



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

2025 թ. մայիս

Թափանցիկության
զեկույց

Հրապարակման ամսաթիվ՝ 6 մայիսի 2025 թ.

Ա. Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի Նիստի արձանագրություն

6 մայիսի 2025 թ.

Նիստին մասնակցում էին ՀՀ ԿԲ Նախագահի Մարտին Գալստյանը, Նախագահի տեղակալներ Արմեն Նուրբեկյանը, Յուրիան Խաչատրյանը, խորհրդի անդամներ Հասմիկ Ղաիրամանյանը, Դավիթ Նահապետյանը, Լևոն Սահակյանը և Նարեկ Ղազարյանը:

Ընթացիկ տնտեսական իրավիճակի և հիմնարար պայմանների գնահատում

Մայիսի 6-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:

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 բնութագրվող ապրանքների և ծառայությունների բարձր գնաճի երկար պահպանման, առանձին տնտեսություններում, հատկապես ԱՄՆ-ում ընդհանուր գնաճային միջավայրի ընդլայնման, ինչպես նաև երկարաժամկետում բարձր տոկոսադրույքների ձևավորման ռիսկերը: Այս տիպի սցենարները հիմնականում կապված են ԱՄՆ-ում հարկաբյուջետային քաղաքականության ավելի խթանող դիրքի և, այդ համատեքստում, պարտքի ավելացման հեռանկարի, ԱՄՆ-ի երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշությունների, առաջատար տնտեսությունների կողմից արտաքին առևտրային քաղաքականության խստացման և երկրների շրջանակի ընդլայնման, համաշխարհային և տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական զարգացումների, ռուս-ուկրաինական հակամարտության հնարավոր հանգուցալուծման և ՀՀ-ի համար դրանից ածանցվող ռիսկերի, ՀՀ-ում հարկաբյուջետային ավելի խթանող դիրքի ձևավորման, ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի աճի 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 ՀՀ-ում տնտեսական աճի աստիճանական դանդաղման, պահանջարկի և գնաճային միջավայրի թուլացման, համաշխարհային պահանջարկի աճի հետագա դանդաղման և ապրանքահումքային շուկաներում գնանկումային միջավայրի ձևավորման, ներքին տնտեսությունում աշխատանքի շուկայի պայմանների անցանկալի թուլացման, ինչպես նաև անշարժ գույքի գների ճգնաժամային պայմաններում ամբողջական պահանջարկի վրա դրա 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՝ Խորհրդի անդամները կարևորեցին այդ ռիսկերից և անորոշություններից բխող հնարավոր կորուստները նվազագույնի հասցնելու անհրաժեշտությունը:

Խորհուրդը, քննարկելով համաշխարհային տնտեսության զարգացումները, հանգամանալից անդրադարձ կատարեց ԱՄՆ-ի տնտեսական քաղաքականության վերջին միտումներին՝ շեշտադրվելով դրանց վերաբերյալ առկա բարձր անորոշությունը որպես ընթացիկ փուլում ՀՀ տնտեսության համար ռիսկի առավել էական գործոններից մեկը: Խորհրդի անդամները համակարծիք էին, որ արտաքին առևտրային քաղաքականության խստացման հետ կապված նախկինում առկա մտահոգությունները որոշակիորեն Նյութականացել են՝ պարունակելով ինչպես գնաճային ճնշումներ՝ պայմանավորված առաջատար տնտեսությունների կողմից միմյանց նկատմամբ մաքսատուրքերի շարունակական բարձրացման պարագայում համաշխարհային առաջարկի արժեզրեցման հնարավոր խաթարմամբ, այնպես էլ գնանկումային ռիսկեր՝ կապված բարձր անորոշության երկար պահպանման հետևանքով ներդրումային և սպառողական ակտիվության թուլացմամբ, որը կարող է վերաճել «վստահության ճգնաժամի»: Այս համատեքստում Նարեկ Ղազարյանը նշեց, որ արդեն իսկ նկատվում են համաշխարհային տնտեսական աճի էական թուլացման ազդակներ: Մարտին Գալստյանը, Արմեն Նուրբեկյանը, Նարեկ Ղազարյանը և Հասմիկ Ղահրամանյանը հատկապես շեշտադրեցին միջնաժամկետում սպասումների համեմատությամբ ԱՄՆ-ի հարկաբյուջետային քաղաքականության էապես ավելի խթանող դիրքի ձևավորման ռիսկերը, ինչը կարող է երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա բարձրացման ուղղությամբ ճնշումներ ունենալ: Այս պարագայում շեշտադրվեց ԱՄՆ-ի չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ աճող անորոշությունը: Մյուս կողմից՝ Լևոն Սահակյանը նկատեց, որ, թեև աշխարհում տրամադրությունները կարող են արագ փոփոխվել, հիմնարար գործոնները զգալի փոփոխության չեն ենթարկվել և ԱՄՆ-ում ճգնաժամի հետ կապված ռիսկերը, իր կարծիքով, արդեն իսկ գնանշված են շուկաների կողմից և ներքևի ուղղությամբ առարկայական ռիսկեր չի տեսնում:

Քննարկելով ապրանքահումքային շուկաների զարգացումները և դրանցից բխող ռիսկերը՝ Խորհրդի անդամները համակարծիք էին, որ ներկայումս այդ շուկաներից գնաճային ճնշումներ չկան: Հասմիկ Ղահրամանյանը շեշտադրեց, որ անհրաժեշտ է հաշվի առնել տարբեր ապրանքների մասով սպառման նախասիրությունների կոշտությունները, մասնավորապես՝ եթե հումքային շուկաներում գնանկումային ճնշումները կարող են ավելի արագ Նյութականանալ, ապա պարենային ապրանքների շուկաներում պահանջարկի թուլացումը շատ ավելի աստիճանական ազդեցություն կունենա: Արմեն Նուրբեկյանը մասնակիցների ուշադրությունը հրավիրեց այն հանգամանքի վրա, որ, եթե սովորաբար տարբեր ֆինանսական և տնտեսական ցնցումների ժամանակ ԱՄՆ դոլարն արժևորվել է առաջատար և հատկապես զարգացող տնտեսությունների արժույթների նկատմամբ՝ որոշակիորեն փոխհատուցելով դոլարային գների անկումից ստացվող եկամուտները հումքային ապրանքներ արտահանող երկրների համար (փոխարժեքի կողմից արտաքին պահանջարկի շուկի կլանում), ապա ընթացիկ իրավիճակը էականորեն տարբեր է: Նարեկ Ղազարյանն անդրադարձավ հատկապես Նավթի շուկայում ստեղծված իրադրությանը՝ նշելով, որ չնայած թե՛ առաջարկի և թե՛ պահանջարկի կողմից գների հետագա նվազման ռիսկեր կան, այնուհանդերձ, Նաև առկա են այդ նվազումը սահմանափակող որոշ գործոններ, մասնավորապես՝ այն հանգամանքը, որ գների ընթացիկ մակարդակը մոտ է վնասաբերության շեմին: Սա հատկապես վերաբերում է ԱՄՆ-ին, որն առաջատար արդյունահանողն է աշխարհում: Հովհաննես Խաչատրյանը նշեց, որ համաշխարհային տնտեսության ու ֆինանսական շուկաների ներկա փուլի անորոշությունները հիմնականում պայմանավորված են համաշխարհային ֆինանսատնտեսական համակարգի վերափոխման գործընթացով:

Ընդհանուր առմամբ, Խորհուրդը եզրակացրեց, որ աշխարհաքաղաքական ու տնտեսական անորոշություններից բխող արտաքին պահանջարկի թուլացման և ապրանքահումքային շուկաներից գնանկումային ճնշումների փոխանցման ռիսկերն ավելի առարկայական են դառնում:

Քննարկելով ներքին տնտեսության զարգացումները՝ Արմեն Նուրբեկյանը, Նարեկ Ղազարյանը, Լևոն Սահակյանն ու Դավիթ Նահապետյանը կարծիք հայտնեցին, որ տնտեսությունը ներկայումս գտնվում է հավասարակշռության դիրքում. տնտեսական աճը որոշակիորեն դանդաղել է՝ մոտենալով գնահատվող երկարաժամկետ հավասարակշռ մակարդակին, աշխատավարձերի աճը կայունացել է 5-6%-ի շուրջ, իսկ հիմնարար գնաճը բնութագրող ցուցանիշներն աստիճանաբար մոտենում են թիրախային մակարդակին: Նարեկ Ղազարյանն ու Դավիթ Նահապետյանը գտնում էին, որ ԴՎԶ դիրքը ևս ներկայումս մոտ է չեզոքին, իսկ Արմեն Նուրբեկյանը և Լևոն Սահակյանը նշեցին, որ իրենց կարծիքով դրամավարկային պայմանները, ամենայն հավանականությամբ, դեռևս խթանող են: Հովհաննես Խաչատրյանն ավելացրեց, որ անհրաժեշտ է Նաև հետևողականորեն մշտադիտարկել դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմների արդյունավետության խնդիրները:

Խորհրդի անդամները, անդրադառնալով վերջին շրջանում տնտեսական աճի և հատկապես ակտիվության դանդաղմանը, արձանագրեցին, որ դրանք մեծապես կրում են որոշ կարճաժամկետ, ոչ կառուցվածքային աճի գործոնների աստիճանական թուլացման ազդեցությունը: Միաժամանակ, տնտեսական ակտիվության կառուցվածքը և որոշ ճյուղերում բարձր կենտրոնացվածությունը ռիսկեր են պարունակում միջնաժամկետ կայուն աճի տեսանկյունից: Լևոն Սահակյանը և Արմեն Նուրբեկյանը կարևորեցին շինարարության ճյուղի շարունակական մշտադիտարկման անհրաժեշտությունը՝

մատնանշելով անշարժ գույքի շուկայում կուտակված ռիսկերը: Մասնավորապես՝ Լևոն Սահակյանը նշեց, որ գործարքների թվի նվազումը և այլ գործոններ վկայում են որոշակի ռիսկերի մասին: Նարեկ Ղազարյանը ևս շեշտեց, որ տեսնում է միջնաժամկետ հատվածում անշարժ գույքի շուկայից ածանցվող ռիսկեր, սակայն վերոնշյալ ռիսկերից բխող գնանկումային ազդեցությունները կարտահայտվեն առավելապես երկարաժամկետ հորիզոնում: 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: Այս առումով, Մարտին Գալստյանը մատնանշեց վերջին շրջանում տնտեսության առաջարկի ոլորտում դիտվող դրական զարգացումները, որոնք միջնաժամկետ ներուժի, տնտեսության նոր կառուցվածքի և ընդհանուր տնտեսական ակտիվության տեսանկյունից այս պահին դրական ազդակներ են պարունակում:

Անդրադառնալով աշխատանքի շուկայի զարգացումներին՝ Խորհրդի անդամները, ընդհանուր առմամբ, համակարծիք 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:

Խորհրդի անդամներն անդրադարձան նաև հարկաբյուջետային քաղաքականության զարգացումներին՝ հատկապես ընդգծելով այս ուղղությամբ աճող անորոշությունները: Խորհուրդն առավել հավանական էր համարում և հիմնականում մտահոգված էր Ա տիպի ռիսկերի նյութականացմամբ: Խորհրդի որոշ անդամներ, մասնավորապես՝ Մարտին Գալստյանը, Հասմիկ Ղահրամանյանը և Նարեկ Ղազարյանը կարծիք հայտնեցին, որ առկա են հարկերի թերակատարման և ընթացիկ ծախսերի գերակատարման որոշակի ռիսկեր: Արմեն Նուրբեկյանը շեշտադրեց, որ այս համատեքստում իր համար առավել էական է պարտքի՝ հավանական ավելի բարձր ուղեգծի պարագայում երկրի ռիսկի հավելավճարի հիմնարար մակարդակի աճը:

Խորհրդի անդամները համակարծիք էին, որ ընդհանուր գնաճի ընթացիկ արագացումը մեծապես պայմանավորված է որոշ սեգմենտային պարենային ապրանքների գների բարձր աճով, իսկ հիմնարար գնաճը բնութագրող կարևոր ցուցիչներից ոչ արտահանելի կոշտ գների ինդեքսը շարունակում է ձևավորվել թիրախին մոտ մակարդակում: Խորհրդի առանձին անդամներ առավելապես մտահոգված էին առաջիկայում գնանկումային ռիսկերի հավանական նյութականացմամբ: Մասնավորապես՝ Դավիթ Նահապետյանը կարծում էր, որ ներկայումս նկատվող գնաճային ճնշումները հիմնականում պայմանավորված են առաջարկի գործոններով, մինչդեռ պահանջարկի կողմից ճնշումները դեռևս թույլ են մնում: Նարեկ Ղազարյանը շեշտադրեց համաշխարհային պահանջարկի հետագա թուլացման պարագայում ապրանքահումքային շուկաներից, ինչպես նաև Չինաստանի տնտեսությունից ակնկալվող գնանկումային ճնշումների փոխանցման խնդիրը:

Ամփոփելով արտահայտված կարծիքներն ու տեսակետները՝ Ա տիպի սցենարներից Խորհուրդն ընդգծեց ԱՄՆ-ում չեզոք տոկոսադրույքի ավելի բարձր մակարդակում ձևավորման, ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի ճշգրտման կամ դրանց հիմնարար մակարդակի աճի, ներքին տնտեսությունում հատկապես վարկավորմամբ պայմանավորված պահանջարկի ընդլայնման հետ կապված անորոշություններն ու ռիսկերը, իսկ Բ տիպի ռիսկերից՝ տնտեսական աճի աստիճանական դանդաղման, ինչպես նաև անշարժ գույքի գների աստիճանական նվազման (ճշգրտման) պայմաններում տնտեսությունում պահանջարկի միջավայրի թուլացման և համաշխարհային տնտեսության հեռանկարի վերաբերյալ մտահոգությունները: Խորհուրդը նշեց, որ արտաքին հատվածից փոխանցվող անորոշություններն ու ռիսկերն ավելացել են՝ պայմանավորված ԱՄՆ-ի տնտեսական քաղաքականության հետ կապված անորոշություններով: Վերջիններս ՀՀ-ի համար պարունակում են ն գնաճային, ն գնանկումային ռիսկեր:

Դրամավարկային քաղաքականության որոշում

Տնտեսության զարգացման նշված սցենարային քննարկումների արդյունքում ԿԲ խորհուրդը, առկա 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:

Մարտին Գալստյանը, Արմեն Նուրբեկյանը, Հովհաննես Խաչատրյանը և Հասմիկ Ղահրամանյանը, արձանագրելով Բ տիպի սցենարների նյութականանալու ավելի մեծ հավանականությունը՝ կարևորում էին նաև Ա տիպի սցենարներից բխող էական մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը: Նարեկ Ղազարյանը, Դավիթ Նահապետյանը և Լևոն Սահակյանն այս փուլում հակված էին հավասարակշռելու Ա և Բ տիպի ռիսկերը և շարժվելու 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
6 մայիսի 2025 թ.

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

Բ. Որոշման հիմնավորումներ

6 մայիսի 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 ինչպես Բ, այնպես էլ Ա տիպի ռիսկերի խելամիտ կառավարման անհրաժեշտությունը: Ընթացիկ տնտեսական զարգացումներն ավելի իրատեսական են դարձնում Բ տիպի սցենարների դրսևորման հնարավորությունները: 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: Զգալի են ԱՄՆ-ի տնտեսական քաղաքականության վերափոխումներն և հետևանքով համաշխարհային տնտեսության աճի հեռանկարի հետագա վատթարացման ռիսկերը: Ա տիպի ռիսկերի համատեքստում հիմնական մտահոգությունս կապված է միջնաժամկետում ԱՄՆ-ի հարկաբյուջետային քաղաքականության հեռանկարի, պետական պարտքի հնարավոր ավելացման, ինչպես նաև արտաքին առևտրային քաղաքականության խստացման հետագա ազդեցությունների հետ, որոնք պարունակում են առավելագույն գնաճային ռիսկեր: Այս պայմաններում տոկոսադրույքները դեռևս երկար կպահպանվեն բարձր մակարդակներում: Տարածաշրջանային և աշխարհաքաղաքական լարվածության պահպանման, ՀՀ Կառավարության հարկաբյուջետային քաղաքականության՝ պահանջարկի վրա ազդեցության ուղղության և չափի, ինչպես նաև չեզոք տոկոսադրույքի հետ կապված անորոշություններն ու ռիսկերը առարկայական են: Արդյունքում, ելնելով վերոնշյալ ռիսկերից և անորոշություններից բխող հնարավոր կորուստները նվազագույնի հասցնելու նպատակից, արձանագրելով Բ տիպի սցենարների նյութականանալու ավելի մեծ հավանականությունը, սակայն կարևորելով նաև Ա տիպի սցենարներից բխող էական մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը՝ քվեարկում եմ քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին: Հաստատում եմ, որ ռիսկերի հաշվեկշռի վերազնահատում 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 անորոշություններ: ԱՄՆ-ի պետական բյուջեի պակասուրդի միջնաժամկետ հեռանկարը լրացուցիչ դեպի վեր ճնշումներ է ստեղծում չեզոք տոկոսադրույքի վրա: Բացի այդ, Թրամփի վարչակազմի մաքսատուրքերի քաղաքականության շուրջ զարգացումները ևս ԱՄՆ-ի ԴԴՀ տոկոսադրույքների հետագա ընթացքի շուրջ դեպի վեր ռիսկեր են ստեղծում: Մաքսատուրքերի հետ կապված անորոշությունները համաշխարհային պահանջարկի համար բացասական ազդակներ են պարունակում, ինչը որոշակիորեն արտահայտվում է ապրանքահումքային շուկայի գնային սպասումներում: Համաշխարհային և տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական ռիսկերը մնում են բարձր, ինչն իրենից ներկայացնում է Ա տիպի ռիսկ՝ հաշվի առնելով դրանց հնարավոր ազդեցությունը Հայաստանի ռիսկի հավելավճարի և, համապատասխանաբար, չեզոք տոկոսադրույքի վրա: Մյուս առաջատար տնտեսություններում, հատկապես ԵՄ-ում և

Չինաստանում, տնտեսական ակտիվության դանդաղման ռիսկերը պահպանվում են, որոնք Բ տիպի հիմնական ռիսկեր են, չնայած ԵՄ-ում նկատվում են որոշակի դրական զարգացումներ: Ներքին տնտեսությունում գնաճը մոտեցել է թիրախային մակարդակին, իսկ տնտեսական ակտիվությունը՝ իր կայուն ներուժային մակարդակին: 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 նվազում 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: Հաշվի առնելով գրոյին մոտ ՀՆԱ ճեղքվածքը և չեզոք տոկոսադրույքի ավելի բարձր լինելու ռիսկը՝ քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու որոշումը հաշվի է առնում Բ տիպի ռիսկերի նյութականանալու ավելի մեծ հավանականությունը, ինչպես նաև Ա տիպի սցենարների իրականանալու պարագայում դրամավարկային քաղաքականության սխալի դեպքում 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, սպասվող հարկաբյուջետային դիրքի, պետական պարտքի կայունության, մաքսատուրքերի հետևանքով միջազգային առևտրի խոչընդոտման հետ: Բավականին անորոշ է նաև ներդրողների, այլ երկրների քաղաքականություն իրականացնողների և տնտեսական ագենտների արձագանքը Նշված զարգացումներին: Ա տիպի ռիսկերից է նաև աշխարհաքաղաքական տարբեր սցենարներից բխող ռիսկի հավելավճարների (ներառյալ՝ ՀՀ) հնարավոր վատթարացումը: Մյուս կողմից՝ ԵՄ-ի և Հինաստանի, իսկ որոշ սցենարներում՝ նաև ԱՄՆ-ի և էներգետիկ արտադրող երկրների տնտեսական աճի սպասվող դանդաղումից բխող արտաքին թույլ պահանջարկը կարող է զսպել ՀՀ տնտեսական ակտիվությունը: Ներքին թույլ պահանջարկը, շինարարության ու անշարժ գույքի շուկայում դեպի ներքև գների ճզգրտման ռիսկերը ևս վկայում են առկա Բ տիպի ռիսկերի մասին: Ընդհանուր առմամբ, գնահատում եմ, որ ՀՀ-ում ճեղքվածքը շարունակում է գտնվել բացասական տիրույթում: Վերջինիս մասին են վկայում նաև ՀՀ աշխատաշուկայի պայմանների թուլացումը և աշխատավարձերի ցածր աճը: Ներքին պահանջարկը ևս զսպված է: Ամփոփելով՝ և՛ համաշխարհային, և՛ ՀՀ տնտեսությունում առկա են ստագֆյուցիոն ռիսկեր: Բ տիպի սցենարների նյութականանալու հավանականությունը գնահատում եմ ավելի բարձր, սակայն առկա է Ա տիպի սցենարների դրսևորման որոշակի հավանականություն՝ ազդեցության ավելի մեծ չափով: Հաստատում եմ, որ ռիսկերի հաշվեկշռի վերազնախառնում 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 մայիսի 6-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՝ տարբեր ռիսկերով պայմանավորված սցենարային զարգացումների վրա՝ գնաճը 3% նպատակային ցուցանիշին մոտեցնելու հանձնառությամբ: Գնահատում եմ, որ արտաքին հատվածից ՀՀ տնտեսություն փոխանցվող գնաճային էական ազդեցություններ չեն լինի: Թեպետ Հայաստանի գործընկեր մի շարք երկրներում առկա են պահանջարկի թուլացման և գնաճի արագացման էական ռիսկեր, սակայն, մյուս կողմից՝ ապրանքահումքային շուկաներում ակնկալվում է գների մեծ նվազում: ԱՄՆ-ի հարկաբյուջետային քաղաքականության հեռանկարի անորոշությունը մեծացրել է երկարաժամկետ տոկոսադրույքների ուղեգծի վերաբերյալ անհստակությունը: հավանական է, որ դրանք կձևավորվեն բարձր մակարդակում: Այս իրավիճակում աշխարհի առաջատար կենտրոնական բանկերը հիմնականում կպահպանեն դրամավարկային ներկայիս պայմանները: 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 հավանաբար չի ընդլայնվի: Հարկաբյուջետային քաղաքականությունը կարող է դառնալ իրավիճակը փոխող գործոն՝ պահանջարկի խթանման ուղղությամբ: Վերը նկարագրված իրավիճակում քննարկել են տոկոսադրույքը 0.25 տոկոսային կետով նվազեցնելու անհրաժեշտությունը: Սակայն, քանի որ դեռևս պահպանվում են չեզոք տոկոսադրույքի գնահատման տարրերի զարգացումների անորոշությունները՝ միսկի հավելավճարի մասով, առկա են հարկաբյուջետային քաղաքականության ընդլայնողական ընթացքի հետ կապված ռիսկեր, ֆինանսական շուկայի մասնակիցների սպասումները և գործողությունները (ձևավորված եկամտաբերության կոր) անփոփոխ տոկոսադրույքների շրջանակներում են, ՀՀ տնտեսության հիմնարար ցուցանիշների ճեղքերն այս պահին նվազագույն մակարդակում են, ուստի ռիսկերը հավասարակշռելու համար քվեարկել են 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 հանգամանակից քննարկումները՝ քվեարկում են քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին: Չնայած միջազգային ապրանքահումքային շուկաներից ՀՀ տնտեսության վրա պահպանվում են առաջարկի գործոններով պայմանավորված որոշակի թույլ գնաճային ճնշումներ, այնուամենայնիվ, կարծում են, որ արտաքին հատվածից համախառն պահանջարկի նվազմամբ պայմանավորված գնանկումային միտումները գերակշռող են: Չնայած ընթացիկ տարում որոշակի նվազման միտումներին՝ Հայաստանում տնտեսական ակտիվությունը դեռևս պահպանվում է բարձր մակարդակում: Միևնույն ժամանակ, գնաճը գտնվում է սահմանված թիրախին մոտ տիրույթում: Համախառն պահանջարկի վրա ազդող էական գործոններ իմ կողմից չեն դիտարկվում: Ավելին՝ կարծում են, որ ներքին ծառայությունների հանդեպ արտաքին պահանջարկը շարունակելու է նվազել՝ զբոսաշրջության ոլորտում դիտարկվող նվազման ներքո: Հավանական են համարում նաև անշարժ գույքի շուկայում պահանջարկի նվազումը: Այս համատեքստում կարծում են, որ ԿԲ-ն պետք է իր քաղաքականությամբ դիրքավորվի առավել չեզոք տիրույթում՝ Ա և Բ տիպի ռիսկերի հավասարակշռման տեսանկյունից: Տնտեսության ընթացիկ զարգացումների և հիմնարար պայմանների մանրամասն ուսումնասիրությունները եզրահանգում են 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 վարված խելամիտ դրամավարկային քաղաքականության և գնաճային սպասումների խարսխման խոսուն վկայությունն է: Այս համատեքստում, քաղաքականության տոկոսադրույքի անփոփոխ թողնելու որոշումը 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 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 տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին: Ներկայիս ներքին տնտեսական իրողությունները, իմ գնահատմամբ, գտնվում են հավասարակշռված իրավիճակում, շարժնթացը դեպի ՀՆԱ ճեղքվածքի փակման ուղղությամբ է, իսկ չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ դատողություններն ինձ թույլ են տալիս ենթադրել, որ քաղաքականության առկա տոկոսադրույքով մենք փոքր-ինչ խթանող տիրույթում ենք: Միաժամանակ, մանրածախ առևտրի կայուն և վարկավորման բարձր աճերի տեմպերը վկայում են տնային տնտեսությունների պահանջարկի բավարար մակարդակի մասին, իսկ ոչ արտահանելի գների ինդեքսը թիրախային տիրույթում է: Այսպիսով՝ ներքին տնտեսության զարգացումները համահունչ են վարած քաղաքականության ակնկալիքներին, այն է՝ սահուն կերպով տնտեսական աճի մոտեցումը ՀՆԱ ներուժային մակարդակին և գնաճի՝ թիրախային մակարդակի տիրույթում կառավարումը: Աշխատանքի շուկայի զարգացումները համահունչ են ընդհանուր տնտեսական իրողություններին և էական թուլացման կամ տաքացման ազդակներ դեռևս չկան: Այնուհանդերձ, տնտեսական աճի և ներքին պահանջարկի հեռանկարի տեսանկյունից, ռիսկերը հիմնականում ներքևի ուղղությամբ են: Արտաքին հատվածից փոխանցվող գնաճային ռիսկերը գնահատում են առավելապես ներքևի ուղղությամբ՝ պայմանավորված ընթացիկ տարվա համաշխարհային տնտեսական աճի համեմատաբար ցածր տեմպով: Բ տիպի սցենարներից կարևորում են անշարժ գույքի շուկայի ճշգրտման պայմաններում մակրոտնտեսական էական ազդեցությունները: Բայց և այնպես, այս որոշման համար ես առավել կարևոր եմ համարում ԱՄՆ-ի ԴԴՀ տոկոսադրույքների ուղեգծի շուրջ պահպանվող անորոշությունները: Կարծես ներկայիս իրավիճակում համեմատաբար բարձր տոկոսադրույքները կպահպանվեն դեռևս երկար, քան սպասվում էր (Higher for longer), քանի որ գների կայունության ապահովման տեսանկյունից առկա են ռիսկեր: Ներկայումս

համաշխարհային ֆինանսական շուկան խիստ զգայուն է ԱՄՆ-ի սակագնային քաղաքականության շուրջ որոշումների նկատմամբ, ինչն առաջացնում է բարձր տատանողականություն ֆինանսական շուկաներում՝ այդպիսով ազդելով ռիսկից զերծ տոկոսադրույքների, զարգացող երկրների ռիսկայնության և ՀՀ ներքին ֆինանսական շուկայում տոկոսադրույքների վրա: Արդյունքում հավասարակշռելով Ա և Բ տիպի սցենարներից բխող ռիսկերը՝ նպատակահարմար եմ համարել քվեարկել տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին:

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 նպատակային մակարդակներին, իսկ ապագայում, գնաճի վրա ազդեցության տեսանկյունից, հնարավոր գնաճային՝ Ա տեսակի և գնակումային՝ Բ տեսակի ռիսկերը գնահատում եմ հավասարակշռված: Մասնավորապես՝ ընթացիկ տարվա ապրիլ ամսին արձանագրված 12-ամսյա գնաճը կազմել է 3,2%՝ մոտ գտնվելով ԿԲ թիրախին, տնտեսական աճը տարեկան 6,75% գնահատվում է ներուժային մակարդակին մոտ՝ բացառելով պահանջարկի կողմից ստեղծվող էական գնաճային կամ գնանկումային ճնշումները, իսկ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի ընթացիկ 6,75% մակարդակը, կարծում եմ, գտնվում է չեզոք մակարդակի շրջակայքում: Անդրադառնալով ապագայում առկա Ա տեսակի ռիսկերին՝ Նշեմ, որ ԱՄՆ-ի կառավարության կողմից ներկայումս իրականացվող կոշտ առևտրային քաղաքականության պահպանումը միջնաժամկետում, այդ քաղաքականության թիրախ հանդիսացող երկրների կողմից ընթացիկ իրավիճակի համեմատությամբ ավելի կոշտ պատասխան արձագանքը կարող են հանգեցնել համաշխարհային առևտրի ենթակա մի շարք ապրանքների գնաճի արագացմանը: Ռուս-ուկրաինական հակամարտության կարգավորման վերաբերյալ ներկայումս ընթացող բանակցությունները բարձրացրել են ՌԴ-ում տնտեսական ակտիվության վերաբերյալ սպասումները, արժևորել են ՌԴ ազգային արժույթը և տեղական ակտիվների գները, այս իրավիճակի պահպանման և ՌԴ նկատմամբ պատժամիջոցների վերացման անընդհատ հետաձգման պարագայում հնարավոր է դեպի ՀՀ կապիտալի ներհոսքի արագացում, որն ի վերջո կհանգեցնի ՀՀ-ում մասնավոր ծախսումների արագացված աճի՝ ներքին շուկայում ստեղծելով գնաճային ճնշումներ: Աշխարհաքաղաքական լարվածության աճի և առաջարկի գործոնների վատթարացման դեպքում միջազգային շուկաներում հնարավոր է պարենային և հանքահումքային մի շարք ապրանքների գնաճի արագացում: 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-ի տնտեսությունում հնարավոր է գերարժևորված ակտիվների գների նվազման միտումների շարունակում, որը, զուգորդվելով տնտեսվարող սուբյեկտների վստահության շարունակվող անկմամբ, կհանգեցնի ԱՄՆ-ի տնտեսական ակտիվության էական կրճատմանը: Միևնույն ժամանակ, Չինաստանի տնտեսությունում պահպանվող ցածր գնաճային միջավայրը կարող է երկար պահպանվել և առավելապես արտահայտվել միջազգային առևտրի ենթակա ապրանքներում և ծառայություններում: ԵՄ-ի և ՄԹ-ի տնտեսություններում, չնայած տնտեսական աճի միտման որոշակի բարելավմանը, դեռևս պահպանվում են կառուցվածքային բացասական ռիսկերը: ՌԴ նկատմամբ գործող պատժամիջոցների էական մասի արագ վերացման սցենարի դեպքում հնարավոր է վերջին տարիներին աճ արձանագրած դեպի ՀՀ կապիտալ ներհոսքի կրճատում, որն ի վերջո էականորեն կնվազեցնի ՀՀ-ում տնտեսական ակտիվությունը՝ ստեղծելով թույլ ներքին պահանջարկից բխող գնանկույաին ճնշումներ: Տարեկան 6,75% նկատվում է նաև նավթի և որոշ պարենային գների նվազում, որը կարող է խորանալ և պահպանվել 2025 թվականի ողջ ընթացքում առաջարկի կողմից ստեղծելով գնանկումային ճնշումներ: Ներքին տնտեսությունում առկա Բ տեսակի ռիսկերից կարելի է առանձնացնել ՀՀ տնտեսությունում շարունակվող անվանական աշխատավարձերի աճի տեմպի դանդաղումը՝ արտացոլելով հիմնականում տնտեսության արտահանելի ոլորտում նկատվող ակտիվության դանդաղումը: Հատկանշական է նաև, որ ԿԲ կողմից նախկինում նշված՝ անշարժ գույքի շուկայում նորմայից բարձր տնտեսական ակտիվության թուլացման արագացման դեպքում էականորեն կդանդաղի համախառն ներքին պահանջարկը՝ առաջացնելով գնանկումային ճնշումներ: Համադրելով Ա և Բ տեսակի նկարագրված ռիսկերը՝ համոզված եմ, որ անհրաժեշտ է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը թողնել անփոփոխ՝ ներկայիս 6,75% մակարդակում՝ նպատակ ունենալով միջնաժամկետում պահպանելու գնաճը ԿԲ 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:



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ