



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

2024թ. 2-րդ եռամսյակ
**Թափանցիկության
զեկույց**

Հրապարակման ամսաթիվ՝ 11 հունիսի 2024 թ.

Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի նիստի արձանագրություն

11 հունիսի, 2024 թ.

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

Ընթացիկ տնտեսական իրավիճակի և հիմնարար պայմանների գնահատում

Հունիսի 11-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:

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 ԱՄՆ ԴՊՀ-ի կողմից քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայական սպասումների համեմատությամբ ավելի երկար և բարձր մակարդակում պահպանման ռիսկերի, դրանցից բխող զարգացող երկրներում 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 արժեզրեզանքների հետ կապված ռիսկերի, բարձր գնաճային սպասումների 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 և մեծ չափով 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 անցանկալի զարգացումների վերաբերյալ մտահոգություններ, ներքին տնտեսությունում աշխատուժի առաջարկի շարունակական աճի հետ կապված սցենարներ, տնտեսության իրական հատվածում նախկինում կուտակված խնայողությունների հաշվին ներդրումների առաջանցիկ աճի սցենարներ, համաշխարհային պահանջարկի կտրուկ նվազման և այլ ռիսկեր:

Խորհրդի քննարկման ընթացքում բարձրաձայնված Ա և Բ տիպի սցենարների վերաբերյալ առավել մանրամասն տեղեկատվությունը ներկայացված է Դրամավարկային քաղաքականության զեկույցի՝ սցենարների բազմությունն ամփոփող աղյուսակում:

Ռիսկերի առավել լայն շրջանակի, ինչպես նաև 2024 թվականի 2-րդ եռամսյակի դրամավարկային քաղաքականության զեկույցում ներկայացված տիպային երկու սցենարների համատեքստում՝ Խորհրդի անդամներն ներկայացրին ռիսկերի և անորոշության հիմնական աղբյուրների ու տեսակների վերաբերյալ իրենց տեսակետները, որոնք առավել կարևոր են այս փուլում քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ խելամիտ որոշում կայացնելու համար: Խորհրդի բոլոր անդամներն ընդգծեցին ԱՄՆ տնտեսությունում հիմնականում սպառման աճով պայմանավորված բարձր տնտեսական աճի, թիրախային մակարդակից բարձր գնաճի ու կոշտ աշխատաշուկայի պայմաններում ԱՄՆ ԴՊՀ-ի կողմից քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայական սպասումների համեմատությամբ ավելի երկար և բարձր մակարդակում պահպանման ռիսկերի կարևորությունը: Խորհրդի անդամներ Հասմիկ Ղահրամանյանը և Յովհաննես Խաչատրյանն ընդգծեցին, որ վերոնշյալ ռիսկն այդքան էլ մտահոգիչ չէ և 2024 թվականի ընթացքում ԱՄՆ ԴՊՀ կողմից քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ շուկայի սպասումներին համահունչ նվազումը ևս հավանական սցենար է, հատկապես, եթե ԱՄՆ-ում մոտ ապագայում նկատվեն պահանջարկի էական թուլացման նշաններ: Խորհրդի բոլոր անդամները նշեցին, որ ԱՄՆ տնտեսությունում բարձր տոկոսադրույքները միջնաժամկետ հորիզոնում կարող են ազդեցություն ունենալ ինչպես համաշխարհային, այնպես էլ Հայաստանի չեզոք տոկոսադրույքների վրա: Մասնավորապես՝ Արմեն Նուրբեկյանը նշեց, որ չեզոք տոկոսադրույքի վերաբերյալ զգալի անորոշությունները՝ քաղաքականության տեսանկյունից կարող են էական հետևանքներ ունենալ: Եվրոգոտու տնտեսության վերաբերյալ քննարկումների համատեքստում՝ Արտակ Մանուկյանը և Մարտին Գալստյանը պնդեցին, որ Եվրոգոտում քաղաքական և հարկաբյուջետային անկայունության հետ կապված հնարավոր ռիսկերը միջնաժամկետում կարող են հնարավոր գնաճային ազդեցություններ ունենալ ՀՀ տնտեսության վրա: Միաժամանակ, Նարեկ Ղազարյանն ու Հասմիկ Ղահրամանյանը կարևորեցին միջազգային ապրանքահումքային շուկայում գների ապագա միտումների հետ կապված զգալի անորոշությունը: Այս առումով Հասմիկ Ղահրամանյանը շեշտեց, որ, չնայած միջազգային գների մասով վերևի ուղղությամբ ռիսկերի պահպանմանը (օր.՝ Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական ռիսկերի և լարվածության պահպանում, պարենի համաշխարհային գների աճ և այլն), դրանք դեռևս չեն արտացոլվել ՀՀ-ում ներմուծվող ապրանքների գների միտումներում, ինչն իր հերթին որոշակիորեն մեղմել է մոտ ապագայում արտաքին հատվածից փոխանցվող գնաճային ճնշումների աճի ռիսկերը:

Անդրադառնալով Հայաստանի տնտեսական զարգացումներին՝ Խորհրդի բոլոր անդամները մտահոգություն հայտնեցին 2024 թ-ի առաջին եռամսյակում արձանագրված տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունների վերաբերյալ: Այս համատեքստում Մարտին Գալստյանը և Արմեն Նուրբեկյանն ընդգծեցին վերջին շրջանում արձանագրված տնտեսական աճի հետ կապված ավելի խորը, կառուցվածքային խնդիրներն ու ՀՆԱ ներուժի վրա հնարավոր հետևանքները՝ նշելով, որ դրամավարկային քաղաքականությունը չունի համապատասխան արդյունավետ գործիքակազմ վերոնշյալ կառուցվածքային խնդիրների հասցեագրման համար: Որոշ Խորհրդի անդամներ, այդ թվում՝ Դավիթ Նահապետյանն ու Հասմիկ Ղահրամանյանը փաստեցին, որ տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկությունները կարող են ենթադրել տնտեսությունում բնակչության տնօրինվող եկամուտների աճի կողմից սահմանափակ ազդեցություն ներքին պահանջարկի տեսանկյունից՝ դրսևորվելով որպես վերջինիս թուլացման լրացուցիչ աղբյուր: Չնայած Յովհաննես Խաչատրյանն ու Նարեկ Ղազարյանը, ընդհանուր առմամբ, համաձայն էին այս տեսակետի հետ՝ նրանք նաև ընդգծեցին այն հակափաստարկը, որ նման աճը մյուս կողմից կարող է որոշակի դրական, երկրորդային ազդեցություն ունենալ տնտեսության այլ ոլորտների և ներքին պահանջարկի վրա: Խորհրդի անդամներ՝ Արտակ Մանուկյանն ու Լևոն Սահակյանը կարևորեցին զբոսաշրջային հոսքերի որոշակի դանդաղման համատեքստում արտաքին պահանջարկի թուլացման ռիսկերը: Գնաճի զարգացումների վերաբերյալ քննարկումների ընթացքում Նարեկ Ղազարյանը կարևորեց, որ, չնայած վերջին շրջանում արձանագրվող գնաճի՝ նպատակային ցուցանիշից ցածր մակարդակին, գնաճային սպասումները նվազման ուղղությամբ ավելի դանդաղ են ճշգրտվում: Լևոն Սահակյանը կարևորեց, որ ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսը՝ գնաճային սպասումների ճշգրտմանը զուգահեռ շարունակում է կայունանալ: Լևոն Սահակյանը և Հասմիկ Ղահրամանյանը նշեցին, որ ամսական կտրվածքով վարձակալական վճարների նվազումը կարող է մեկնաբանվել որպես անշարժ գույքի շուկայի կայունացման նախանշաններ: Արտակ Մանուկյանը մտահոգություն հայտնեց ջերմոցային տնտեսությունների կայուն աճի համատեքստում գյուղատնտեսության ոլորտից բխող գնանկումային ազդեցությունների վերաբերյալ, ինչը տնտեսությունում կարող է լրացուցիչ գնանկումային ճնշումների պատճառ դառնալ:

Այնուհետև, Խորհուրդը քննարկեց հարկաբյուջետային քաղաքականությանը վերաբերող հարցեր: Խորհրդի բոլոր անդամներն ընդգծեցին 2024 թվականի մայիսին Լոռու և Տավուշի մարզերում տեղի ունեցած բնական աղետի հետևանքով հարկաբյուջետային ծախսերի աճի հավանականությունը: Ավելին, ի լրումն վերոնշյալ ռիսկերի, Լեռնային Ղարաբաղից բռնի տեղահանված բնակչությանը սոցիալական աջակցություն տրամադրելու անհրաժեշտությունը կարող է ստեղծել բյուջեի պակասուրդի ավելացման ռիսկեր, ինչը կարող է խոչընդոտել երկարաժամկետ կապիտալ ներդրումները: Այս համատեքստում, արձանագրվեց, որ վերոնշյալ ծրագրերի իրականացման ժամկետների և կատարողականի վերաբերյալ առկա է զգալի անորոշություն, ինչը լրացուցիչ ռիսկեր է պարունակում հարկաբյուջետային ռիսկի հավելավճարի, ներքին պահանջարկի և գնաճի հեռանկարի վերաբերյալ:

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 նվազեցմամբ: Ա տիպի սցենարների համատեքստում Խորհրդի անդամներն ընդգծեցին համաշխարհային և ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքների հնարավոր բարձր մակարդակների, հարկաբյուջետային ծախսերի հնարավոր աճի (բյուջեի պակասուրդի և պարտքի բեռի վրա հնարավոր ազդեցություն) և դեռևս բարձր, թեև դանդաղ ճգնաժամի գնաճային սպասումների հետ կապված ռիսկերը: Խորհուրդն, ընդհանուր առմամբ, համակարծիք էր, որ Ա տիպի ռիսկերը մեծապես հավասարակշռվում են Բ տիպի ռիսկերով, այդ թվում՝ ներքին և արտաքին պահանջարկի պայմանների, ինչպես նաև տնտեսության որոշ ճյուղերում աճի դանդաղման և համաշխարհային տնտեսության հեռանկարի վերաբերյալ մտահոգություններով: Համաձայնվելով ընդհանուր տեսակետի հետ՝ Արմեն Նուրբեկյանն ավելի մեծ շեշտադրում կատարեց Ա տիպի ռիսկերի վրա և պնդեց, որ Հայաստանում չեզոք տոկոսադրույքի վերաբերյալ զգալի անորոշությունը պահպանվում է, որն իրականացվող քաղաքականության արդյունավետության տեսանկյունից կարևոր ռիսկ է: Մյուս կողմից՝ Հովհաննես Խաչատրյանը շեշտադրեց Բ տիպի սցենարների հետ կապված մտավախությունները, այդ թվում՝ ՀՆԱ բացասական ճեղքի և պահանջարկի թույլ միջավայրի ձևավորման ռիսկերը ինչպես ամբողջ տնտեսությունում, այնպես էլ «ավանդական» արտահանելի ճյուղերում: Այնուամենայնիվ, Ա և Բ տիպի ռիսկերը պատշաճ կերպով հասցեագրելու նպատակով Խորհուրդը միակարծիք էր, որ 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 կառավարման մոտեցման ներքո նվազագույնի հասցնել այդ սցենարներից բխող հնարավոր կորուստները՝ որդեգրված դրամավարկային քաղաքականության 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
11 հունիսի, 2024 թ.

Խորհրդի անդամ	Որոշում
Նարեկ Ղազարյան	Իջեցնել 0.25 տոկոսային կետով
Լևոն Սահակյան	Իջեցնել 0.25 տոկոսային կետով
Արտակ Մանուկյան	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
Հովհաննես Խաչատրյան	Իջեցնել 0.25 տոկոսային կետով
Մարտին Գալստյան	Իջեցնել 0.25 տոկոսային կետով

