



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

2025թ. նոյեմբեր

**Թափանցիկության
զեկույց**

Հրապարակման ամսաթիվ՝ 4 նոյեմբերի 2025 թ.

Ա. Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի Նիստի արձանագրություն

4 նոյեմբերի, 2025 թ.

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

Ընթացիկ տնտեսական իրավիճակի և հիմնարար պայմանների գնահատում

Նոյեմբերի 4-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 նոյեմբերի 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 6.25-6.50%:

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 համաշխարհային և ներքին չեզոք տոկոսադրույքների բարձրացման ռիսկերի, երկրի ռիսկի հավելավճարի, տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական զարգացումների շուրջ անորոշության, ինչպես նաև ներքին տնտեսությունում ֆինանսական պայմանների թուլացման, ավելցուկային պահանջարկի պայմանների ձևավորման և տարբեր առաջարկի գործոնների ազդեցությամբ՝ գնաճի բարձր մակարդակի պահպանման 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 համաշխարհային տնտեսության աճի դանդաղման հեռանկարի վերաբերյալ անորոշությունների, անշարժ գույքի գների աստիճանական ճշգրտման պայմաններում տնտեսությունում թույլ պահանջարկի միջավայրի ձևավորման ու խորացման, ինչպես նաև իրական փոխարժեքի հիմնարար արժևորման և 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 այդ 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 բոլոր անդամները համակարծիք էին, որ ԱՄՆ կառավարության փակման հետևանքով կարևոր մակրոտնտեսական ցուցանիշների վերաբերյալ տվյալների բացակայությունը անորոշություններ է ստեղծում տնտեսության ընթացիկ պայմանների մեկնաբանման տեսանկյունից: Այս առումով՝ Խորհրդի անդամները նշեցին, որ պաշտոնական որոշ տվյալները, ինչպես նաև մի շարք այլընտրանքային ցուցանիշների զարգացումները ցույց են տալիս, որ 2025 թվականի 2-րդ և 3-րդ եռամսյակներում թե՛ պահանջարկը, և թե՛ սպառումը վերականգնվել են: Խորհրդի բոլոր անդամները նաև մտահոգություն հայտնեցին ԱՄՆ-ում ֆինանսական ակտիվների հնարավոր գերարժևորման ռիսկերի համատեքստում գների հնարավոր ճգնաճարների մասին, ինչը կարող է բացասական հետևանքներ ունենալ ինչպես ԱՄՆ-ում, այնպես էլ համաշխարհային տնտեսությունում պահանջարկի ընթացիկ պայմանների և միջնաժամկետ հեռանկարի վրա: Մասնավորապես՝ անդրադառնալով ԱՄՆ աշխատաշուկայի զարգացումներին՝ Նարեկ Ղազարյանը նշեց, որ աշխատանքի շուկայի պայմանների շարունակական վատթարացումը կարող է հանգեցնել սպառման և տնտեսական աճի էական դանդաղմանը, այդ թվում՝ խթան հանդիսանալով նաև ֆինանսական ակտիվների շուկաներում նվազման ուղղությամբ ճգնաճարների առաջացման համար: Միաժամանակ, Արմեն Նուրբեկյանն ընդգծեց, որ ԱՄՆ պետական պարտքի աճը ռիսկեր է պարունակում ԱՄՆ երկարաժամկետ տոկոսադրույքների աճի տեսանկյունից: Այս համատեքստում, Խորհրդի բոլոր անդամները նշեցին, որ, թեև ԱՄՆ ԴԴՀ-ն վերջին երկու որոշումների ընթացքում նվազեցրել է քաղաքականության տոկոսադրույքը, այնուամենայնիվ, հետագա իջեցումների չափի ու արագության վերաբերյալ անորոշությունը մնում է մեծ:

Եվրոգոտում, Ռուսաստանում և Չինաստանում պահանջարկի պայմանների վերաբերյալ քննարկումներում Խորհրդի բոլոր անդամները համաձայնեցին, որ համաշխարհային պահանջարկի հեռանկարի վատթարացման ռիսկերը պահպանվում 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 հնարավոր գնանկումային միջավայրի ձևավորման վրա: Միևնույն ժամանակ, Արմեն Քթոյանը նշեց, որ Չինաստան-ԱՄՆ և, Չինաստան-ԵՄ առևտրային հարաբերությունների հնարավոր բարելավումը համաշխարհային առաջարկի խթանման գործոն կարող է հանդիսանալ: Անդրադառնալով ապրանքահումքային շուկաների զարգացումներին՝ Նարեկ Ղազարյանը և Լևոն Սահակյանը նշեցին, որ, թեպետ տարեսկզբից պարենի համաշխարհային գներն աճել են, այնուամենայնիվ, սեպտեմբերին առաջարկի գործոնների ազդեցության որոշակի կրճատման ֆոնին նկատվել է գների նվազում և այս ուղղությամբ մտահոգությունները հիմնականում մեղմվել են: Այս առումով, Նարեկ Ղազարյանը նաև ընդգծեց, որ պարենի համաշխարհային գների աճի ազդեցությունը ՀՀ գնաճային միջավայրի վրա 2022 թվականի բարձր աճերի համեմատությամբ էականորեն փոքր է: Քննարկումների ընթացքում Արմեն Նուրբեկյանը նշեց, որ նավթի համաշխարհային գների հեռանկարում շարունակում են գերակշռել ներքևի ուղղությամբ ռիսկերը՝ կապված համաշխարհային պահանջարկի թուլացման և նավթի առաջարկի աճի հետ: Մյուս կողմից՝ Արմեն Քթոյանը կարևորեց, որ, չնայած ապրանքահումքային շուկաների գների ընթացիկ միտումներին, ՌԴ-ում առաջարկի գործոնների զսպող ազդեցությունը դեռևս պահպանվում է: Սա կարող է ներքին տնտեսությունում գնաճային միջավայրի ընդլայնման ռիսկեր պարունակել՝ հատկապես հաշվի առնելով ՀՀ և ՌԴ միջև փոխադարձ առևտրաշրջանառության ծավալները:

Խորհրդի անդամները քննարկեցին ՌԴ տնտեսության հեռանկարի շուրջ առկա անորոշությունները, ինչպես նաև դրա հնարավոր ազդեցությունը տեղական ապրանքների և ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկի վրա: Այս համատեքստում, Նարեկ Ղազարյանն ընդգծեց, որ ապրանքների արտահանման, դրամական փոխանցումների և զբոսաշրջության վերջին միտումները, ինչպես նաև ֆինանսական ծառայությունների նկատմամբ բարձր պահանջարկը վկայում են բարձր արտաքին պահանջարկի պայմանների ձևավորման մասին: Միևնույն ժամանակ, Արտակ Մանուկյանը և Արմեն Քթոյանը նշեցին, որ ՌԴ տնտեսական աճի դանդաղումը, ինչպես նաև ռուբլու հնարավոր արժեզրկումը կարող են բացասական ազդեցություն ունենալ տեղական ապրանքների արտահանման վրա: Սա իր հերթին կարող է նպաստել ներքին տնտեսությունում ավելցուկային առաջարկի, ՌԴ-ից էժան ներմուծման և գնանկումային ռիսկերի ձևավորմանը: Ի լրումն՝ Արտակ Մանուկյանը նաև նշեց, որ ՌԴ միգրացիոն քաղաքականության խստացումը կարող է այս ռիսկերի խորացման լրացուցիչ աղբյուր հանդիսանալ:

Խորհուրդը քննարկեց ներքին տնտեսության զարգացումներին վերաբերող և համախառն պահանջարկի պայմանների շուրջ առկա անորոշությունները: Խորհրդի անդամները համակարծիք էին, որ վերջին տարիների համեմատությամբ համախառն առաջարկի ու պահանջարկի հարաբերական դիրքի միջև անհավասարակշռվածությունը հիմնականում նվազել է: Այս համատեքստում, ընդգծելով ոչ արտահանելի կոշտ գների՝ հարաբերականորեն ցածր մակարդակներում կայունացումը, մանրածախ առևտրի ոլորտի աճի դանդաղումը, ինչպես նաև վերջնական սպառման ապրանքների ներմուծման նվազումը՝ Հովհաննես Խաչատրյանը և Լևոն Սահակյանը նշեցին, որ տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների ձևավորման ազդակները բացակայում են, իսկ Հովհաննես Խաչատրյանն առավել հակված էր պահանջարկի բացասական ճեղքվածքի գնահատականին: Մյուս կողմից՝ Նարեկ Ղազարյանը և Արտակ Մանուկյանը արձանագրեցին, որ սպառողական վարկերի շարունակական բարձր աճը, ինչպես նաև նախկինում կուտակված խնայողությունների բարձր մակարդակը կարող են պահանջարկի ընդլայնման և ՀՆԱ դրական ճեղքվածքի ձևավորման ռիսկեր պարունակել: Ի լրումն՝ Մարտին Գալստյանը, անդրադառնալով ապագայի հնարավոր միտումներին, նշեց, որ

տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական և ենթակառուցվածքների ապաշրջափակման հնարավոր դրական զարգացումները կարող են արտաքին զգալի մեծ պահանջարկի լրացուցիչ աղբյուր հանդիսանալ: Խորհրդի անդամները համաձայնեցին, որ անշարժ գույքի շուկայի պայմանների կտրուկ վատացման նշաններ չի դրսևորվել: Քննարկումների ընթացքում Հովհաննես Խաչատրյանը և Արմեն Քթոյանը նշեցին, որ բնակարանների ավելցուկային առաջարկի ձևավորումը կարող է նպաստել վաճառքի և վարձակալության գների նվազմանը և համընդհանուր պահանջարկի միջավայրի թուլացմանը: Մյուս կողմից՝ Լևոն Սահակյանը նշեց, որ անշարժ գույքի գների բնականոն, աստիճանական ճշգրտումները չեն վկայում անշարժ գույքի շուկայում առաջարկի և պահանջարկի միջև էական անհավելքավածության առկայության մասին, և այս ուղղությամբ ռիսկերն էականորեն մեղմվել են: Նարեկ Ղազարյանը նշեց, որ, չնայած անշարժ գույքի գների աստիճանական ճշգրտումներին, միջնաժամկետ և երկարաժամկետ հորիզոնում Բ տիպի ռիսկերը պահպանվում են:

Անդրադառնալով ֆինանսական պայմաններին, Խորհրդի բոլոր անդամները նշեցին, որ թե՛ ձեռնարկությունների և թե՛ տնային տնտեսությունների վարկավորման ակտիվությունը մնում է բարձր: Միևնույն ժամանակ, Հովհաննես Խաչատրյանը նշեց, որ վերջին շրջանում ֆինանսական հատվածում իրացվելիության աճը կարող է ներքևի ուղղությամբ ճնշումներ գործադրել տնտեսությունում վարկերի, ավանդների տոկոսադրույքների և ֆինանսական պայմանների թուլացման վրա, ինչն իր հերթին կարող է նպաստել համախառն պահանջարկի ավելացմանը: Խորհրդի անդամները տարբեր մեկնաբանություններ ներկայացրին եկամտաբերության կորի՝ վերջին շրջանում արձանագրած նվազման վերաբերյալ: Լևոն Սահակյանը նշեց, որ կորի տեղաշարժերը արտացոլում են երկրի ռիսկի հավելավճարի՝ դեպի ներքև վերազնադասումը, ինչպես նաև ԱՄՆ-ում քաղաքականության տոկոսադրույքների վերջին նվազեցումների ազդեցությունը, ինչը նպաստում է կապիտալի ներհոսքին և կարող է պահանջել քաղաքականության ավելի ցածր տոկոսադրույքների ուղեգիծ: Մյուս կողմից՝ Նարեկ Ղազարյանն առաջարկեց, որ այս զարգացումները կարող են արտացոլել արդեն իսկ իրականացված դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի հետաձգված (լազային) ազդեցությունը: Միևնույն ժամանակ, Հովհաննես Խաչատրյանը հավելեց, որ պարտադիր պահուստավորման վերջին փոփոխությունը կարող է նպաստած լինել տնտեսությունում իրացվելիության պահանջարկի նվազմանը, ինչն իր հերթին ներքևի ուղղությամբ ճնշումներ է գործադրել պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա: Վերջինս ռիսկեր է պարունակում տնտեսությունում ֆինանսական պայմանների թուլացման և ամբողջական պահանջարկի լրացուցիչ խթանման տեսանկյունից և կարող է պահանջել դրամավարկային քաղաքականության համարժեք արձագանք:

Ինչ վերաբերում է հարկաբյուջետային քաղաքականության զարգացումներին, Խորհրդի անդամները համաձայնեցին, որ բյուջետային ծախսերի առաջանցիկ աճի վերաբերյալ ռիսկերը, հատկապես չորրորդ եռամսյակում, կարող են ազդել ներքին պահանջարկի պայմանների և գնաճային միջավայրի վրա: Այս առումով, 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: Մյուս կողմից՝ Հովհաննես Խաչատրյանը նշեց, որ 2026 թվականից իրականացվելու է հարկաբյուջետային կոնսոլիդացիա, ինչի ֆոնին հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցությունը թե՛ համախառն պահանջարկի, թե՛ պարտքի վրա կարող է լինել ավելի մեղմ:

Քննարկելով գնաճի զարգացումները՝ Խորհրդի բոլոր անդամները նշեցին, որ վերջին ամիսներին արձանագրված գնաճի արագացմանը շարունակել են նշանակալիորեն նպաստել առաջարկի գործոնները, այդ թվում՝ ներմուծված պարենի և ոչ պարենի, ինչպես նաև սեզոնային պարենային ապրանքների գնաճը: Մարտին Գալստյանը, Լևոն Սահակյանը և Արտակ Մանուկյանը նշեցին, որ գնաճային սպասումները շարունակում են կայունաճ թիրախային մակարդակի շուրջ: Այս համատեքստում, Լևոն Սահակյանն ընդգծեց, 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: Մյուս կողմից՝ Արտակ Մանուկյանը և Արմեն Քթոյանը մատնանշեցին մի շարք առաջարկի գործոններ, այդ թվում՝ դեպի ՌԴ արտահանման լոգիստիկ խնդիրները և տարածաշրջանային ենթակառուցվածքների ապաշրջափակման նախագծերի հնարավոր իրականացումը, ինչի արդյունքում կարող են ձևավորվել որոշ գնանկումային ռիսկեր: Արտակ Մանուկյանը նաև նշեց վերջին շրջանում առանձին ապրանքային շուկաներում QR մակնիշավորման գործողությունների արդյունքում հնարավոր գնաճային ֆոնի ձևավորման ռիսկերի մասին: Այս համատեքստում, Արմեն Նուրբեկյանը նշեց, որ, չնայած գնաճի զարգացումների հիմքում ընկած են հիմնականում առաջարկի գործոնները, այնուամենայնիվ, կարևոր է գնաճային զարգացումների մշտադիտարկումը:

Ամփոփելով վերոնշյալ տեսակետները՝ Խորհուրդը համաձայնեց, որ տնտեսության վրա ազդեցության տեսանկյունից քաղաքականության առաջնային խնդիրն առավել արդիական և ծախսատար ռիսկերի գնահատումն է, ինչպես նաև որոշումը, թե քաղաքականության ինչպիսի սխալներից պետք է խուսափել՝ առաջնորդվելով նվազագույն ափսոսանքի սկզբունքով: Ընդհանուր առմամբ, Խորհրդի անդամները միակարծիք էին, որ քաղաքականության նախորդ շրջափուլում քննարկված հիմնական ռիսկերը որոշակիորեն մեղմվել են: Խորհրդի մի շարք անդամներ, այդ թվում՝ Մարտին Գալստյանը, Արմեն Նուրբեկյանը, Արտակ Մանուկյանը և Նարեկ Ղազարյանը կարևորեցին Ա տիպի սցենարներից բխող մակրոտնտեսական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը: Այս համատեքստում՝ Նրանք նշեցին, որ, թեև առկա անորոշությունների պայմաններում տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու որոշումը մնում է նպատակային, սակայն

միջնաժամկետում գների կայունության նպատակի ապահովումը կարող է պահանջել շուկայի սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության ավելի բարձր տոկոսադրույքի ուղեգիծ: Մյուս կողմից՝ Հովհաննես Խաչատրյանը, Լևոն Սահակյանը և Արմեն Քթոյանը նշեցին, որ ռիսկերը հիմնականում հավասարակշռված են:

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

Արդյունքում, ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշեց անփոփոխ թողել քաղաքականության տոկոսադրույքը (տե՛ս Աղյուսակ 1): Խորհուրդը կշարունակի մշտադիտարկել դրամավարկային քաղաքականության սցենարները և պատրաստ է ձեռնարկելու համապատասխան գործողություններ, որպեսզի երաշխավորի գների կայունության նպատակի՝ միջնաժամկետ հորիզոնում 3 % գնաճի ապահովումը:

Աղյուսակ 1. Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ խորհրդի անդամների քվեարկության ամփոփում
4 նոյեմբերի, 2025 թ.

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

Բ. Որոշման հիմնավորումներ

4 նոյեմբերի, 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 ԴՊՀ-ն վերջին երկու որոշումներով իջեցրեց քաղաքականության տոկոսադրույքը, այնուամենայնիվ, պետական բյուջեի պակասուրդի միջնաժամկետ հեռանկարի շուրջ անորոշությունները վերևի ուղղությամբ ռիսկեր են պարունակում՝ ԱՄՆ-ում երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքի տեսանկյունից: Դա իր հերթին ռիսկեր է պարունակում զարգացող երկրներում և ՀՀ-ում չեզոք տոկոսադրույքի տեսանկյունից: Ներքին տնտեսությունում բարձր աճերը պահպանվում են: Դա շարունակում է կենտրոնացված լինել հիմնականում պահանջարկի ընդլայնմամբ պայմանավորված ճյուղերում: Արտաքին պահանջարկի պայմանները մնում են կայուն, ինչն արտացոլվել է հայկական ապրանքների և ծառայությունների նկատմամբ կայուն, բարձր արտաքին պահանջարկի պահպանմամբ: Միևնույն ժամանակ, իմ գնահատմամբ, չնայած Բ տիպի ռիսկերից ածանցվող հնարավոր ազդեցություններն էականորեն մեղմվել են, այնուամենայնիվ, կարևորում եմ 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 ճզգրտման ֆոնին տնտեսությունում պահանջարկի թուլացման հետ, թեպետ ներքին ուղղությամբ ճզգրտումը տեղի է ունենում ավելի մեղմ և չափավոր: Ընդհանուր առմամբ, քաղաքականության նախորդ շրջափուլում քննարկված հիմնական ռիսկերը որոշակիորեն մեղմվել են: Ամփոփելով՝ քաղաքականության ներկա շրջափուլում իմ որոշումն արտացոլում է Բ տիպի ռիսկերի հնարավոր ազդեցությունների թուլացումը, ինչպես նաև Ա տիպի ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը: Կարծում եմ քաղաքականության ներկայիս դիրքորոշումը լավագույնս է կառավարում առկա ռիսկերն ու անորոշությունները: Հաստատում եմ, որ ռիսկերի հաշվեկշռի վերազնափատում 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 ակտիվության վերաբերյալ անորոշությունները պահպանվել են, իսկ գնաճի զարգացումներում սկսել են դրսևորվել մաքսատուրքերի փոփոխության որոշ կարճաժամկետ ազդեցություններ: Միաժամանակ, դեռևս առկա է ԱՄՆ երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքի վերաբերյալ անորոշությունը, ինչը կապված է պետական բյուջեի պակասուրդի միջնաժամկետ հեռանկարի հետ և ստեղծում է չեզոք տոկոսադրույքի վրա վերևի ուղղությամբ ճնշումներ: Մյուս առաջատար տնտեսություններում, հատկապես ԵՄ-ում և Հինաստանում, տնտեսական ակտիվության աճի դանդաղման ռիսկերը պահպանվում են: Ապրանքահումքային շուկաներում, հատկապես նավթամթերքի շուկայում, գների նվազման ռիսկերը գերակշռում են՝ պայմանավորված Հինաստանի պահանջարկի աճի դանդաղմամբ և նավթի բարձր առաջարկի պահպանմամբ: Ներքին տնտեսությունում գնաճի թիրախից բարձր մակարդակում լինելը կարևոր է պահել ուշադրության կենտրոնում: Տնտեսական ակտիվության աճի արագացումը պայմանավորված է եղել հիմնականում պահանջարկի գործոններով, մասնավորապես՝ բարձր աճ է գրանցել արտաքին պահանջարկը: Պահանջարկի ընդլայնումը, ինչպես նաև վարկավորման բարձր աճը մեծացնում են ՀՆԱ դրական ճեղքվածք ունենալու հավանականությունը, ինչը ևս պետք է պահել ուշադրության կենտրոնում՝ թիրախից բարձր գնաճի առկայության համատեքստում: 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 բխում են շինարարության և հիփոթեքային

շուկայի ակտիվության հնարավոր թուլացմամբ, ինչը դեռևս չի արձանագրվել: Պետք է նշել, որ վերջին ամիսների ընթացքում շինարարության և հիփոթեքային շուկայում ակտիվությունը սպասվածից էապես ավելի բարձր աճ է գրանցել: Ամփոփելով՝ համաշխարհային և ներքին տնտեսություններում վերջին որոշումից հետո Ա տիպի ռիսկերը պահպանվել են: Հաշվի առնելով ՀՆԱ ճեղքվածքի՝ դեպի վերև հնարավոր ճշգրտումը և չեզոք տոկոսադրույքի ավելի բարձր լինելու ռիսկը՝ քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու որոշումը հաշվի է առնում Ա տիպի սցենարների հավանականության էական մակարդակը, ինչպես նաև իրականանալու պարագայում դրամավարկային քաղաքականության սխալի դեպքում էական տնտեսական ծախսերը:

Նախագահի տեղակալ Հովհաննես Խաչատրյան

Հաշվի առնելով վերջին մի քանի ամիսների ՀՀ տնտեսական 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: ԱՄՆ-ի երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքը կարող է ձևավորվել ավելի բարձր մակարդակում՝ կապված պետական բյուջեի պակասուրդի, աճող պետական պարտքի, ապախարսիված գնաճային սպասումների և համաշխարհային շուկաների սեզոնական փոփոխության հետ: Տնտեսական աճը, ներդրումներն ու արժեթղթերի շուկայի գերտաքացումը գրեթե ամբողջությամբ կենտրոնացված է խոշոր տեխնոլոգիական ընկերությունների մոտ (արհեստական բանականության պրոյեկտներով պայմանավորված): Աշխատանքի շուկայում, իրական հատվածի մյուս սեզոնականներում արդեն նկատվում է տնտեսական ակտիվության թուլացում: Մյուս գործընկեր երկրներում՝ ԵՄ-ում, Չինաստանում և Ռուսաստանում, տնտեսական ակտիվության թուլացման ռիսկերը պահպանվում են: Ռուսաստանի պարագայում դա զուգակցվում է գնաճի բարձր մակարդակով: Հետևաբար, արտաքին հատվածից բխող ստագֆլիացիոն ռիսկերը ուժգնանում են: Տարածաշրջանային քաղաքական գործընթացների, ինչպես նաև պետական պարտքի և բյուջեի պակասուրդի վարքագծի հետևանքով նկատվում է Հայաստանի ռիսկի հավելավճարի դանդաղ նվազում: Տնտեսական ակտիվությունը կենտրոնացված է շինարարությունում, ֆինանսական հատվածում և որոշ ոչ ներառական ճյուղերում: Ներքին տնտեսությունում Բ տիպի գործոնները հիմնականում կապված են շինարարության և հիպոթեկային շուկայի ակտիվության հնարավոր թուլացման հետ, որը կանդրադառնա վարձավճարների, բնակարանների գների և ներդրումների ու զբաղվածության վաչքագծի վրա: Միաժամանակ, վարկավորման բավարար բարձր մակարդակը դեռևս Նպաստում է ներքին պահանջարկին: Ավելին, Կենտրոնական բանկի կողմից բանկերի պարտադիր պահուստավորման նորմատիվի փոփոխությունը նվազման ուղղությամբ է ազդում պարտատուների և ապագայում նաև մյուս գործիքների տոկոսադրույքների վրա: Ընդհանուր առմամբ, ՀՆԱ ճեղքվածքը փակ է, չնայած կան և՛ առաջանցիկ աճող, և՛ թուլացող ճյուղեր: Ամփոփելով՝ կարծում եմ, որ համաշխարհային և ներքին տնտեսություններում Ա և Բ տիպի ռիսկերը հավասարակշռված են: Հաշվի առնելով վերոնշյալը՝ քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու որոշումը նվազեցնում են դրամավարկային քաղաքականության սխալի ծախսերը:

Խորհրդի անդամ Արտակ Մանուկյան

Վերջին ամիսներին տնտեսական և ֆինանսական ոլորտի զարգացումների մասին պատկերացումներ ձևավորելու համատեքստում դիտարկել եմ այդ զարգացումները բնութագրող տարբեր վերլուծություններ, ինչպես նաև գնահատել եմ հնարավոր ռիսկերի և անորոշությունների հիմնական աղբյուրները: Նշվածի համադրության արդյունքում, կարևորելով Ա տիպի սցենարներից բխող մակրոտնտեսական ռիսկերի կառավարման անհրաժեշտությունը, քվեարկում եմ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին: Տվյալների ուսումնասիրության հիման վրա հանգել եմ այն եզրակացությանը, որ, արևմտյան պատժամիջոցների արդյունավետության աստիճանական բարձրացման, տնտեսական քաղաքականության խստացման պայմաններում, Ռուսաստանում ներքին պահանջարկը կարող է էապես թուլանալ: Մյուս կողմից՝ ներմուծման և արտահանման տարբեր, այլընտրանքային ուղիների աստիճանական ավելացման պայմաններում կարող է նվազել նաև Ռ-Դ արտաքին առևտրային հոսքերում ՀՀ մասնակցության աստիճանը՝ ավելի խորացնելով արտաքին պահանջարկի թուլացումից ենթադրվող եկամուտների նվազումը: Այս ամենին կարող է գումարվել նաև Ռ-Դ կողմից ավելի խիստ միգրացիոն քաղաքականության իրականացումը: ԱՄՆ-ում, ինչպես և ակնկալվում էր, իրականացվում է տոկոսադրույքի նվազեցման քաղաքականություն, ինչը որոշակիորեն մեծացնում է Դ-ՎՔ դիրքը: Ներքին տնտեսությունում, չնայած արդյունաբերությունը (հատկապես մշակող) դեռևս ամբողջովին չի վերականգնվել նախորդ ժամանակահատվածի համեմատությամբ, տնտեսական աճը մնում է բարձր՝ հիմնականում ի հաշիվ ծառայությունների ոլորտի և շինարարության: Սա զուգակցվում է համախառն պահանջարկի աճով, ինչը դրսևորվում է վարկավորման ծավալների երկնիշ աճով: Անշարժ գույքի շուկայում գների ճշգրտում է նկատվում: Աշխատանքի շուկան ևս կայունացման միտումներ է ցույց տալիս: Գնաճը դեռևս գտնվում է թիրախից որոշակիորեն բարձր մակարդակում, սակայն, հատկապես պարենային ապրանքների գների մասով, զարգացումները սպասվածից ավելի մեղմ են: Այնուհանդերձ, օրենսդրական վերջին փոփոխությունների ուժի մեջ մտնելը կարող է որոշակի թույլ գնաճային ազդակներ փոխանցել սննդամթերքի շուկային: Երկրի ռիսկի հավելավճարի դրական զարգացումների տևականության մասով ռիսկերը դեռևս ամբողջապես չեն

չեզոքացել: Հաշվի առնելով գնաճի ներկա միտումները, տնտեսության ընթացիկ զարգացումները և դրանց մակրոտնտեսական հեռանկարները, ինչպես նաև առաջնորդվելով հիմնարար պայմանների մասով դիտարկումներով, գնահատում են, 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 ազդեցության կառավարման անհրաժեշտությամբ պայմանավորված՝ քվեարկել են տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին: 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 տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին: Առաջատար տնտեսությունների և հանքահումքային շուկաների զարգացումներից արտաքին գնաճային ազդեցությունները գնահատում են թույլ, սակայն կարծում են դեռևս երկար ժամանակ կպահպանվեն ԱՄՆ ԴՊՀ քաղաքականության տոկոսադրույքի շուրջ անորոշությունները, չնայած վերջին երկու որոշումներով նվազման փաստին: Ընթացիկ ներքին տնտեսական ակտիվությունը պահպանվում է, տնտեսական աճը մոտ է իր երկարաժամկետ ներուժին, վարկավորման ծավալների աճը պահպանվում է: 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: Երկրի ռիսկի հավելավճարի և պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության վերջին զարգացումների համակցությունը սկիզբ է դնում նոր՝ ավելի ցածր մակարդակում շուկայական տոկոսադրույքների ձևավորման նախադրյալների համար: Շուկայի մասնակիցներն ակնկալում են քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազման ուղեգիծ, սակայն իմ որոշման համար դեռևս էական է Ա տիպի ռիսկերի խելամիտ կառավարումը: Բ տիպի ռիսկերից ինձ համար կարևոր է մնում անշարժ գույքի շուկայում և շինարարության ոլորտում հնարավոր արագ ճգնաժամների հետևանքով մակրոազդեցությունների կառավարումը, այդուհանդերձ, վերջին զարգացումները վկայում են նման ռիսկերի նյութականացման ազդակների թուլացման մասին: Հետևապես, տոկոսադրույքի որոշման տեսանկյունից Ա և Բ տիպի ռիսկերը որոշակիորեն հավասարակշռված են, ուստի քաղաքականության տոկոսադրույքի փոփոխության անհրաժեշտություն չեն առաջացնում: Իմ գնահատմամբ՝ վերոնշյալ ռիսկերի կառավարման պայմաններում սա անհրաժեշտ է 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 են քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին՝ 6.75 % մակարդակում: Իմ որոշումը հիմնավորված է այն հաստատական համոզմունքով, որ դրամավարկային քաղաքականության հորիզոնում առկա և Ա ու Բ տեսակի ռիսկերի նյութականացման սցենարների դեպքում ստեղծվելիք համապատասխան գնաճային և գնանկումային ազդեցությունները նվազել են՝ տոկոսադրույքի որոշման նախորդ շրջափուլի համեմատությամբ, և շարունակվում են գնահատվել չափավոր: Այդուհանդերձ նշեմ, որ առավելապես անհանգստացած են քաղաքականության հորիզոնում առկա Ա տեսակի գնաճային սցենարներով, որոնց և՛ բազմությունը, և՛ համակցված ազդեցությունը գնաճի վրա ավելի մեծ են գնահատում ֆինանսական շուկայի մասնակիցների համանման սպասումների համեմատությամբ: Առավել մանրամասն անդրադառնալով քաղաքականության հորիզոնում առկա Ա տեսակի ռիսկերին՝ նշեմ, որ ԱՄՆ կառավարության կողմից առևտրային քաղաքականության հետագա հնարավոր կոշտացումը և այդ քաղաքականության թիրախ հանդիսացող երկրների կողմից պատասխան արձագանքը կարող են չափավոր գնաճային ճնշումներ ստեղծել համաշխարհային շուկայում: ՌԴ 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 աճին՝ ներքին շուկայում ստեղծելով հավելյալ գնաճային ճնշումներ: Արտաքին հատվածում նկարագրված հավանական զարգացումներին զուգահեռ, առկա են նաև բացառապես ՀՀ ներքին տնտեսության զարգացումներով պայմանավորված գնաճային ռիսկեր: Մասնավորապես՝ ՀՀ տնտեսությունում շարունակվում է նկատվել բարձր տնտեսական ակտիվություն, որը պայմանավորված է տնային տնտեսությունների և ձեռնարկությունների մոտ առկա բարձր վստահությամբ, տնտեսությունում վարկավորման պահպանվող բարձր աճի տեմպերով և տարվա ընթացքում արձանագրված հարկաբյուջետային դրական խթաններով: Նկարագրված տնտեսական խթանների պահպանման և ուժգնացման սցենարի պարագայում, ներքին տնտեսությունում նկատվող գնաճային միջավայրը կարող է շարունակաբար ընդլայնվել:

ՀՀ և հարևան երկրների միջև հարաբերությունների կարգավորմանն ուղղված 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 ռիսկերի մասին: Մասնավորապես՝ ԱՄՆ տնտեսությունում հնարավոր է գերարժևորված ակտիվների գների կտրուկ ճգնաժամ, որը, զուգորդվելով տնտեսվարող սուբյեկտների վստահության անկմամբ, կհանգեցնի տնտեսական ակտիվության էական նվազման: Նկարագրված սցենարի արդիականությունը պահպանվում է՝ հաշվի առնելով ԱՄՆ տնտեսության ավանդական ճյուղերում արձանագրվող կայուն դանդաղումը: ԱՄՆ 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 տնտեսությանն առնչվող մի շարք տնտեսական գոտիներում: Ներքին տնտեսությունից ածանցվող Բ տեսակի ռիսկերից հատկանշական է այն, որ ներքին ֆինանսական շուկայում կարող է արձանագրվել չեզոք տոկոսադրույքի շարունակական նվազում՝ արտացոլելով ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի հետագա հնարավոր կրճատումը, ինչպես նաև իրական արդյունավետ փոխարժեքի տևական արժևորման միտումը՝ պայմանավորված արտահանման և դեպի ՀՀ կապիտալ ներհոսքի շարունակվող աճով: Անշարժ գույքի շուկայում սպասվածից բարձր տնտեսական ակտիվության արագ կրճատման սցենարը մնում է դիտարկելի, որի նյութականացման դեպքում էականորեն կդանդաղի համախառն ներքին պահանջարկը՝ առաջացնելով գնանկումային ճնշումներ: Այդուհանդերձ, Նշեմ, որ ներքին տնտեսական ակտիվության շարունակվող աճը էականորեն նվազեցրել է անշարժ գույքի շուկայում գների և ակտիվության կտրուկ նվազման ռիսկը՝ դրամավարկային քաղաքականության նախկին շրջափուլերի 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 ԿԲ թիրախին մոտ: 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:

Խորհրդի անդամ Արմեն Զթոյան

Իմ որոշման հիմքում դրվել են երկու խումբ գործոններ: Արտաքին գործոնների համախմբում անհրաժեշտ է նշել արտաքին առևտրային քաղաքականությունների և աշխարհաքաղաքական գործոնների շուրջ դեռևս բարձր անորոշության առկայությունը: Մասնավորապես, ԱՄՆ-ում, պայմանավորված ինչպես մաքսատուրքերի զգալի բարձրացման աստիճանական ազդեցությամբ, այնպես էլ խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականության իրականացմամբ, գնաճի հետագա ընդլայնման ռիսկերն առարկայական են: Չնայած համաշխարհային ապրանքահումքային շուկաներում գնաճային ճնշումների ընթացիկ որոշակի թուլացմանը, առանձին պարենային շուկաներում առաջարկի գործոններով պայմանավորված (մասնավորապես՝ ՌԴ-ում գյուղմթերքների արտադրության կարողությունների սահմանափակմամբ) դեռևս հնարավոր են գնաճի ընդլայնման ռիսկեր: Կարծում եմ, ՀՀ-ում տնտեսական ակտիվության ընթացիկ արագացումը գնաճի վրա կունենա չեզոք ազդեցություն: Մյուս կողմից՝ կարևորում եմ նաև Բ տիպի որոշ սցենարների հավանական նյութականացումից բխող ռիսկերի խելամիտ կառավարումը: Մասնավորապես, շինարարության ճյուղում ակտիվության աճի տեմպերի և անշարժ գույքի շուկայում պահանջարկի թուլացումից ածանցվող ռիսկերը, Ռուսաստանում իրական եկամուտների աճի դանդաղման, ռուբլու փոխարժեքի հավանական արժեզրկման պայմաններում դեպի ՀՀ զբոսաշրջային հոսքերի թուլացման, ինչպես նաև այս իրավիճակում ՀՀ ապրանքների նկատմամբ պահանջարկի հավանական նվազումը կարող են պահանջել շուկայի սպասումների համեմատությամբ ավելի ցածր տոկոսադրույքների ուղի: Արդյունքում, հավասարակշռելով Ա և Բ տիպի սցենարներից բխող ռիսկերը, քվեարկում եմ քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին:

