կարող է ստեղծել լրացուցիչ գնաճային ճնշումներ: հորհրդի բոլոր անդամները ընդգծեցին, այդ թվում Մերձավոր Արևելքում հակամարտության կարգավորմամբ պայմանավորված, ՀՀ ռիսկ-հավելավճարի նվազման փաստի կարևորությունը: Մասնավորապես, Արտակ Մանուկյանը նշեց, որ այդ զարգացումներին հարկավոր է արձագանքել տոկոսադրույքի համապատասխան նվազեցմամբ: Սակայն, Մարտին Գալստյանը և Հասմիկ Ղահրամանյանը կարծում էին, որ ներքին տնտեսությունում նկատելի չեն էական զարգացումներ, որոնք կարող էին հանգեցնել ռիսկ-հավելավճարի հիմնարար նվազման, և որ այն կարող է կարճաժամկետ բնույթ կրել:

Անդրադառնալով աշխատանքի շուկայի զարգացումներին՝ հորհրդի անդամներն ընդհանուր առմամբ համակարծիք էին, որ մասնավոր աշխատավարձերի աճի զգալի դանդաղումը, աշխատաշուկայում առաջարկի և պահանջարկի միտումները, ամենայն հավանականությամբ, վկայում են աշխատանքի շուկայի պայմանների թուլացման մասին: Լևոն Սահակյանը նշեց, որ այդ թուլացումը իրեն չի անհանգստացնում և նման է կայունացման: Հասմիկ Ղահրամանյանը այս համատեքստում շեշտեց, որ իր համար ամենակարևոր գործոններից է միավոր աշխատուժի ծախքերի աճը, որը կարող է պայմանավորված լինել գնաճային սպասումների բարձր մակարդակով՝ հետագայում լրացուցիչ գնաճային ճնշումներ առաջացնելով:

հորհրդի անդամները քննարկեցին նաև հարկաբյուջետային քաղաքականության զարգացումները: Նարեկ Ղազարյանը նշեց, որ հարկաբյուջետային ազդակի վերաբերյալ նախկինում առկա անորոշություններն աճել են երկու ուղղությամբ՝ կապված հարկերի թերհավաքագրման և ծախսերի թերակատարման ռիսկերի հետ: Այն կարող է ունենալ ինչպես բավականաչափ զսպող, այնպես էլ սպասվածից ավելի խթանող ազդեցություն տնտեսության վրա: Արմեն Նուրբեկյանը շեշտեց, որ այս համատեքստում իր համար մտահոգիչ է ավելի խթանող դիրքի ձևավորման պարագայում պետական բյուջեի պակասուրդի և կառավարության պարտքի աճի հնարավոր ազդեցությունը երկրի ռիսկ-հավելավճարի աճի տեսանկյունից:

հորհրդի անդամները արձանագրեցին թույլ գնաճային միջավայրի պահպանումը, միաժամանակ շեշտելով կոշտ գներով աչքի ընկնող ապրանքախմբերի գնաճի՝ նպատակային ցուցանիշին մոտ գտնվելու հանգամանքը: Ըստ Մարտին Գալստյանի և Արմեն Նուրբեկյանի՝ պահանջարկի հնարավոր թուլացմամբ պայմանավորված գնանկումային ռիսկերը

ավելի էական են հասարակության ծախսերի տեսանկյունից, քան կառուցվածքային խնդիրների պատճառով հնարավոր գնաճային ճնշումների դրսևորման ռիսկերը: Այնուամենայնիվ, ըստ Նրանց՝ պահանջարկի թուլացման պարագայում գնանկումային պարույրի մեջ հայտնվելու հավանականությունն աննշան է: Լևոն Սահակյանը կարծում էր, որ չնայած գնաճը արդեն երկար ժամանակ է գտնվում թիրախային մակարդակից ցածր, գնաճային սպասումների անցանկալի թուլացման ռիսկերն առարկայական չեն, և ռիսկերի խելամիտ կառավարման տեսանկյունից ավելի նախընտրելի է գնաճի աստիճանական վերադարձը թիրախին:

Ամփոփելով, Ա տիպի սցենարների համատեքստում Խորհուրդն ընդգծեց համաշխարհային տնտեսությունում գնաճային միջավայրի հետագա ընդլայնման, Ներքին տնտեսությունում՝ այդ թվում վարկավորմամբ շարժվող պահանջարկի հնարավոր ընդլայնման և հարկաբյուջետային քաղաքականությունից բխող՝ երկրի ռիսկի հավելավճարի և չեզոք տոկոսադրույքի հետ կապված անորոշություններն ու ռիսկերը, իսկ Բ տիպի ռիսկերից՝ տնտեսական աճի աստիճանական դանդաղման, ինչպես նաև աշխատանքի շուկայի պայմանների թուլացման և համաշխարհային տնտեսության հեռանկարի վերաբերյալ մտահոգությունները:

Լևոն Սահակյանը և Հասմիկ Ղահրամանյանը այս փուլում նպատակահարմար համարեցին քաղաքականության տոկոսադրույքը թողնել անփոփոխ՝ Ա տեսակի սցենարներից բխող ռիսկերի խելամիտ կառավարման համատեքստում: Մարտին Գալստյանը, Արմեն Նուրբեկյանը, Դավիթ Նահապետյանը, Նարեկ Ղազարյանը և Արտակ Մանուկյանը հավասարակշռելով Ա և Բ տեսակի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը առաջարկեցին շուկայի սպասումներին համահունչ շարունակել քաղաքականության տոկոսադրույքի աստիճանական նվազեցումը:

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՝ որդեգրված դրամավարկային քաղաքականության համապատասխան մարտավարությամբ գների կայունության նպատակի ապահովման համար:

Արդյունքում՝ հավասարակշռելով վերը նշված երկու ուղղությամբ ռիսկերը՝ ՀՀ ԿԲ Խորհուրդը որոշեց շարունակել տոկոսադրույքների՝ դանդաղ տեմպերով աստիճանական նվազեցումը: Այս համատեքստում սույն շրջափուլում որոշվեց քաղաքականության տոկոսադրույքը նվազեցնել 0.25 տոկոսային կետով (տե՛ս Աղյուսակ 1): Խորհուրդը կշարունակի մշտադիտարկել տնտեսության զարգացման սցենարները և պատրաստ է ձեռնարկել համարժեք գործողություններ՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճի 3% նպատակի և գների կայունության ապահովման համար:

Աղյուսակ 1. Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ Խորհրդի անդամների քվեարկության ամփոփում
4 փետրվարի, 2025 թ.

Խորհրդի անդամ	Որոշում
Նարեկ Ղազարյան	Իջեցնել 0.25 տոկոսային կետով
Լևոն Սահակյան	Թողնել անփոփոխ
Արտակ Մանուկյան	Իջեցնել 0.25 տոկոսային կետով
Դավիթ Նահապետյան	Իջեցնել 0.25 տոկոսային կետով
Հասմիկ Ղահրամանյան	Թողնել անփոփոխ
Արմեն Նուրբեկյան	Իջեցնել 0.25 տոկոսային կետով
Մարտին Գալստյան	Իջեցնել 0.25 տոկոսային կետով

Բ. Որոշման հիմնավորումներ

4 փետրվարի, 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 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 տոկոսադրույքը 25 բազիսային կետով իջեցնելու օգտին: Իմ որոշման հիմքում ընկած է ինչպես Բ, այնպես էլ Ա տիպի ռիսկերի խելամիտ հավասարակշռման անհրաժեշտությունը: Ընթացիկ տնտեսական զարգացումները ավելի իրատեսական են դարձնում Բ տիպի սցենարների դրսևորման հնարավորությունները: Մասնավորապես՝ ՀՀ տնտեսական աճի դանդաղմանն ու կառուցվածքային առանձնահատկություններին զուգահեռ աշխատուժի շուկայի թուլացումը ցածր գնաճային միջավայրի երկար պահպանման ռիսկեր են պարունակում: Ա տիպի ռիսկերի համատեքստում հիմնական մտահոգությունները կապված են միջնաժամկետում ԱՄՆ հարկաբյուջետային քաղաքականության հեռանկարների և արտաքին առևտրային քաղաքականության խստացման հետ: Արդյունքում, հաշվի առնելով նաև լարված աշխատաշուկայի պայմանները, բարձր գնաճային միջավայրը կարող է երկար պահպանվել: Այս պայմաններում տոկոսադրույքները դեռևս երկար կձևավորվեն բարձր մակարդակներում: Պահպանվում են նաև անորոշություններն ու ռիսկերը՝ կապված տարածաշրջանային և համաշխարհային աշխարհաքաղաքական լարվածության պահպանման, ՀՀ կառավարության հարկաբյուջետային քաղաքականության՝ պահանջարկի վրա ազդեցության ուղղության և չափի, ինչպես նաև չեզոք տոկոսադրույքի վերաբերյալ անորոշությունների հետ: Այնուամենայնիվ, կարևորելով վերոնշյալ ռիսկերից և անորոշություններից բխող հնարավոր կորուստները նվազագույնի հասցնելու պատրաստակամությունը, կարծում եմ, որ քաղաքականության տոկոսադրույքի ևս մեկ նվազեցումը լավագույնս է հասցեագրում առկա ռիսկերն ու անորոշությունները: 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:

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՝ ես քվեարկում եմ քաղաքականության տոկոսադրույքը 25 բազիսային կետով նվազեցնելու օգտին: Վերջին երկու տարիների բարձր գնաճից հետո ԿԲ-ն էական առաջընթաց է արձանագրել գնաճային սպասումների նվազեցման և դրանց ապախարսխման ռիսկի կրճատման գործում: Միևնույն ժամանակ, 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 անորոշությունը՝ կապված երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքի և գնաճի՝ դեպի նպատակային մակարդակը վերջնականապես իջեցնելու վերաբերյալ: ԱՄՆ-ի պետական բյուջեի պակասուրդների միջնաժամկետ հեռանկարները լրացուցիչ դեպի վեր ճնշումներ են ստեղծում չեզոք տոկոսադրույքների վրա: Բացի այդ, Թրամփի վարչակազմի մաքսատուրքերի քաղաքականության շուրջ անորոշությունը հավելյալ գնաճային ռիսկեր է ստեղծում: Այս զարգացումները ևս արտացոլված են ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության կորի բարձրացման մեջ՝ չնայած ԴԴՀ տոկոսադրույքի նվազեցումներին: Համաշխարհային և տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական ռիսկերը որոշ չափով նվազել են, սակայն դեռևս մնում են բարձր, ինչը իրենից ներկայացնում է Ա տիպի ռիսկ՝ հաշվի առնելով դրանց հնարավոր ազդեցությունը Հայաստանի ռիսկ-հավելվածների և, համապատասխանաբար, չեզոք տոկոսադրույքի վրա: Մյուս առաջատար տնտեսություններում, հատկապես ԵՄ-ում և Հինաստանում, տնտեսական ակտիվության դանդաղման ռիսկերը պահպանվում են՝ հանդիսանում է Բ տիպի հիմնական ռիսկերից: Ներքին տնտեսությունում ցածր գնաճը ուղեկցվել է բարձր տնտեսական աճով, որը, սակայն, կենտրոնացած է ծառայությունների և շինարարության պահանջարկի ընդլայնմամբ շարժվող ոլորտներում, ինչը վկայում է, որ թիրախից ցածր գնաճը պայմանավորված չէ անբավարար պահանջարկով: Վարկավորման բարձր աճը ևս վկայում է այս մասին: 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 ռիսկ-հավելավճարի հնարավոր բարձրացման պատճառով: Միևնույն ժամանակ, ներքին տնտեսությունում Բ տիպի գործոնները հիմնականում արտացոլվում են աշխատաշուկայի թույլ դինամիկայով և աճի աստիճանական դանդաղմամբ, որը վերադառնում է իր երկարաժամկետ ներուժին: Աշխատավարձերի աճի դանդաղումը լուրջ ուշադրության է արժանի Բ տիպի ռիսկերի նյութականացման համատեքստում: Բացի այդ, 2025 թվականին, ամենայն հավանականությամբ, կարճաժամկետային շինարարության և հիպոթեքային շուկայի ակտիվության թուլացում: Ամփոփելով՝ համաշխարհային և ներքին կառուցվածքային գործոնները մեծամասամբ պարունակում են Ա տիպի ռիսկեր, մինչդեռ պարբերաշրջանային գործոնները՝ Բ տիպի ռիսկեր են: Չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ զգալի անորոշությունը, հարկաբյուջետային քաղաքականության ուղղությունը՝ ցածր գնաճի և աշխատաշուկայի պայմանների որոշակի թուլացման համատեքստում հիմք են հանդիսացել քաղաքականության տոկոսադրույքի 25 բազիսային կետով նվազեցման օգտին քվեարկելու համար: Սա հավասարակշռում է ավելի ագրեսիվ կրճատման ռիսկը, երբ չեզոք տոկոսադրույքը և հարկաբյուջետային քաղաքականության ուղեգիծը մնում են զգալի անորոշ, այն ռիսկի դեմ, որ ԿԲ-ն կարող է ուշացած արձագանքել պահանջարկի ձևավորվող թույլ միջավայրին: Ընդհանուր առմամբ, տոկոսադրույքների արագ կրճատման և հետագա վերանայման անհրաժեշտությունն առաջանալու պարագայում, և մյուս կողմից, թուլացող պահանջարկը ժամանակին չգնահատելուց բխող քաղաքականության հավանական սխալի արժեքը, իմ կարծիքով, հավասարակշռված է:

Խորհրդի անդամ Հասմիկ Ղահրամանյան

2025 թվականի փետրվարի 4-ի ԿԲ Խորհրդի նիստում քվեարկել են քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին: Որոշում կայացնելիս հիմնվել են տնտեսության ներկա իրավիճակի, Նախորդող ժամանակահատվածում իրականացրած քաղաքականության, տնտեսության հեռանկարի վերաբերյալ իմ պատկերացումների, արտաքին և ներքին տնտեսության զարգացումների՝ տարբեր ռիսկերով պայմանավորված սցենարային զարգացումների վրա՝ գնաճը 3% նպատակային ցուցանիշին մոտեցնելու հանձնառությամբ: Գնահատում են, որ արտաքին հատվածից ՀՀ տնտեսություն փոխանցվող ազդեցությունը կլինի թույլ գնաճային՝ անորոշություններով ուղեկցվող: Գործընկեր երկրներում զարգացումները ոչ միանման են՝ հատկապես աշխատաշուկայի, միավոր աշխատուժի ծախքերի, առևտրի ուղիների պայմանների հնարավոր փոփոխությունների տեսանկյունից: Հնարավոր ապագուբալիզացման Նախանշաններն ավելացրել են անորոշությունները, որը «սպասել-տեսնելու» տրամադրություն է առաջացնում քաղաքականություն մշակողների շրջանակում: Ապրանքահումքային գլոբալ շուկայում ևս որոշակի տեղաշարժեր են Նախանշվում, ինչպես Նավթի շուկայի (արդյունահանման ծավալների և արդյունահանող երկրների փոփոխության հետ կապված), այնպես էլ որոշ պարենային ապրանքների գների առումով: Ներքին տնտեսության զարգացումները համախառն պահանջարկի վրա տեսանելի հորիզոնում գնահատում են ոչ էական գնաճային: Տնտեսական ակտիվության ներկա զարգացումները և աշխատանքի շուկայի վիճակագրությունը թույլ են տալիս եզրակացնելու, որ ներքին գործոններով պայմանավորված գնաճային միջավայրը չի ընդլայնվելու, սակայն ՀՀ տնտեսությունում տեսնում են միավոր աշխատուժի ծախքի ավելացման ռիսկեր, որը, թեպետ ներկա փուլում առաջարկի գործոն է, սակայն մոտ ապագայում, գնահատում են, որ կարող է ընդլայնել պահանջարկը: Չեն բացառում, որ հարկաբյուջետային քաղաքականության ընթացքը կարող է փոխել ներկա իրավիճակը՝ պահանջարկի խթանման ուղղությամբ: Շարունակում են կարծել, որ դեռևս առկա են չեզոք տոկոսադրույքի գնահատման տարրերի զարգացումների անորոշությունները, թեպետ առկա է երկրի ռիսկի հավելավճարի նվազեցման միտում, որն ըստ իս, պետք է ապացուցվի ժամանակի ընթացքում: Եթե հաշվի առնեն առկա լավագույն ջանքով ստացված գնահատականները, ՀՀ տնտեսության հիմնարար ցուցանիշների ճեղքերն այս պահին նվազագույն մակարդակում են: ՀՆԱ-ն գնահատված ներուժին մոտ է, գնաճը մոտենում է նպատակային ցուցանիշին: Թեպետ բացասական նորություն է Սպառողների վստահության համաթիվը, որը նվազել է 2024 թվականի ավարտին, առաջին անգամ վերջին մեկ տարվա ընթացքում, սակայն սա նույնպես ժամանակի ընթացքում հիմնավորվող ցուցանիշ է: Տնտեսության պարբերաշրջանի փուլը ավելի պատկերավոր կլինի առաջիկա եռամսյակների ընթացքում: Հաշվի առնելով վերոնկարագրյալը, ես գտնում եմ, որ ներկա իրավիճակի համար ԿԲ-ի դրամավարկային աջակցությունը բավարար է տնտեսությունում ընդհանուր հավասարակշռության ապահովման համար:

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 են քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ 25 բազիսային կետով նվազեցման օգտին: Չնայած միջազգային ապրանքահումքային շուկաներում պահպանվում են գնաճային որոշակի միտումներ, ՀՀ տնտեսության վրա արտաքին հատվածից ազդեցությունները դեռևս գնահատում են առավելապես գնանկումային: Չնայած ընթացիկ տարում որոշակի նվազման միտումներին՝ Հայաստանում տնտեսական ակտիվությունը դեռևս շարունակում է պահպանվել կանխատեսվածից բարձր մակարդակներում: Միևնույն ժամանակ գնաճը շարունակում է գտնվել սահմանված թիրախից ցածր տիրույթում: Համախառն պահանջարկի վրա ազդող էական գործոններ իմ կողմից չեն դիտարկվում: Ավելին՝ կարծում եմ, որ ներքին ծառայությունների հանդեպ արտաքին պահանջարկը շարունակելու է նվազել, ինչն իր ազդեցությունը կարող է թողնել ինչպես զբոսաշրջության, ծառայությունների ոլորտի, այնպես էլ անշարժ

գույքի շուկայի վրա: Կարևորում են չեզոք տոկոսադրույքի և երկրի միակ հավելավճարի վերաբերյալ զգուշավոր դատողությունները՝ կապված ինչպես աշխարհաքաղաքական ռիսկերով, այնպես էլ ներքին տնտեսությունում հնարավոր զարգացումներով: Այս համատեքստում կարծում են, որ ԿԲ-ն պետք է իր քաղաքականությամբ դիրքավորվի առավել խթանող քան չեզոք տիրույթում: Տնտեսության ընթացիկ զարգացումների և հիմնարար պայմանների մանրամասն ուսումնասիրությունները հանգեցնում են եզրահանգման, որ ներկայումս, չնայած Ա տիպի ռիսկերի որոշակի առկայությանը, Բ տիպի ռիսկերի նյութականացման ազդակներն առավել առարկայական են: Վերջին ամիսներին արձանագրված գնաճի՝ նպատակային ցուցանիշից ցածր մակարդակը ԿԲ կողմից ռիսկերի կառավարման մոտեցմամբ վարված խելամիտ դրամավարկային քաղաքականության և գնաճային սպասումների խարսխման խոսուն վկայությունն է: Այս համատեքստում, միջնաժամկետ հորիզոնում քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ 25 բազիսային կետով աստիճանական նվազեցումը համարում են ռացիոնալ և խելամիտ քայլ, որը լավագույնս է կառավարում վերևի և ներքևի ուղղությամբ ռիսկերը: Հաստատում են, 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 են այդ զարգացումները բնութագրող տարատեսակ վերլուծություններ, ինչպես նաև գնահատել են հնարավոր ռիսկերի և անորոշությունների հիմնական աղբյուրները: Նշվածի համադրության արդյունքում հսկված են դեռևս շարունակել վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի նվազեցման քաղաքականությունը և քվեարկել քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ 25 բազիսային կետով նվազեցման օգտին: Տվյալների ուսումնասիրության հիման վրա հանգել են այն եզրակացության, որ արտաքին հատվածից ՀՀ տնտեսության վրա ակնկալվում են վերևի ուղղությամբ որոշակի ռիսկեր, որոնք կարող են փոխանցել գնաճային թույլ ազդակներ: Ա տիպի ռիսկերից են շարունակում մնալ ԱՄՆ դաշնային պահուստային համակարգի կողմից տոկոսադրույքի դեռևս երկար ժամանակ համեմատաբար բարձր մակարդակում պահպանման ռիսկերը՝ պայմանավորված նաև ԱՄՆ վարած «առևտրային պատերազմներով»: Ներքին տնտեսությունում առավել հավանական են համարում Բ տիպի ռիսկերի նյութականացումը: Մասնավորապես՝ կապիտալի ներհոսքի նվազման արդյունքում հնարավոր է համախառն պահանջարկի թուլացման ռիսկ: Միաժամանակ, գնաճը դեռևս գտնվում է թիրախից էականորեն ցածր մակարդակում: Կցանկանայի նշել նաև, որ որոշմանս հիմքում ընկած է վերջին ժամանակահատվածում ՀՀ կարճաժամկետ ռիսկ հավելավճարի էական նվազումը (50-60 բ.կ.): Անշարժ գույքի շուկայում նկատվում են թուլացման միտումներ: Աշխատաշուկայի պայմանները ևս շարունակաբար թուլանում են՝ արտահայտվելով անվանական աշխատավարձի աճի տեմպի կայունացմամբ, սակայն հարկաբյուջետային քաղաքականության կողմից պահանջարկի լրացուցիչ խթանման ռիսկերը դեռևս շարունակում են մնալ առարկայական: Այս ամենին զուգահեռ, պահանջարկը դեռևս գտնվում է բարձր մակարդակի վրա, ինչը դրսևորվում է վարկավորման ծավալների աճով: Հաշվի առնելով արձանագրվող գնաճի՝ նպատակային ցուցանիշից ցածր մակարդակը, տնտեսության ընթացիկ զարգացումները և դրանց մակրոտնտեսական հեռանկարները, ինչպես նաև առաջնորդվելով հիմնարար պայմանների դիտարկումներով՝ հսկված են շարունակել տոկոսադրույքի նվազման քաղաքականությունը, ինչը կարևոր է ինչպես գնաճային սպասումների խարսխման, այնպես էլ ֆինանսական շուկայի մասնակիցների սպասումները կառավարելու գործընթացում: Ըստ այդմ, քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ 25 բազիսային կետով աստիճանական նվազեցումը համարում են կարևոր քայլ՝ Ա և Բ տեսակի ռիսկերի հավասարակշռված կառավարման համատեքստում: Հաստատում են, որ գների կայունության նպատակի ապահովման համար, որպես ԿԲ խորհրդի անդամ, կշարունակեն մշտադիտարկել տնտեսության զարգացման սցենարները և անհրաժեշտության դեպքում կձեռնարկեն համարժեք գործողություններ միջնաժամկետ հատվածում գնաճի նպատակային թիրախի (3%) ապահովման համար:

Խորհրդի անդամ Լևոն Սահակյան

Քննարկելով քաղաքականության շրջափուլի ընթացքում տնտեսական զարգացումների, հիմնարարների, ռիսկերի և անորոշությունների հիմնական աղբյուրների վերաբերյալ զարգացումները, ինչպես նաև հաշվի առնելով շուկայի սպասումները՝ քվեարկում են քաղաքականության տոկոսադրույքը անփոփոխ թողնելու օգտին: Ներկայիս ներքին տնտեսական իրողությունները իմ գնահատմամբ շարժվել են դեպի ՀՆԱ ճեղքի փակման ուղղությամբ, իսկ չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ դատողությունները ինձ թույլ են տալիս ենթադրելու որ առկա քաղաքականության տոկոսադրույքով մենք փոքր ինչ խթանող տիրույթում ենք: Միաժամանակ մանրածախ առևտրի և վարկավորման աճի տեմպերը դեռևս վկայում են, որ տնային տնտեսությունների պահանջարկի բավարար մակարդակի է վրա, իսկ ոչ արտահանելի գների ինդեքսը թիրախային տիրույթում: Այսպիսով ներքին տնտեսության զարգացումները համահունչ են վարած քաղաքականության ակնկալիքների հետ, որն է սահուն կերպով տնտեսական աճերի մոտեցումը պոտենցիալ ՀՆԱ-ի մակարդակին և գնաճային միջավայրը թիրախային մակարդակի տիրույթում կառավարելը: Աշխատանքի շուկայի զարգացումները համահունչ են ընդհանուր տնտեսական իրողություններին և էական թուլացման կամ տաքացման ազդակներ դեռևս առկա չեն: Միևնույն ժամանակ ընթացիկ փուլում տոկոսադրույքների մեծ չափով նվազեցումը կարող է նյութականացնել որոշ Ա տիպի սցենարների ռիսկերը: Արտաքին հատվածից ներմուծված գնաճի ռիսկերը գնահատում են

առավելագույն ցածր՝ պայմանավորված ընթացիկ տարվա տնտեսական աճի համեմատաբար ցածր տեմպով, բայցևայնպես այս որոշման համար ինձ համար առավել կարևոր կշիռ են արտաքին հատվածի ԱՄՆ ԴԴՀ տոկոսադրույթների շուրջ անորոշությունները, կարծես ներկայիս իրողությունում համեմատաբար բարձր տոկոսադրույթները կպահպանվեն դեռևս երկար քան սպասվում էր, ներկայումս համաշխարհային ֆինանսական շուկաները խիստ զգայուն են ԱՄՆ-ի սակագնային քաղաքականության շուրջ որոշների նկատմամբ, ինչն առաջացնում է բարձր տատանողականություն ֆինանսական շուկաներում, այսպիսով ռիսկից զերծ տոկոսադրույթների և ներքին շուկային տոկոսադրույթի մակարդակային տարբերությունը կարևոր գործոն է:

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 տոկոսադրույթի՝ 25 բազիսային կետով իջեցնելու օգտին: Իմ որոշումը հիմնավորված է այն հաստատական համոզմունքով, որ չնայած միջնաժամկետ հորիզոնում առկա են Ա տեսակի գնաճային ռիսկեր՝ այդուհանդերձ տնտեսության և ներկա փուլում և միջնաժամկետ հորիզոնում շարունակում են պահպանվել Նշանակալի Բ տեսակի ռիսկեր, որոնց իրականացման դեպքում ՀՀ տնտեսությունում կխորանան գնանկումային ճնշումները: Ընդգծելով Բ տեսակի ռիսկերի առկայությունը՝ մասնավորապես Նշեմ, որ Չինաստանի տնտեսությունում պահպանվում է խիստ ցածր գնաճային միջավայրը: ԵՄ, ՄԹ և մի շարք այլ ՀՀ գործընկեր տնտեսություններում գնաճը շարունակել է դանդաղել՝ նկատվում է նաև աշխատանքի շուկայի մի շարք ցուցանիշների թուլացում, այս իրավիճակում հաշվի առնելով նաև Նշված տնտեսություններում երկար ժամանակ պահպանված խիստ դրամավարկային պայմանները և վերջին տարիներին արժեվորված ակտիվների գների նվազման հավանականությունը՝ հնարավոր է, որ համաշխարհային գնաճը դանդաղի հասնելով անցանկալի մակարդակի: Հարկ է նշել նաև, որ ընթացիկ ժամանակահատվածում նկատվում է էներգակիրների գների և մի շարք այլ հումքային ապրանքների գների նվազում, Նշված միտումը կարող է խորանալ և պահպանվել 2025 թվականի ողջ ընթացքում: Անդրադառնալով ներքին տնտեսությունում առկա Բ տեսակի ռիսկերին՝ Նշեմ, որ ՀՀ տնտեսությունում շարունակվում է անվանական աշխատավարձերի աճի տեմպերի դանդաղում՝ արտացոլելով մի շարք ոլորտներում նկատվող տնտեսական ակտիվության դանդաղումը: Հատկանշական է, որ ԿԲ կողմից նախկինում Նշված՝ անշարժ գույքի շուկայում Նորմայից բարձր տնտեսական ակտիվության թուլացման դեպքում կդանդաղի համախառն ներքին պահանջարկը՝ առաջացնելով գնանկումային ճնշումներ: Հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ ներքին տնտեսությունում և բնականոն և ընդհանուր գնաճի ցուցանիշները շարունակում են ԿԲ 3 տոկոս թիրախից ցածր մակ. վերը նկարագրված գնանկումային ռիսկերը դառնում են անհանգստացնող դրամավարկային քաղաքականության իրականացման տեսանկյունից: Նկարագրելով առկա գնանկումային ռիսկերը՝ հարկ է նշել նաև մի շարք գնաճային ռիսկերի մասին: Մասնավորապես ԱՄՆ կառավարության կողմից որոշ գործընկեր երկրների նկատմամբ ներկայումս իրականացվող կոշտ առևտրային քաղաքականությունը և այդ քաղաքականության թիրախ հանդիսացող երկրների շարքի ընդլայնումը, ինչպես նաև վերջիններիս հնարավոր պատասխան արձագանքը՝ կարող են հանգեցնել համաշխարհային առևտրի ենթակա մի շարք ապրանքների Նշանակալի գնաճի: Նշեմ նաև, որ Նկարագրված զարգացումների սրման և իրականացման պարագայում և ԱՄՆ-ում և առևտրային լարվածության մեջ ներգրավված այլ երկրներում էականորեն կդանդաղի տնտեսական ակտիվությունը՝ որոշ չափով չեզոքացնելով ստեղծված գնաճային ճնշումները: Նշված զարգացումների հավանական ազդեցություններից անկախ՝ աշխարհաքաղաքական լարվածության պահպանման և առաջարկի գործոնների վատթարացման դեպքում միջազգային շուկաներում հնարավոր է պարենային և հանքահումքային մի շարք ապրանքների գնաճի արագացում: Նշեմ նաև, որ ՌԴ տնտեսությունում գնաճը և գնաճային սպասումները շարունակել են բարձր մակ. թիրախային մակարդակից: Միջին ժամանակահատվածում առկա են նաև բացառապես ՀՀ ներքին տնտեսության զարգացումներով պայմանավորված գնաճային ռիսկեր՝ մասնավորապես տնտեսության որոշ ոլորտներում պահպանվող բարձր ակտիվությունը, տնտեսությանը տրամադրվող հարկաբյուջետային խթանների հնարավոր մեծացումը, ՀՀ տնային տնտեսություններին և ձեռնարկություններին տրամադրվող վարկավորման աճի տեմպերի արագացումը, ինչպես նաև վերջին տարիներին ներքին տնտեսությունում արձանագրված ակտիվների գների աճը կարող են արագացնել ներքին պահանջարկի աճը՝ ստեղծելով հավելյալ գնաճային ճնշումներ: Համադրելով Ա և Բ տեսակի նկարագրված ռիսկերը՝ համոզված եմ, որ անհրաժեշտ է շարունակել ԿԲ կողմից վերաֆինանսավորման տոկոսադրույթի չափավոր նվազեցման քաղաքականությունը՝ նպատակ ունենալով միջին ժամանակահատվածում ապահովել ԿԲ թիրախին մոտ գնաճի մակարդակ: 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 տոկոս մակարդակի և գների կայունության նպատակի ապահովման համար:



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ