



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

2025 թ. 3-րդ եռամսյակ

**Թափանցիկության
զեկույց**

Հրապարակման ամսաթիվ՝ 16 սեպտեմբերի 2025 թ.

Ա. Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի Նիստի արձանագրություն

16 սեպտեմբերի, 2025 թ.

Նիստին մասնակցում էին՝ ՀՀ ԿԲ Նախագահ Մարտին Գալստյանը, Նախագահի տեղակալներ Արմեն Նուրբեկյանը և Հովհաննես Խաչատրյանը, խորհրդի անդամներ՝ Դավիթ Նահապետյանը, Արտակ Մանուկյանը, Լևոն Սահակյանը և Նարեկ Ղազարյանը:

Ընթացիկ տնտեսական իրավիճակի և հիմնարար պայմանների գնահատում

Սեպտեմբերի 16-ի 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 2025 թվականի 3-րդ եռամսյակի դրամավարկային քաղաքականության զեկույցում և 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 8 որոշումների ընթացքում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի աստիճանական նվազման ուղեգիծը դեպի 6.25%:

Մի կողմից՝ խորհուրդը դիտարկել է այնպիսի սցենարներ, որոնց հիմքում ընկած զարգացումները կարող են պահանջել ընթացիկ շուկայական սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր մակարդակ, որն ուղղված է տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի զսպմանը, գնաճային սպասումների խարսխմանը և գների կայունության նպատակի ապահովմանը (Ա տիպի սցենարներ): Այս տիպի սցենարները հիմնականում կապված են տնտեսությունում թե՛ արտաքին, թե՛ ներքին ավելցուկային պահանջարկի պայմանների ձևավորման ռիսկերի, համաշխարհային և ներքին չեզոք տոկոսադրույքների բարձրացման ռիսկերի, երկրի ռիսկի հավելավճարի և տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական զարգացումների շուրջ անորոշության և այլ ռիսկերի հետ: Մյուս կողմից՝ խորհուրդը դիտարկել է այնպիսի 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 հիմնականում կապված են անշարժ գույքի գների աստիճանական նվազման (ճշգրտման) պայմաններում տնտեսությունում ցածր պահանջարկի միջավայրի ձևավորման և խորացման, համաշխարհային տնտեսության հեռանկարի վատթարացման, ինչպես նաև իրական փոխարժեքի հիմնարար արժևորման ու ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի համեմատաբար ցածր մակարդակում ձևավորման ռիսկերի հետ:

Ռիսկերի առավել լայն շրջանակի համատեքստում խորհրդի անդամները ներկայացրին ռիսկերի և անորոշության հիմնական աղբյուրների վերաբերյալ իրենց տեսակետները, որոնք առավել կարևոր են այս փուլում քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ խելամիտ որոշում կայացնելու համար: Մասնավորապես, խորհրդի անդամները կարևորեցին առկա ռիսկերից և անորոշություններից բխող հնարավոր կորուստները նվազագույնի հասցնելը:

Խորհրդի անդամները քննարկեցին ԱՄՆ-ի տնտեսական պայմանների և քաղաքականության շուրջ առկա անորոշությունների աղբյուրները և հնարավոր հետևանքները ԱՄՆ ԴԴԴ-ի դրամավարկային քաղաքականության

տեսանկյունից: Խորհրդի անդամները համակարծիք էին, որ 2025 թվականի երկրորդ և երրորդ եռամսյակներում ԱՄՆ-ում նկատվել են աշխատաշուկայի պայմանների թուլացման ազդակներ: Խորհրդի բոլոր անդամները նշեցին, որ ԱՄՆ-ում տնտեսական աճի դանդաղման ֆոնին, ֆինանսական շուկայի մասնակիցներն ԱՄՆ ԴԴՀ տոկոսադրույքների սահմանման առաջիկա նիստում ակնկալում են քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազեցում: Այդուհանդերձ, տոկոսադրույքների հնարավոր իջեցման չափի և մասշտաբների շուրջ անորոշությունը պահպանվում է: Արտակ Մանուկյանը նշեց, որ առաջիկայում ԱՄՆ ԴԴՀ-ի կողմից տոկոսադրույքների նվազեցումը կարող է հանգեցնել համաշխարհային ֆինանսական պայմանների թուլացմանը, ինչն իր հերթին կարող է բարենպաստ պայմաններ ստեղծել զարգացող երկրներում քաղաքականության տոկոսադրույքների նվազեցման համար: Մյուս կողմից՝ Մարտին Գալստյանը, Արմեն Նուրբեկյանն ու Նարեկ Ղազարյանը նշեցին, որ աշխատաշուկայի պայմանների թուլացման ֆոնին նաև նկատվում են ԱՄՆ-ի առևտրային քաղաքականությունից բխող չափավոր գնաճային ռիսկեր, ինչը զգալիորեն բարդացնում է ԱՄՆ ԴԴՀ-ի կողմից միջնաժամկետ հորիզոնում գների կայունության և լրիվ զբաղվածության նպատակների ապահովումը: Մինևույն ժամանակ, Խորհրդի անդամները շարունակեցին մտահոգություն հայտնել ԱՄՆ-ի հարկաբյուջետային քաղաքականության, պարտքի կայունության և չեզոք տոկոսադրույքի վրա ազդեցության վերաբերյալ, որոնք կարող են ազդել զարգացող երկրներում չեզոք տոկոսադրույքների և կապիտալի հոսքերի վրա:

Եվրոգոտում, Ռուսաստանում և Չինաստանում պահանջարկի պայմանների վերաբերյալ քննարկումներում Խորհրդի բոլոր անդամները համաձայնեցին, որ համաշխարհային պահանջարկի հեռանկարի վատթարացման ռիսկերը մեծացել են: Նարեկ Ղազարյանը կարևորեց, որ անշարժ գույքի շուկայի հետ կապված ռիսկերը, ինչպես նաև գնանկումային միջավայրի պահպանման վերաբերյալ մտահոգությունները շարունակում են բացասաբար անդրադառնալ Չինաստանի տնտեսական հեռանկարի վրա՝ ազդելով նաև համաշխարհային պահանջարկի պայմանների և գնաճային միջավայրի վրա: Ի լրումն՝ Արմեն Նուրբեկյանը նշեց, որ համաշխարհային տնտեսությունում ստագֆլացիոն միջավայրի ձևավորման ռիսկերը կարող են ճնշում գործադրել զարգացող երկրների ռիսկի հավելվածարի վրա՝ ազդելով նաև դեպի այդ երկրներ կապիտալի հոսքերի և օտարերկրյա ներդրումների վրա: Անդրադառնալով ապրանքահումքային շուկաների զարգացումներին՝ Նարեկ Ղազարյանը, Դավիթ Նահապետյանը և Հովհաննես Խաչատրյանը նշեցին, որ, թեև պարենի համաշխարհային գները շարունակում են աճել, այնուամենայնիվ, դրանց ազդեցությունը ՀՀ գնաճային միջավայրի վրա՝ 2022 թվականի բարձր աճերի համեմատությամբ էականորեն փոքր է:

Խորհուրդը քննարկեց ներքին տնտեսության զարգացումներին վերաբերող հարցեր: Թեև վերջին տարիների համեմատությամբ համախառն առաջարկի ու պահանջարկի հարաբերական դիրքի միջև անհավասարակշռվածությունը նվազել է, Խորհրդի բոլոր անդամները մատնանշեցին պահանջարկի հնարավոր ավելացման և այս միտումների տևականության վերաբերյալ անորոշությունները, ինչպես նաև հնարավոր ազդեցությունը ՀՆԱ ճեղքվածքի մեծացման վրա: Խորհրդի բոլոր անդամները նշեցին, որ այս տարվա երկրորդ և երրորդ եռամսյակներում աճը զգալիորեն արագացել է, ինչը հիմնականում պայմանավորված է շինարարության և ծառայությունների ճյուղերում աճի արագացմամբ: Նրանք նաև ընդգծեցին, որ առկա են տնտեսությունում պահանջարկի որոշակի ավելացման ազդակներ, սակայն հիմնական անորոշությունը կապված է միջնաժամկետ հորիզոնում այդ միտումների տևականության հետ: Շեշտադրվեցին նաև տնտեսական աճի հետագա արագացման պարագայում տնտեսության մեջ ի հայտ եկող գնաճային ճնշումների չափի շուրջ առկա անորոշությունները: Խորհրդի բոլոր անդամները փաստեցին, որ անշարժ գույքի շուկայում պայմանների կտրուկ թուլացման նշաններ չի դիտվել, այդուհանդերձ, Մարտին Գալստյանը, Արմեն Նուրբեկյանը և Նարեկ Ղազարյանն ընդգծեցին, որ միջնաժամկետ հորիզոնում անշարժ գույքի շուկայի պայմանների աստիճանական ճշգրտման մակրոտնտեսական հետևանքներից բխող ռիսկերը դեռևս պահպանվում են:

Խորհրդի անդամներն արձանագրեցին, որ վերջին ամիսներին զբոսաշրջիկների հոսքի կտրուկ աճը, որը հակադարձել է 2024 թվականից դիտված միտումները, կարող է նպաստել գնաճի հնարավոր արագացմանը՝ հատկապես արտաքին պահանջարկի պայմանների նկատմամբ առավել զգայուն ծառայություններում: Այս համատեքստում, Արտակ Մանուկյանն ընդգծեց, որ վերջին շրջանում զբոսաշրջային հոսքի աճը, որը հիմնականում պայմանավորված է «ոչ ավանդական» երկրներից եկող զբոսաշրջիկների թվի ավելացմամբ, կարող է նոր միտումների ձևավորման սկիզբ ենթադրել, այդուհանդերձ, դեռևս անորոշ է գնաճային միջավայրի վրա դրա ազդեցության մեկնադրման կամ երկարատև բնույթը: Այս համատեքստում, Խորհրդի բոլոր անդամները համաձայնեցին, որ այս զարգացումները վկայում են արտաքին բարձր պահանջարկի վերականգնման մասին: Անդրադառնալով վարկավորման պայմաններին՝ Խորհրդի բոլոր անդամները նշեցին, որ թե՛ ձեռնարկությունների և թե՛ տնային տնտեսությունների վարկավորման ակտիվությունը մնում է բարձր: Այս համատեքստում, Նարեկ Ղազարյանը և Լևոն Սահակյանը նշեցին, որ սպառողական վարկերի հետագա աճը, ուղեկցվելով նախկինում կուտակված հարստության և խնայողությունների աճով, կարող է հանգեցնել տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի ձևավորմանը: Մյուս կողմից՝ Նրանք նաև նշեցին, որ բիզնես վարկավորման ավելի բարձր ակտիվությունը, ինչն ուղեկցվում է աշխատուժի առաջարկի, ներդրումային ակտիվության և տնտեսությունում կառուցվածքային փոփոխություններով, կարող է նպաստել ներուժային ՀՆԱ-ի աճի արագացմանը՝ մեղմելով վերոնշյալ Ա տիպի ռիսկերը: Խորհրդի անդամները նաև քննարկեցին այնպիսի սցենարներ, որտեղ արտահանելի ճյուղերում կարողությունների և արտադրողականության աճը, ինչպես նաև ներդրումային միջավայրի բարելավումը և կապիտալի կայուն, բարձր հոսքերը,

կարող են նպաստել ներուժային ՀՆԱ-ի աճի արագացմանը, իրական փոխարժեքի հիմնարար արժևորմանը և չեզոք տոկոսադրույքի նվազմանը:

Ինչ վերաբերում է հարկաբյուջետային քաղաքականության զարգացումներին, Խորհրդի անդամները համաձայնեցին, որ ընթացիկ ծախսերի առաջանցիկ աճի վերաբերյալ ռիսկերը թե՛ չորրորդ եռամսյակում և թե՛ միջնաժամկետ հորիզոնում կարող են ազդել ներքին պահանջարկի պայմանների և գնաճային միջավայրի վրա: Այս համատեքստում, Արմեն Նուրբեկյանն ընդգծեց, որ նման զարգացումները կարող են նպաստել բյուջեի պակասուրդի խորացմանը, ինչն իր հերթին կարող է վերևի ուղղությամբ ճնշումներ գործադրել երկրի ռիսկի հավելավճարի վրա:

Անդրադառնալով գնաճի զարգացումներին՝ Խորհրդի բոլոր անդամները նշեցին, որ վերջին ամիսներին գնաճի արձանագրված արագացմանը նշանակալիորեն նպաստել են պահպանվող առաջարկի գործոնները, այդ թվում՝ ներմուծված պարենի և ոչ պարենի գնաճը: Մարտին Գալստյանը, Լևոն Սահակյանը և Դավիթ Նահապետյանը նշեցին, որ գնաճային սպասումները շարունակում են կայունանալ թիրախային մակարդակի շուրջ: Այս համատեքստում, Դավիթ Նահապետյանը և Լևոն Սահակյանն ընդգծեցին, որ պարենային ապրանքների շուկայում հիմնականում առաջարկի գործոններով պայմանավորված գնաճային ճնշումները Հայաստանում դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից այդքան էլ մտահոգիչ չեն, հատկապես, եթե գնաճային սպասումները մեծապես խարսխված են: Միևնույն ժամանակ, Արմեն Նուրբեկյանը նշեց, որ չնայած գնաճի զարգացումների հիմքում ընկած են հիմնականում առաջարկի գործոնները, այնուամենայնիվ, կարևոր է գնաճային զարգացումների մշտադիտարկումը՝ հատկապես ներկայումս պահանջարկի միջավայրի ընդլայնման ռիսկերի պայմաններում: Նարեկ Ղազարյանը նշեց, որ, եթե համաշխարհային տնտեսությունից փոխանցվող գնաճային ճնշումները զուգորդվեն ավելցուկային պահանջարկի միջավայրի ձևավորման հետ, ապա վերջինս կարող է էական գնաճային ռիսկեր ստեղծել ներքին տնտեսությունում:

Ամփոփելով վերոնշյալ տեսակետները՝ Խորհուրդը համաձայնեց, որ տնտեսության վրա ազդեցության տեսանկյունից քաղաքականության առաջնային խնդիրն առավել արդիական և ծախսատար ռիսկերի գնահատումն է, ինչպես նաև քաղաքականության սխալ որոշումներից խուսափելը՝ առաջնորդվելով «նվազագույն ափսոսանքի» սկզբունքով: Ընդհանուր առմամբ, Խորհրդի անդամները միակարծիք էին, որ Ա տիպի ռիսկերը շարունակում են գերակշռել, մինչդեռ Բ տիպի ռիսկերը և դրանց նյութականանալու հավանականությունը ու հնարավոր մակրոտնտեսական ազդեցությունները հիմնականում նվազել են: Ա տիպի ռիսկերի համատեքստում Խորհրդի անդամները հատկապես ընդգծեցին երկրի ռիսկի հավելավճարի և չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշությունները՝ պայմանավորված համաշխարհային, աշխարհաքաղաքական և հարկաբյուջետային քաղաքականության գործոններով, ինչպես նաև ավելցուկային պահանջարկի ձևավորման ռիսկերը: Բ տեսակի ռիսկերի համատեքստում Խորհուրդը մատնանշեց անշարժ գույքի շուկայում գների աստիճանական նվազման (ճշգրտման) ֆոնին ներքին տնտեսությունում թույլ պահանջարկի միջավայրի ձևավորման և դրա հետագա խորացման ռիսկերը, ինչպես նաև համաշխարհային տնտեսության հեռանկարի շուրջ ընդհանուր մտահոգությունները:

Դրամավարկային քաղաքականության որոշում

Տնտեսության զարգացման 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:

Հաշվի առնելով վերոնշյալ ռիսկերն ու անորոշությունները՝ Խորհրդի անդամները համակարծիք էին Ա տիպի ռիսկերի շարունակական գերակշռման հարցում: Խորհրդի բոլոր անդամները 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 ՀՀ ԿԲ Խորհուրդը որոշեց անփոփոխ պահել տոկոսադրույքը (տե՛ս Աղյուսակ 1): Խորհուրդը կշարունակի մշտադիտարկել ռիսկային սցենարները և պատրաստ է ձեռնարկել համապատասխան գործողություններ, որպեսզի երաշխավորի գների կայունության նպատակի՝ միջնաժամկետ հորիզոնում 3% գնաճի ապահովումը:

Աղյուսակ 1. Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ Խորհրդի անդամների քվեարկության ամփոփում
16 սեպտեմբերի, 2025 թ.

Խորհրդի անդամ	Որոշում
Նարեկ Ղազարյան	Թողնել անփոփոխ
Լևոն Սահակյան	Թողնել անփոփոխ
Արտակ Մանուկյան	Թողնել անփոփոխ
Դավիթ Նահապետյան	Թողնել անփոփոխ
Հովհաննես Խաչատրյան	Թողնել անփոփոխ
Արմեն Նուրբեկյան	Թողնել անփոփոխ
Մարտին Գալստյան	Թողնել անփոփոխ

Բ. Որոշման հիմնավորումներ

16 սեպտեմբերի, 2025 թ.

ԴՎԲ 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 ԴՎԲ ծրագրերի, այնպես էլ միջանկյալ որոշումների համար:

Նախագահի Մարտին Գալստյան

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: Իմ որոշման հիմքում ընկած է Ա տիպի ռիսկերի հնարավոր նյութականացումից բխող մակրոտնտեսական հետևանքների խելամիտ կառավարման անհրաժեշտությունը: Թեպետ ԱՄՆ-ում ֆինանսական շուկայի մասնակիցներն ակնկալում են ԱՄՆ ԴԴՀ-ի կողմից քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազեցում, այնուամենայնիվ, պետական բյուջեի պակասուրդի միջնաժամկետ հեռանկարի շուրջ անորոշությունները վերևի ուղղությամբ ռիսկեր են պարունակում ԱՄՆ-ում երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքի տեսանկյունից: Վերոնշյալն իր հերթին ռիսկեր է պարունակում զարգացող երկրներում և ՀՀ-ում չեզոք տոկոսադրույքի տեսանկյունից: Ներքին տնտեսությունում բարձր աճը պահպանվում է: Այն շարունակում է կենտրոնացված լինել հիմնականում պահանջարկի ընդլայնմամբ պայմանավորված ճյուղերում: Արտաքին պահանջարկի պայմանները որոշակիորեն ընդլայնվել են, ինչն արտացոլվել է զբոսաշրջային հոսքի կտրուկ աճով, ինչպես նաև հայկական ապրանքների և ծառայությունների նկատմամբ կայուն, բարձր արտաքին պահանջարկի պահպանմամբ: Միևնույն ժամանակ, իմ գնահատմամբ, չնայած Բ տիպի ռիսկերից ածանցվող հնարավոր ազդեցությունները էականորեն մեղմվել են, այնուամենայնիվ, կարևոր եմ համարում Բ տիպի ռիսկերի մշտադիտարկումը: Այս համատեքստում, Բ տիպի հիմնական ռիսկերն ու անորոշությունները կապված են համաշխարհային աճի հեռանկարի վատթարացման, ինչպես նաև անշարժ գույքի շուկայի պայմանների աստիճանական ճշգրտման ֆոնին՝ տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների թուլացման հետ: Ամփոփելով՝ քաղաքականության ներկա շրջափուլում իմ որոշումն արտացոլում է Բ տիպի ռիսկերի հնարավոր ազդեցությունների թուլացումը, ինչպես նաև Ա տիպի ռիսկերի կառավարման առավել մեծ անհրաժեշտությունը: Կարծում եմ, որ քաղաքականության ներկայիս դիրքորոշումը լավագույնս է կառավարում առկա ռիսկերն ու անորոշությունները: Հաստատում եմ, որ ռիսկերի հաշվեկշռի վերագնահատում պահանջող ցանկացած նոր տեղեկատվության կամ իրադարձության 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 ակտիվության վերաբերյալ անորոշություններն ավելացել են, իսկ գնաճում սկսել են դրսևորվել մաքսատուրքերի փոփոխության որոշ կարճաժամկետ ազդեցություններ: Միաժամանակ, դեռևս առկա է ԱՄՆ-ի երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքի վերաբերյալ անորոշությունը, ինչը կապված է պետական բյուջեի պակասուրդի միջնաժամկետ հեռանկարի հետ և ստեղծում է չեզոք տոկոսադրույքի վրա դեպի վերև ճնշումներ: Մյուս առաջատար տնտեսություններում, հատկապես ԵՄ-ում և Հինաստանում, տնտեսական ակտիվության թուլացման ռիսկերը պահպանվում են: Ներքին տնտեսությունում գնաճի արագացումը կարևոր է պահել ուշադրության կենտրոնում: Տնտեսական ակտիվության ավելացումը պայմանավորված է եղել հիմնականում պահանջարկի գործոններով, մասնավորապես՝ բարձր աճ է գրանցել արտաքին պահանջարկը: Պահանջարկի ավելացումը, ինչպես նաև վարկավորման բարձր աճը, մեծացնում են դրական ՀՆԱ ճեղքվածք ունենալու հավանականությունը, ինչը ևս պետք է պահել ուշադրության կենտրոնում գնաճի արագացման համատեքստում: Հարկաբյուջետային քաղաքականությունը Ա տիպի հիմնական ռիսկերից է, կարճաժամկետում պահանջարկի ավելացման, ինչպես նաև պետական պարտքի աճով պայմանավորված ռիսկի հավելավճարի հնարավոր բարձրացման պատճառով: Միևնույն ժամանակ, ներքին տնտեսությունում Բ տիպի գործոնները հիմնականում բխում են շինարարության և հիփոթեքային շուկայի ակտիվության հնարավոր թուլացումից, ինչը դեռևս չի արձանագրվել: Պետք է նշել, որ վերջին ամիսներին շինարարության և հիփոթեքային շուկայում ակտիվությունը սպասումներից էապես ավելի

բարձր աճ է գրանցել: Ամփոփելով՝ համաշխարհային և ներքին տնտեսություններում վերջին որոշումից հետո Ա տիպի ռիսկերն ավելացել են: Հաշվի առնելով դեպի վերև ՀՆԱ ճեղքվածքի հնարավոր ճշգրտումը և չեզոք տոկոսադրույքի ավելի բարձր լինելու ռիսկը՝ քաղաքականության տոկոսադրույքը անփոփոխ թողնելու որոշումը հաշվի է առնում Ա տիպի սցենարների նյութականանալու հավանականության աճը, ինչպես նաև այդ պարագայում դրամավարկային քաղաքականության սխալի դեպքում էական տնտեսական ծախսերը:

Նախագահի տեղակալ Հովհաննես Խաչատրյան

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 անորոշությունը դեռևս պահպանվում է: ԱՄՆ-ում և՛ տնտեսական ակտիվության, և՛ գնաճի վերաբերյալ ռիսկերը մնում են բարձր: ԱՄՆ-ի երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքը կարող է ձևավորվել ավելի բարձր մակարդակում՝ կապված պետական բյուջեի պակասուրդի, չապահարսված գնաճային սպասումների և համաշխարհային ֆինանսական շուկաների սեզոնական փոփոխությունների հետ: Մյուս առաջատար տնտեսություններում, հատկապես ԵՄ-ում և Չինաստանում, տնտեսական ակտիվության թուլացման ռիսկերը պահպանվում են: Ռուսաստանի տնտեսական ակտիվության թուլացումը ևս զուգակցվում է գնաճի բարձր մակարդակով: Հետևաբար, արտաքին հատվածից բխող ստագֆիկացիոն ռիսկերը ուժեղանում են: Տարածաշրջանային քաղաքական գործընթացների, ինչպես նաև պետական պարտքի մակարդակի դինամիկայի հետևանքով Հայաստանի ռիսկի հավելվածարի հավանական զուտ փոփոխությունների չափն ու ուղղությունը մնում են անորոշ: Չնայած տնտեսական ակտիվության որոշակի կենտրոնացվածությունը ծառայությունների և շինարարության ճյուղերում պահպանվում է, այնուամենայնիվ, տնտեսական աճի մյուս աղբյուրները ևս ունեն դրական զարգացումներ: Արտաքին և ներքին պահանջարկի, ինչպես նաև վարկավորման բարձր աճը, մեծացնում է դրական ՀՆԱ ճեղքվածք ունենալու հավանականությունը: Ներքին տնտեսությունում Բ տիպի գործոնները հիմնականում բխում են շինարարության և հիպոթեքային շուկայի ակտիվության հնարավոր թուլացումից, ինչը դեռևս չի արձանագրվել: Ամփոփելով՝ համաշխարհային և ներքին տնտեսություններում վերջին որոշումից հետո Ա տիպի ռիսկերը ավելացել են, իսկ Բ տիպի ռիսկերն ավելի քիչ են մտահոգում: Հաշվի առնելով վերոնշյալը՝ քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու որոշումը նվազեցնում են դրամավարկային քաղաքականության սխալի ծախսերը:

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, առաջնորդվելով ռիսկերի խելամիտ կառավարման սկզբունքով՝ քվեարկում եմ քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին: Արտաքին միջավայրից ՀՀ տնտեսության վրա դեռևս դիտարկվում են գնաճային ճնշումներ՝ պայմանավորված հանքահումքային և պարենային ապրանքների միջազգային գների աճով: Այս ամենը, չնայած այն հանգամանքին, որ առավելապես առաջարկի կողմից եկող ռիսկեր են, այնուամենայնիվ, ՀՀ-ում գնաճային սպասումների վրա հնարավոր ազդեցության տեսանկյունից մտահոգիչ են: Չնայած համաշխարհային պահանջարկի թուլացման որոշակի միտումներին, ինչպես նաև հիմնական գործընկեր երկրների կենտրոնական բանկերի կողմից դրամավարկային պայմանների թուլացման քաղաքականությանը՝ կարծում եմ, որ մեր տնտեսության վրա արտաքին հատվածից սպասվող ռիսկերն առավելապես գնաճային են: Հայաստանում տնտեսական ակտիվությունը դեռևս շարունակում է պահպանվել բարձր մակարդակում: Տնտեսության տարբեր ճյուղերում ակտիվության աճն իր մեջ պարունակում է պահանջարկի կողմից գնաճային ռիսկեր: Մյուս կողմից՝ աշխատավարձերի աճի դանդաղման որոշ միտումներն առավելապես գնանկումային ազդեցությունների տիրույթում են: Չնայած գնաճը դրսևորել է որոշակի աճի միտումներ, այն հիմնականում պայմանավորված է ներմուծվող ապրանքների գների աճով: Նաև պահպանվում են պահանջարկի կողմից գնաճային դրսևորման ռիսկերը: Այնուամենայնիվ, կոշտ գներով բնութագրվող ապրանքների գնաճ չի արձանագրվել: Հաշվի առնելով արձանագրված գնաճի մեջ որոշակի ճյուղերի սեզոնայնության բնույթը՝ կարծում եմ, որ երրորդ և չորրորդ եռամսյակներում որոշ չափով կճշգրտվի արտաքին պահանջարկի ազդեցությունը գնաճի վրա: Դրա հետ մեկտեղ անհրաժեշտ եմ համարում ՀՀ ներքին պահանջարկի ձևավորման և դրա տնտեսականության մասով առավել համապարփակ գնահատականը, ինչը հնարավորություն կտա հնարավորինս ճշգրիտ կառավարելու առկա ռիսկերը: Այնուամենայնիվ, այն տեսակետին եմ, որ ներկայումս Ա տիպի ռիսկերը գերակշռող են և դրանց ի հայտ գալու հավանականությունն առավել բարձր է, քան Բ տիպի ռիսկերինը: Սակայն, կոշտ գների համեմատական կայուն մակարդակը և ներքին պահանջարկի ավելացման՝ առավել երկար հորիզոնում դիտարկման անհրաժեշտությունն ինձ հիմք են տալիս ներկա փուլում ռիսկերի կառավարման տեսանկյունից քվեարկել տոկոսադրույքի անփոփոխ թողնելու օգտին: 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 տարբեր վերլուծություններ, ինչպես նաև գնահատել եմ հնարավոր ռիսկերի և անորոշությունների հիմնական աղբյուրները: Նշվածի համադրության արդյունքում քվեարկել եմ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին: Տվյալների ուսումնասիրության հիման վրա հանգել եմ այն եզրակացության, որ արևմտյան պատժամիջոցների արդյունավետության աստիճանական բարձրացման, տնտեսական քաղաքականությունների խստացման պայմաններում ներքին պահանջարկը Ռուսաստանում կարող է էապես թուլանալ: Մյուս կողմից՝ ներմուծման և արտահանման տարբեր, այլընտրանքային ուղիների աստիճանական ավելացման պայմաններում, կարող է նվազել նաև ՌԴ արտաքին առևտրային հոսքերում ՀՀ մասնակցության աստիճանը՝ ավելի խորացնելով արտաքին պահանջարկի թուլացումից ենթադրվող եկամուտների նվազումը: Այս ամենին կարող է գումարվել նաև ՌԴ կողմից ավելի խիստ միգրացիոն քաղաքականության իրականացումը: ԱՄՆ-ի մասով ակնկալվում է տոկոսադրույքի նվազեցման քաղաքականություն, ինչը որոշակիորեն մեծացնում է ԴՎՔ դիրքը: Ներքին տնտեսությունում, չնայած արդյունաբերությունը (հատկապես մշակող) դեռևս ամբողջովին չի վերականգնվել նախորդ ժամանակահատվածի համեմատությամբ, սակայն տնտեսական աճը շարունակում է մնալ բարձր՝ հիմնականում ի հաշիվ ծառայությունների և շինարարության ոլորտների: Սա զուգակցվում է համախառն պահանջարկի աճով, ինչը դրսևորվում է վարկավորման ծավալների երկնիշ աճով: Ի լրումն՝ առկա են ազդակներ զբոսաշրջության ոլորտում շարունակական աճի միտումների մասին (հատկապես ոչ ավանդական շուկաներից), ինչը կարող է խթանել պահանջարկը և ընդլայնել գնաճային միջավայրը: Չնայած գնաճը դեռևս գտնվում է թիրախից որոշակիորեն բարձր մակարդակում, սակայն, հատկապես պարենային ապրանքների գների մասով, զարգացումները սպասվածից ավելի մեղմ են: Ոչ ճկուն գների մասով սպասումները ևս խարսխված են թիրախի շուրջ: Երկրի ռիսկի հավելավճարի մասով զարգացումների տևականության մասով ևս առկա են ռիսկեր: Հաշվի առնելով գնաճի ներկա միտումները, տնտեսության ընթացիկ զարգացումները և դրանց մակրոտնտեսական հեռանկարը, ինչպես նաև առաջնորդվելով հիմնարար պայմանների մասով դիտարկումներով, գնահատում եմ, որ ներկա փուլում նպատակահարմար է իրականացնել շուկայի սպասումների համեմատությամբ որոշակիորեն ավելի բարձր ուղեգծով դրամավարկային քաղաքականություն: Ամփոփելով՝ չնայած այս փուլում Ա տիպի ռիսկերի նյութականացման հավանականությունը մնում է բարձր, դրա հնարավոր ազդեցությունը կառավարելու անհրաժեշտությամբ պայմանավորված՝ քվեարկել եմ տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին: 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 Լևոն Սահակյան

Քննարկելով քաղաքականության շրջափուլի ընթացքում տնտեսական զարգացումների, հիմնարարների, ռիսկերի և անորոշությունների հիմնական աղբյուրների վերաբերյալ զարգացումները, ինչպես նաև հաշվի առնելով շուկայի սպասումները՝ քվեարկում եմ քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին: Վերջին շրջանում միջազգային շուկաները ակնկալում են ԱՄՆ ԴԴՀ-ի կողմից տոկոսադրույքի շարունակական նվազում՝ ԱՄՆ-ի աշխատաշուկայից թուլացման ազդակների ֆոնին: Այնուամենայնիվ, հաշվի առնելով ԱՄՆ-ի հարկաբյուջետային քաղաքականությունից ածանցվող ռիսկերը, կարծում եմ դեռ վաղ է չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշությունների նվազման վերաբերյալ դատողություններ անելը: Ընթացիկ ներքին տնտեսական ակտիվությունը պահպանվում է՝ հիմնականում պայմանավորված պահանջարկի ավելացմամբ շարժվող ճյուղերում բարձր աճերով: Միևնույն ժամանակ, թեև գնաճը, առաջարկի գործոններով պայմանավորված՝ թիրախային մակարդակից որոշակի բարձր է, այնուամենայնիվ, ոչ արտահանելի կոշտ գների կայուն մակարդակը չի վկայում էական ավելցուկային պահանջարկի ձևավորման մասին: Չնայած շուկայի մասնակիցներն ակնկալում են քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազման ուղեգիծ, դեռևս իմ որոշման համար էական է Ա տիպի ռիսկերի խելամիտ կառավարումը: Բ տիպի ռիսկերից ինձ համար կարևոր է անշարժ գույքի շուկայում և շինարարության ոլորտում հնարավոր արագ ճգնաժամների հետևանքով մակրոազդեցությունների կառավարումը, այդուհանդերձ, վերջին զարգացումները վկայում են նման ռիսկերի նյութականացման ազդակների թուլացման մասին: Հետևապես, քաղաքականության տոկոսադրույքի որոշման տեսանկյունից ինձ համար կարևոր է Ա տիպի ռիսկերի կառավարումը, ինչը միջնաժամկետ հորիզոնում ենթադրում է շուկայական սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ, իսկ ներկայիս որոշման դեպքում տոկոսադրույքը թողնել անփոփոխ: Իմ գնահատմամբ՝ սա անհրաժեշտ է, վերոնշյալ ռիսկերի կառավարման պայմաններում, գների կայունության ապահովման նպատակով:

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 6.75% մակարդակում անփոփոխ թողնելու օգտին: Իմ որոշումը հիմնավորված է այն հաստատական համոզմամբ, որ դրամավարկային քաղաքականության հորիզոնում առկա և Ա ու Բ տեսակի ռիսկերի նյութականացման սցենարների դեպքում ստեղծվելիք համապատասխան գնաճային և գնանկումային ազդեցությունները չափավոր են: Այդուհանդերձ, նշեմ, որ առավելապես անհանգստացած եմ քաղաքականության հորիզոնում առկա Ա տեսակի գնաճային սցենարներով, որոնց ն բազմությունը, ն համակցված ազդեցությունը գնաճի վրա ավելի մեծ եմ գնահատում ֆինանսական շուկայի մասնակիցների համանման սպասումների համեմատությամբ: Առավել մանրամասն անդրադառնալով, ըստ իս, քաղաքականության հորիզոնում առկա Ա տեսակի ռիսկերին՝ նշեմ, որ միջազգային շուկաներում հնարավոր է ՀՀ սպառողական զամբյուղում էական կշիռ ունեցող մի շարք պարենային ապրանքների գների չափավոր աճ: Ա տեսակի մեկ այլ ռիսկ է մնում ԱՄՆ-ի կառավարության կողմից առևտրային քաղաքականության հետագա հնարավոր կոշտացումը և այդ քաղաքականության թիրախ հանդիսացող երկրների կողմից պատասխան արձագանքը, որը կարող է չափավոր գնաճային ճնշումներ ստեղծել համաշխարհային շուկայում: ՌԴ-ի նկատմամբ գործող պատժամիջոցների պահպանման և հետագա խստացման սցենարի պարագայում հնարավոր է դեպի ՀՀ կապիտալի ներհոսքի արագացում, որն ի վերջո կհանգեցնի ՀՀ-ում մասնավոր ծախսումների արագացված աճի՝ ներքին շուկայում ստեղծելով հավելյալ գնաճային ճնշումներ: Արտաքին հատվածում նկարագրված հավանական զարգացումների հետ մեկտեղ, առկա են նաև բացառապես ՀՀ ներքին տնտեսության զարգացումներով պայմանավորված գնաճային ռիսկեր, մասնավորապես՝ ՀՀ տնտեսությունում շարունակվում է նկատվել սպասվածից բարձր տնտեսական ակտիվություն, որը պայմանավորված է նախորդ տարիներին արձանագրված բարձր տնտեսական աճի պարագայում մասնավոր ծախսումների աճով, տնտեսությունում վարկավորման աճի պահպանվող բարձր տեմպերով և լավատեսական հեռանկարով խթանվող ներդրումների աճով: Զուգահեռաբար, վերջին ամիսներին նկատվել է զբոսաշրջային հոսքի արագացում, իսկ մշակող արդյունաբերության «ավանդական» ճյուղերում արտահանման ծավալները շարունակում են աճել: Սպասվածից բարձր տնտեսական ակտիվության տևական պահպանման սցենարի պարագայում, ներքին տնտեսությունում նկատվող գնաճային միջավայրը կարող է շարունակաբար ընդլայնվել: Օգոստոս ամսին արձանագրված աշխարհաքաղաքական և տարածաշրջանային դրական զարգացումների համատեքստում ակնկալվում է ՀՀ-ում ներդրումների և ընդհանուր տնտեսական ակտիվության էլ ավելի արագացում, որը հավելյալ գնաճային ռիսկեր է պարունակում միջնաժամկետ հեռանկարում: Նշեմ նաև քաղաքականության հորիզոնում առկա մի շարք Բ տեսակի ռիսկեր, մասնավորապես՝ ԱՄՆ-ի տնտեսությունում հնարավոր է գերաթևորված ակտիվների գների կտրուկ ճգնաժամ, որը, զուգորդվելով տնտեսվարող սուբյեկտների վստահության անկմամբ, կհանգեցնի ԱՄՆ-ի տնտեսական ակտիվության էական կրճատմանը: Նկարագրված սցենարն առավել իրատեսական է դարձել՝ հաշվի առնելով ԱՄՆ-ի տնտեսության վերաբերյալ հույս-սեպտեմբեր ամիսներին հրապարակված տնտեսական ցուցանիշները: ԱՄՆ-ի տնտեսական ակտիվության հնարավոր կրճատումը բացասաբար կանդրադառնա համաշխարհային պահանջարկի վրա՝ ի վերջո չափավոր գնանկումային ռիսկեր ստեղծելով ՀՀ տնտեսության համար: Միաժամանակ, Չինաստանի տնտեսությունում պահպանվող ցածր գնաճային միջավայրը, ինչպես նաև Չինաստանի արտահանման շուկաների ընդլայնմանն ուղղված քաղաքականության պահպանումը կարող են խորացնել գնանկումային ճնշումները ՀՀ տնտեսության հետ առնչվող մի շարք տնտեսական գոտիներում: Ռուս-ուկրաինական հակամարտության կարգավորման և ՌԴ-ում տնտեսական ակտիվության նկատվող թուլացման սցենարի նյութականացման պարագայում ակնկալվում է, որ էականորեն կկրճատվեն ՀՀ ապրանքների և ծառայությունների նկատմամբ պահանջարկն ու դեպի ՀՀ այլ ֆինանսական հոսքերը՝ ներքին տնտեսությունում ստեղծելով գնանկումային ռիսկեր: Ներքին տնտեսությունից ածանցվող Բ տեսակի ռիսկերից հատկանշական է ներքին ֆինանսական շուկայում չեզոք տոկոսադրույքի շարունակական նվազումը՝ արտացոլելով ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի հետագա հնարավոր նվազումը, ինչպես նաև իրական արդյունավետ փոխարժեքի տևական արժևորման միտումը՝ պայմանավորված արտահանման և դեպի ՀՀ կապիտալ ներհոսքի շարունակվող աճով: Անշարժ գույքի շուկայում Նորմայից բարձր տնտեսական ակտիվության թուլացման արագացման սցենարը մնում է հավանական, որի նյութականացման դեպքում էականորեն կդանդաղի համախառն ներքին պահանջարկի աճը՝ առաջացնելով գնանկումային ճնշումներ: Այդուհանդերձ, նշեմ, որ ներքին տնտեսական ակտիվության շարունակվող բավականին բարձր մակարդակն էականորեն նվազեցրել է անշարժ գույքի շուկայում գների և ակտիվության կտրուկ նվազման ռիսկը՝ դրամավարկային քաղաքականության նախկին շրջափուլերի գնահատումների համեմատությամբ: 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 4% թիրախին մոտ մակարդակում: 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:

