



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

2024 թ. հուլիս

Թափանցիկության
զեկույց

Հրապարակման ամսաթիվ՝ 30 հուլիսի 2024 թ.

Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի նիստի արձանագրություն

30 հուլիսի, 2024 թ.

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

Ընթացիկ տնտեսական իրավիճակի և հիմնարար պայմանների գնահատում

Հուլիսի 30-ի դրությամբ խորհրդի նիստը սկսվեց դրամավարկային քաղաքականության վարչության թիմի կողմից համաշխարհային և ներքին տնտեսությունում 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 քաղաքականությանն առնչվող ռիսկերի աղբյուրները: Արտաքին և ներքին տնտեսությունում ընթացիկ տնտեսական իրավիճակի և հիմնարար պայմանների վերաբերյալ համապարփակ ուսումնասիրությունները և վերլուծություններն առավել մանրամասն ներկայացված են Դրամավարկային քաղաքականության հաղորդագրության Բ մասում, ինչպես նաև Դրամավարկային քաղաքականության զեկույցի 1-ին 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:

Մի կողմից՝ խորհուրդը դիտարկել է այնպիսի սցենարներ, որոնց հիմքում ընկած զարգացումները ենթադրում են 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 ԱՄՆ ԴԴՀ-ի կողմից քաղաքականության տոկոսադրույքի շուկայական սպասումների համեմատությամբ ավելի երկար և բարձր մակարդակում պահպանման ռիսկերի, զարգացող երկրներում դրանցից բխող կապիտալի հոսքերի հետ կապված շարժերի, համաշխարհային և տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական զարգացումների և լարվածության հնարավոր սրացման, բյուջեի պակասուրդի և աշխարհաքաղաքական լարվածության համատեքստում երկրի ռիսկի հավելավճարի հետ կապված անորոշության, համաշխարհային առևտրի և առաջարկի արժեզրեթմաների հետ կապված ռիսկերի, բարձր գնաճային սպասումների և այլնի հետ:

Մյուս կողմից՝ խորհուրդը դիտարկել է այնպիսի սցենարներ, որոնց հիմքում ընկած զարգացումները ենթադրում են ընթացիկ շուկայական սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի արագ նվազման ուղի՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գների կայունությունն ապահովելու համար (Բ տիպի սցենարներ): Այս տեսակի սցենարները ներառում են ներքին տնտեսությունում շատ ավելի թույլ համախառն պահանջարկի պայմանների հետ կապված ռիսկեր, անշարժ գույքի շուկայում հնարավոր ճգնաժամների վերաբերյալ մտահոգություններ, տնտեսության իրական հատվածում նախկինում կուտակված խնայողությունների հաշվին ներդրումների առաջանցիկ աճի սցենարներ, համաշխարհային պահանջարկի կտրուկ նվազման և այլ ռիսկեր:

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 այդ ռիսկերից և անորոշություններից բխող հնարավոր կորուստները նվազագույնի հասցնելը: Խորհրդի անդամները քննարկեցին ԱՄՆ ԴԴՀ դրամավարկային քաղաքականությանը վերաբերող անորոշությունների հետ կապված հարցերը:

Հաշվի առնելով ԱՄՆ տնտեսությունում հիմնականում սպառման աճով պայմանավորված բարձր տնտեսական աճի, Նպատակային մակարդակից բարձր գնաճի ու աշխատաշուկայի խիստ պայմանների վերաբերյալ Նկատառումները՝ Խորհրդի որոշ անդամներ ընդգծեցին ԱՄՆ ԴՊՀ-ի կողմից քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայական սպասումների համեմատությամբ ավելի երկար և բարձր մակարդակում պահպանման ռիսկերի կարևորությունը: Խորհրդի անդամ Լևոն Սահակյանը՝ մատնանշելով ԱՄՆ-ում տնտեսական պայմանների որոշակի թուլացման Նշանները, ընդգծեց, որ չի կարելի բացառել 2024 թ-ի սեպտեմբերից ԱՄՆ ԴՊՀ-ի կողմից քաղաքականության տոկոսադրույքների Նվազեցման հնարավորությունը: Խորհրդի բոլոր անդամները միակարծիք էին, որ ԱՄՆ տնտեսությունում բարձր տոկոսադրույքները միջնաժամկետ հորիզոնում կարող են ազդեցություն ունենալ ինչպես համաշխարհային, այնպես էլ Հայաստանի չեզոք տոկոսադրույքի վրա: Մասնավորապես, Արմեն Նուրբեկյանը և Հասմիկ Ղահրամանյանը Նշեցին, որ չեզոք տոկոսադրույքի վերաբերյալ զգալի անորոշությունը դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից կարող է էական հետևանքներ ունենալ: Անդրադառնալով ԱՄՆ-ում քաղաքական անորոշությանը վերաբերող հարցերին՝ Նարեկ Ղազարյանը պնդեց, որ գալիք Նախագահական ընտրությունների արդյունքները կարող են էական ազդեցություն ունենալ համաշխարհային առևտրային հարաբերությունների, ապրանքային շուկաների և համաշխարհային արժեզրեաների վրա՝ պարունակելով լուրջ գնաճային ռիսկեր: Խորհրդի անդամներ Հասմիկ Ղահրամանյանը և Լևոն Սահակյանը Նշեցին, որ համաշխարհային ապրանքահումքային շուկայում գների մասով վերևի ուղղությամբ ռիսկերը այլևս խնդրահարույց չեն և չեն արտացոլվել ՀՀ-ում Ներմուծվող ապրանքների գների միտումներում:

Խորհուրդը քննարկեց Ներքին տնտեսության զարգացումներին վերաբերող հարցերը: Խորհրդի անդամները Նկատեցին, որ 2024 թ-ի մայիս-հունիս ամիսներին տնտեսական ակտիվության աճը ավելի հավասարաչափ է բաշխվել տնտեսության ճյուղերում: Այս համատեքստում, ծառայությունների ճյուղի թողարկման աճը որոշակիորեն վերականգնվել է, իսկ մշակող արդյունաբերության թողարկման աճը՝ դանդաղել: Միաժամանակ, Խորհրդի բոլոր անդամները մտահոգություն հայտնեցին վերջին եռամսյակների տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունների վերաբերյալ: Արմեն Նուրբեկյանը և Մարտին Գալստյանն ընդգծեցին վերջին շրջանում արձանագրված տնտեսական աճի հետ կապված ավելի խոր, կառուցվածքային խնդիրներն ու ՀՆԱ Ներուժի վրա հնարավոր հետևանքները: Այնուամենայնիվ, Նրանք Նշեցին, որ դրամավարկային քաղաքականությունը չունի վերոնշյալ կառուցվածքային խնդիրների հասցեագրման համապատասխան արդյունավետ գործիքակազմ: Խորհրդի անդամների կարծիքով վերջին տարիներին արձանագրված կապիտալի և աշխատուժի զգալի Ներհոսքը ուղղված է եղել տնտեսության արտադրողական ոլորտներում ավելի մեծ կարողությունների ձևավորմանը: Սա իր հերթին կարող է Նպաստել միջնաժամկետ և երկարաժամկետ հորիզոնում Ներուժային ՀՆԱ-ի ավելի բարձր աճին: Այս համատեքստում, որոշ Խորհրդի անդամներ մտահոգություն հայտնեցին, որ վերջին եռամսյակների ընթացքում այս հնարավորությունները ամբողջությամբ չեն օգտագործվել:

Այնուհետև Խորհուրդը քննարկեց համախառն պահանջարկի պայմաններին վերաբերող հարցերը, որում Խորհրդի անդամների մեկնաբանությունը միանման չէր: Խորհրդի անդամ Դավիթ Նահապետյանը Նշեց, որ զբոսաշրջային հոսքերի դանդաղման, ինչպես նաև ռեստորանային և հյուրանոցային ծառայությունների թույլ գնաճային միտումների պարագայում արտաքին պահանջարկը դանդաղել է: Միաժամանակ, Դավիթ Նահապետյանն ու Լևոն Սահակյանն ընդգծեցին, որ վերջին ամիսներին օդային տրանսպորտի ծառայությունների գնաճի առաջանցիկ աճը ապակողմորոշիչ է, և, ամենայն հավանականությամբ, ոչ թե պահանջարկի, այլ առաջարկի գործոնների ազդեցության հետևանք է: Որոշ Խորհրդի անդամներ, այդ թվում՝ Արմեն Նուրբեկյանը և Լևոն Սահակյանը մտահոգություն հայտնեցին վերջին ամիսներին ՏՏ ոլորտում անբարենպաստ զարգացումների վերաբերյալ: Նրանք Նշեցին, որ, արտաքին պահանջարկի թուլացման համատեքստում, վերջին ամիսներին ոլորտի թողարկման և արտահանման Նվազումը կարող է տնտեսության միջնաժամկետ Ներուժային ՀՆԱ-ի տեսանկյունից ռիսկեր պարունակել:

Որոշ Խորհրդի անդամներ մտահոգություն հայտնեցին ՀՀ աշխատաշուկայի վերջին զարգացումների վերաբերյալ: Խորհրդի անդամ Հասմիկ Ղահրամանյանը Նշեց, որ 2024 թ-ի առաջին եռամսյակում գործազրկության մակարդակի աճը, աշխատավարձերի աճի զգալի դանդաղումը ենթադրում են աշխատաշուկայի պայմանների թուլացում: Սա կարող է արտացոլել Նախկինում արձանագրված ՀՆԱ-ի դրական ճեղքվածքի Նվազումը, ինչի պարագայում աշխատաշուկայից փոխանցվող Նոր գնաճային ճնշումները քիչ հավանական են: Համաձայնվելով այս մեկնաբանության հետ՝ Արմեն Նուրբեկյանը հավելեց, որ գործազրկության մակարդակի աճը կարող է որոշակի ազդակներ պարունակել տնտեսությունում գործարար միջավայրի վատթարացման առումով: Միաժամանակ, Լևոն Սահակյանը մատնանշեց տնային տնտեսությունների հետազոտության հիման վրա հաշվարկվող գործազրկության մակարդակի ցուցանիշի մեթոդաբանության հետ կապված մտահոգությունները և պնդեց, որ վերջինս զգալի անորոշություններ է պարունակում աշխատաշուկայի պայմանների վերաբերյալ: Ավելին, հաշվի առնելով վերջին ամիսներին օտարերկրյա աշխատանքային միգրանտների արտահոսքի զարգացումները՝ Մարտին Գալստյանը, Արմեն Նուրբեկյանը և Լևոն Սահակյանը պնդեցին, որ աշխատուժի առաջարկի արագ ավելացման հետ կապված Բ տիպի ռիսկերն այլևս արդիական չեն: Գնաճի վերաբերյալ քննարկումների համատեքստում Խորհրդի անդամներ Դավիթ Նահապետյանը, Լևոն Սահակյանը, Հասմիկ Ղահրամանյանը և Նարեկ Ղազարյանը Նշեցին, որ գնաճը պահպանվում է Նպատակային ցուցանիշից ցածր մակարդակում և մոտ ապագայում գնաճի արագացման Նշանները բացակայում են:

Այնուհետև, Խորհուրդը քննարկեց հարկաբյուջետային քաղաքականությանը վերաբերող հարցերը: Խորհրդի բոլոր անդամներն ընդգծեցին Արցախից բռնի տեղահանված բնակչության սոցիալական աջակցության տրամադրման անհրաժեշտության, ինչպես նաև 2024 թվականի մայիսին Լոռու և Տավուշի մարզերում տեղի ունեցած բնական աղետի

հետևանքով բյուջետային ծախսերի ավելացման հավանականությունը: Հասմիկ Ղահրամանյանը նշեց, որ հարկաբյուջետային վարքագիծը ծախսումների բազմարկչի տեսանկյունից բարդ է գնահատել, սակայն, ծախսերի առաջնահերթ ուղղությունները միանշանակ ավելացնելու են սպառումը, ինչն էլ պահանջարկի ավելացման գործոն է և իր անմիջական հետևանքը կունենա գնաճային միջավայրի վրա: Խորհրդի բոլոր անդամները համակարծիք էին, որ բյուջեի եկամուտների հավաքագրման թերակատարման և ծախսերի հնարավոր ավելացման հետ կապված մտահոգությունները պարունակում են բյուջեի պակասուրդի աճի ուղղությամբ ռիսկեր, որն իր հերթին լրացուցիչ ռիսկ է երկրի ռիսկի հավելավճարի և դրամավարկային քաղաքականության ուղեգծի վերաբերյալ: Արմեն Նուրբեկյանը նկատեց, որ զարգացող երկրների համեմատությամբ ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարն ավելի քիչ է նվազել, ինչը պահպանվող աշխարհաքաղաքական ռիսկերի հետևանք է: Խորհրդի բոլոր անդամները համակարծիք էին, որ չեզոք տոկոսադրույքի վերաբերյալ բարձր անորոշությունը շարունակում է մնալ առարկայական: Նրանք ընդգծեցին չեզոք տոկոսադրույքի վերաբերյալ բարձր անորոշությունների մշտադիտարկման անհրաժեշտությունը, որն իր հերթին կարող է էապես ազդել դրամավարկային քաղաքականության ապագա որոշումների վրա: Խորհրդի որոշ անդամներ, այդ թվում՝ Լևոն Սահակյանը առաջարկեցին հնարավոր սցենարներից մեկը, այն է՝ քաղաքականության ներկայիս տոկոսադրույքը չեզոք տոկոսադրույքի հավանական միջակայքում է:

Ամփոփելով արտահայտված տեսակետները՝ Խորհուրդը միակարծիք էր, որ քաղաքականության ամենամեծ հրամայականը, իր մասշտաբով և տնտեսության վրա ազդեցության առումով, առավել ազդեցիկ և կարևոր ռիսկերի գնահատումն է և այդ համատեքստում քաղաքականության որևէ տեսակի սխալից առավելագույնը խուսափելու հետևողականությունը (“least regrets”): Ընդհանուր առմամբ, Խորհրդի անդամները համակարծիք էին, որ Ա և Բ ուղղություններով ռիսկերը հարաբերականորեն հավասարակշռված են, ինչը պահանջում է դրամավարկային պայմանների աստիճանական թուլացում՝ ներկա շրջափուլում քաղաքականության տոկոսադրույքի 0.25 տոկոսային կետով նվազեցում: Ա տիպի սցենարների համատեքստում Խորհրդի անդամներն ընդգծեցին գործընկեր երկրներում ավելի երկար պահպանվող խիստ դրամավարկային պայմանների, ինչպես նաև աշխարհաքաղաքական և հարկաբյուջետային քաղաքականությունից բխող՝ երկրի ռիսկի հավելավճարի և չեզոք տոկոսադրույքի հետ կապված անորոշություններն ու ռիսկերը: Մյուս կողմից՝ Խորհրդի անդամները նշեցին մի շարք Բ տիպի ռիսկեր, այդ թվում՝ ներքին և արտաքին պահանջարկի պայմանների, ինչպես նաև տնտեսության որոշ ճյուղերում աճի դանդաղման և համաշխարհային տնտեսության հեռանկարի վերաբերյալ մտահոգություններ:

Խորհրդի անդամներ Նարեկ Ղազարյանը, Լևոն Սահակյանը և Հասմիկ Ղահրամանյանը, որոշակիորեն շեշտադրելով Ա տիպի ռիսկերի կարևորությունը՝ վերականգնվող գնաճի և դրամավարկային քաղաքականության դիրքի չեզոքացման պայմաններում, մատնանշում էին ապագայում տոկոսադրույքի նվազեցման քաղաքականության շրջափուլի ավարտի հնարավորությունը, այդուհանդերձ ներկա փուլում Նրանք նախապատվությունը տվեցին ռիսկերի հավասարակշռման մոտեցմանը:

Խորհրդի անդամներ Արմեն Նուրբեկյանի, Մարտին Գալստյանի և Դավիթ Նահապետյանի կարծիքով՝ քաղաքականության նպատակների տեսանկյունից առկա ռիսկերը հավասարակշռված են: Նրանք նշեցին, որ տնտեսության հիմնարարների շուրջ առկա անորոշությունները պահպանվում են և կարող են զգալի հետևանքներ ունենալ քաղաքականության տոկոսադրույքի ապագա ուղեգծի վրա: Նրանց կարծիքով հիմնական անորոշությունները կապված են մի կողմից՝ երկրի ռիսկի հավելավճարի և չեզոք տոկոսադրույքի ավելի բարձր մակարդակի, մյուս կողմից՝ տնտեսական աճի և պահանջարկի պայմանների թուլացման հետ: Այս համատեքստում Նրանք պնդեցին, որ քաղաքականության դիրքի շարունակական, աստիճանական թուլացումը արդյունավետ կերպով հավասարակշռում է առկա ռիսկերը:

Արդյունքում Խորհուրդի բոլոր անդամները համակարծիք էին, որ, Ա և Բ տիպի ռիսկերը պատշաճ կերպով հասցեագրելու նպատակով, քաղաքականության ընթացիկ շրջափուլում առավել խելամիտ է ռիսկերի կառավարման հավասարակշռված մոտեցումը:

Դրամավարկային քաղաքականության որոշում

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

Հավասարակշռելով վերը նշված երկու ուղղությամբ ռիսկերը՝ ՀՀ ԿԲ Խորհուրդը որոշեց շարունակել դանդաղ տեմպերով քաղաքականության դիրքի թուլացումը, որի համատեքստում սույն շրջափուլում որոշվեց քաղաքականության տոկոսադրույքը նվազեցնել 0.25 տոկոսային կետով (տե՛ս Աղյուսակ 1): Խորհուրդը կշարունակի մշտադիտարկել տնտեսության զարգացման սցենարները և կձեռնարկի համարժեք գործողություններ՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճի 4% նպատակային ցուցանիշն ապահովելու համար:

Աղյուսակ 1. Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ Խորհրդի անդամների քվեարկության ամփոփում
30 հուլիսի, 2024 թ.

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



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

ցիկլության զեկույց | 2024 թ. 2-րդ եռ.

