



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

2024թ. հոկտեմբեր

Թափանցիկության
զեկույց

Հրապարակման ամսաթիվ՝ 29 հոկտեմբերի 2024 թ.

Ա. Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի Նիստի արձանագրություն

29 հոկտեմբերի, 2024 թ.

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

Ընթացիկ տնտեսական իրավիճակի և հիմնարար պայմանների գնահատում

Հոկտեմբերի 29-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 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 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 որոշումների ընթացքում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի աստիճանական նվազման ուղեգիծը:

Այս համատեքստում, 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 միջնաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշությունների, ԱՄՆ-ում հարկաբյուջետային քաղաքականության սպասվող դիրքի և պարտքի հեռանկարների համաշխարհային և տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական զարգացումների ու լարվածության հնարավոր սրման, բյուջեի պակասուրդի և աշխարհաքաղաքական լարվածության համատեքստում երկրի ռիսկի հավելավճարի հետ կապված անորոշության և այլ ռիսկերի հետ:

Մյուս կողմից՝ խորհուրդը դիտարկել է այնպիսի սցենարներ, որոնց հիմքում ընկած զարգացումները կարող են պահանջել ընթացիկ շուկայական սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի արագ նվազման ուղի՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գների կայունությունն ապահովելու համար (Բ տիպի սցենարներ): Այս տեսակի սցենարները ներառում են ներքին տնտեսությունում շատ ավելի թույլ համախառն պահանջարկի և աշխատանքի շուկայի պայմանների հետ կապված, ինչպես նաև գնաճի երկար ժամանակ ցածր մակարդակներում պահպանման հետևանքով գնաճային սպասումների նվազման ուղղությամբ ռիսկեր, անշարժ գույքի շուկայի արագ թուլացման 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 կարևոր են այս փուլում քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ խելամիտ որոշում կայացնելու համար: Մասնավորապես, խորհրդի անդամները կարևորեցին նվազագույնի հասցնել այդ ռիսկերից և անորոշություններից բխող հնարավոր կորուստները:

Խորհրդի անդամները քննարկեցին ԱՄՆ տնտեսության հեռանկարների և ԴԴՀ դրամավարկային քաղաքականությանը վերաբերող անորոշությունների հետ կապված հարցեր: Նարեկ Ղազարյանը և Դավիթ Նահապետյանը մտահոգություն հայտնեցին մեծամասամբ մասնավոր սպառմամբ պայմանավորված բարձր տնտեսական աճի պահպանման և դրանից բխող գնաճային ռիսկերի վերաբերյալ: Դավիթ Նահապետյանը և Մարտին Գալստյանը, անդրադառնալով Նաև ԱՄՆ-ում սպասվող Նախագահական ընտրություններին՝ համակարծիք էին, որ, անկախ Նախագահական ընտրությունների արդյունքներից, հարկաբյուջետային ընդլայնող դիրքը և աճող առևտրային լարվածությունները համաշխարհային տնտեսության վրա կարող են ունենալ գնաճային ազդեցություններ: Նարեկ Ղազարյանն ու Մարտին Գալստյանը հատկապես շեշտադրեցին միջնաժամկետ հեռանկարում ԱՄՆ հարկաբյուջետային քաղաքականության զգալի ընդլայնման ռիսկերը: Անդրադառնալով համաշխարհային տնտեսության զարգացումներին, Նարեկ Ղազարյանը և Լևոն Սահակյանը մատնանշեցին Հինաստանում և Եվրոգոտում ներքին պահանջարկի ու տնտեսական ակտիվության աճի հետագա դանդաղման ռիսկերը, որոնք իրենց ազդեցությունը կարող են ունենալ Նաև միջազգային ապրանքահումքային շուկայի գների վրա: Նարեկ Ղազարյանը հատկապես շեշտեց ԵԳ-ում արդյունաբերության ոլորտում խնդիրների շարունակվող խորացումը, որը կարող է աստիճանաբար փոխանցվել տնտեսության այլ ոլորտներ:

Խոսելով ՌԴ տնտեսության զարգացումներից՝ Նարեկ Ղազարյանը կարծիք հայտնեց, որ միջնաժամկետում դրամավարկային զսպող քաղաքականության արդյունքում պահանջարկը կարող է կտրուկ թուլանալ, ինչը կարող է բացասաբար ազդել թե՛ ՀՀ ներքին ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկի, թե՛ դեպի ՀՀ ուղղվող տրանսֆերտների վրա: Արտակ Մանուկյանը շեշտադրեց ՌԴ-ում միգրացիոն քաղաքականության և օրենսդրական կարգավորումների խստացման հետևանքով Հայաստանից դեպի ՌԴ միգրացիոն հոսքերի հնարավոր կրճատման և ՀՀ աշխատաշուկայում դրանից բխող ռիսկերը: Անդրադառնալով միջազգային ապրանքահումքային շուկաներում դիտարկվող զարգացումներին՝ Նարեկ Ղազարյանը նշեց, որ անբարենպաստ եղանակային պայմանների հետևանքով արձանագրված մի շարք պարենային ապրանքների գների աճը դեռևս ոչ ամբողջությամբ է փոխանցված տեղական գներին և առկա են ռիսկեր մոտ ապագայում դրանց ճշգրտման մասով: Ընդհանուր առմամբ, Խորհրդի անդամները համակարծիք էին, որ, աշխարհաքաղաքական լարվածությամբ պայմանավորված՝ ապրանքահումքային շուկաներում պահպանվում են տատանողականության և գների աճի ռիսկեր, որը, ըստ Հասմիկ Ղահրամանյանի, էական գնաճային ազդեցություն չի ունենա ՀՀ-ում պարենի գնաճի վրա:

Խորհուրդը քննարկեց ներքին տնտեսության զարգացումները, որի համատեքստում մատնանշվեցին ՀՆԱ ճեղքի և համախառն առաջարկի ու համախառն պահանջարկի հարաբերական դիրքի վերաբերյալ առկա անորոշությունները: Մի կողմից՝ Լևոն Սահակյանը նշեց, որ մանրածախ առևտրի, մասնավոր սպառման և հատկապես սպառողական վարկավորման բարձր աճը ներքին բարձր պահանջարկի ազդակներ է տալիս: Խորհրդի այլ անդամներ ևս, այդ թվում՝ Նարեկ Ղազարյանը, Հասմիկ Ղահրամանյանը և Մարտին Գալստյանը անհանգստություն հայտնեցին վարկավորման աճի բարձր տեմպերի վերաբերյալ, որոնք պարունակում են առավելապես Ա տիպի ռիսկեր: Խորհրդի անդամները նշեցին աշխատանքի շուկայում առկա անորոշությունների մասին, ներառյալ տարբեր ազդակները, որոնք ստացվում են տարբեր վիճակագրական աղբյուրներից: Այնուամենայնիվ, Հասմիկ Ղահրամանյանը, Դավիթ Նահապետյանը և Նարեկ Ղազարյանը կարծում էին, որ աշխատավարձերի աճի տեմպերի դանդաղումը և գործազրկության աճը, առավել հավանական է, որ վկայում են աշխատանքի շուկայի պայմանների և պահանջարկի թուլացման մասին: Մյուս կողմից՝ Լևոն Սահակյանը և Արմեն Նուրբեկյանը պնդում էին, որ աշխատաշուկայի զարգացումները արտահայտում են պահանջարկի կարգավորման գործընթացը: Անդրադառնալով գնաճի զարգացումներին՝ Խորհրդի որոշ անդամներ, այդ թվում՝ Արտակ Մանուկյանը, Դավիթ Նահապետյանը, Հասմիկ Ղահրամանյանը և Նարեկ Ղազարյանը նշեցին, որ գնաճն արդեն երկար ժամանակ շարունակում է բավականին ցածր մնալ թիրախային մակարդակից, ինչը կարող է գնաճի վերականգնման ընթացքի հետ կապված ռիսկեր պարունակել: Լևոն Սահակյանն այս հարցի շուրջ կարծիք հայտնեց, որ նշված զարգացումները գնաճի ապախարսխման ռիսկեր չեն պարունակում և գնաճի ակնկալվող ուղեգիծը ամբողջությամբ արտահայտում է ներքին և արտաքին գործոնների բնականոն ճշգրտումը:

Քննարկվեցին պահպանվող բարձր տնտեսական ակտիվության կենտրոնացվածության, կառուցվածքային առանձնահատկությունների և ներառականության վերաբերյալ խնդիրները: Խորհուրդը համակարծիք էր, որ տնտեսական ակտիվությանը մեծապես նպաստող գրեթե բոլոր ճյուղերում բարձր ակտիվությունը հիմնականում ժամանակավոր գործոնների ազդեցությունն է: Առանձնակի ուշադրության արժանացան հատկապես շինարարության ճյուղի զարգացումները: Խորհրդի բոլոր անդամները մտահոգված էին հատկապես բնակարանաշինության ճյուղի աճի արագ դանդաղման հնարավոր ռիսկերի նյութականացմամբ, ինչը կարող է զգալի ազդեցություն ունենալ պահանջարկի պայմանների վրա:

Անդրադարձ կատարվեց հարկաբյուջետային քաղաքականության զարգացումներին: Հասմիկ Ղահրամանյանը ընդգծեց տնտեսական աճի կառուցվածքով և, ընդհանուր առմամբ, պահանջարկի պայմանների կարգավորմամբ պայմանավորված եկամուտների թերհավաքագրումներից բխող ռիսկերը: Ի հակադրություն վերոնշյալ կարծիքի, Լևոն Սահակյանը և Արտակ Մանուկյանը նշեցին, որ եկամուտների թերհավաքագրման ռիսկերը գերազանցատված են, քանզի առկա են կուտակված մեծ պարտավորություններ շինարարության ոլորտում, որոնք կսկսեն վճարվել բյուջե շինարարական Նախագծերի ավարտին և, հաշվի առնելով վերջին շրջանում շահագործման թույլտվությունների կտրուկ աճը, պետք է

ակնկալել բյուջետային հոսքերի էական ավելացում: Արմեն Նուրբեկյանը շեշտադրեց բյուջեի պակասորդի և պարտքի կայունության հեռանկարի հետ կապված ռիսկերը, իսկ Հասմիկ Ղահրամանյանը, խոսելով ծախսերի կառուցվածքի հետ կապված առանձնահատկություններից, կարծիք հայտնեց, որ դրանց ազդեցությունը ամբողջական պահանջարկի վրա կլինի ոչ էական:

Հաշվի առնելով տարածաշրջանային և աշխարհաքաղաքական լարվածության շարունակվող աճը, ինչպես նաև հարկաբյուջետային դիրքի հետ կապված անորոշությունը՝ Խորհրդի բոլոր անդամները շեշտեցին ՀՀ ռիսկի հավելավճարի շուրջ պահպանվող անորոշությունը, ինչը կարող է առաջացնել ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի ավելացման ռիսկեր: Ընդգծվեց նաև, որ ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշությունը պահանջում է շարունակական մշտադիտարկում և այդ գործոնը կարևոր դերակատարում կունենա Դրամավարկային քաղաքականության հետագա որոշումների համար:

Խորհուրդն անդադարձավ նաև դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմին: Խորհրդի անդամները նշեցին, որ դրամավարկային քաղաքականության հետևողական գործողությունները, որոնք ուղղված են եղել գնաճային սպասումների խարսխմանը, նպաստել են շուկայական տոկոսադրույքների նվազմանը կորի ամբողջ երկայնքով: Քննարկելով տնտեսության վարկային տոկոսադրույքների զարգացումները՝ Խորհուրդը միակարծիք էր, որ վարկերի նկատմամբ մեծ պահանջարկը հիմնական գործոնն է, որը նպաստում է բանկային տոկոսադրույքների բարձր մակարդակներում պահպանմանը, ինչպես նաև վարկերի ծավալների էական աճին: Ի լրումն, Լևոն Սահակյանը նշեց, որ ներկայումս փոխանցումային մեխանիզմը որոշ չափով խաթարվում է հիպոթեքային տոկոսադրույքների դեպքում՝ հաշվի առնելով այս ոլորտի որոշակի առանձնահատկությունները:

Ամփոփելով՝ Ա տիպի սցենարների համատեքստում Խորհուրդն ընդգծեց աշխարհաքաղաքական իրավիճակից և հարկաբյուջետային քաղաքականությունից բխող՝ երկրի ռիսկի հավելավճարի և չեզոք տոկոսադրույքի հետ կապված անորոշություններն ու ռիսկերը: Մյուս կողմից՝ նշվեցին մի շարք Բ տիպի ռիսկեր, այդ թվում՝ ներքին և արտաքին պահանջարկի, աշխատանքի շուկայի պայմանների թուլացման և համաշխարհային տնտեսության հեռանկարի վերաբերյալ մտահոգությունները:

Մարտին Գալստյանը, Արմեն Նուրբեկյանը, Նարեկ Ղազարյանը, Դավիթ Նահապետյանը և Արտակ Մանուկյանը պնդեցին, որ թեև Բ տիպի ռիսկերը գերակշռում են, որոշ Ա տիպի ռիսկերի առկայությունը դրամավարկային պայմանների աստիճանական թուլացման անհրաժեշտություն է առաջացնում:

Հասմիկ Ղահրամանյանը և Լևոն Սահակյանը նշեցին, որ, քաղաքականության նպատակների ապահովման տեսանկյունից, շուկայի սպասումներին համահունչ քաղաքականության դիրքի աստիճանական թուլացումը առավել արդյունավետ կհավասարակշռի վերոնշյալ ռիսկերը ներկա փուլում:

Դրամավարկային քաղաքականության որոշում

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

Արդյունքում՝ արձանագրելով Բ տիպի սցենարների նյութականանալու ավելի մեծ հավանականությունը, սակայն, նաև կարևորելով Ա տիպի սցենարներից բխող էական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը՝ ՀՀ ԿԲ Խորհուրդը որոշեց շարունակել դրամավարկային պայմանների աստիճանական թուլացումը: Ուստի, սույն շրջափուլում որոշվեց քաղաքականության տոկոսադրույքը նվազեցնել 0.25 տոկոսային կետով (տե՛ս Աղյուսակ 1): Խորհուրդը կշարունակի մշտադիտարկել տնտեսության զարգացման սցենարները և պատրաստ է ձեռնարկել համարժեք գործողություններ՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճի 4% նպատակի և գների կայունության ապահովման համար:

Աղյուսակ 1. Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ Խորհրդի անդամների քվեարկության ամփոփում
29 հոկտեմբերի, 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
Մարտին Գալստյան	Իջեցնել 0.25 տոկոսային կետով

Բ. Որոշման հիմնավորումներ

29 հոկտեմբերի, 2024 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 դիսկերի և անորոշությունների ամփոփ նկարագիրը: Խորհրդի անդամների կողմից որոշման հիմնավորման ներկայացումը նախատեսված է ինչպես եռամսյակային ԴՎԶ ծրագրերի, այնպես էլ միջանկյալ որոշումների համար:

Նախագահի Մարտին Գալստյան

Հաշվի առնելով քաղաքականության ներկա շրջափուլի ընթացքում Խորհրդի մյուս անդամների հետ քննարկումները, տնտեսության ընթացիկ զարգացումները, հիմնարար պայմանների վերլուծությունները և հիմնական դիսկերի ու անորոշությունների աղբյուրների համապարփակ գնահատումը՝ քվեարկում եմ քաղաքականության տոկոսադրույքը 25 բազիսային կետով իջեցնելու օգտին: Իմ որոշման հիմքում ընկած է ինչպես Ա, այնպես էլ Բ տիպի դիսկերի խելամիտ հավասարակշռման անհրաժեշտությունը: Ա տիպի դիսկերի համատեքստում հիմնական մտահոգությունները կապված են ԱՄՆ-ում հարկաբյուջետային քաղաքականության հեռանկարների հետ, որոնք, ամենայն հավանականությամբ, պարտքի ավելացման և պահանջարկի խթանման տեսանկյունից կարող են էական լինել: Հատկանշական են նաև անորոշություններն ու դիսկերը՝ կապված տարածաշրջանային և համաշխարհային աշխարհաքաղաքական լարվածության պահպանման, ՀՀ կառավարության հարկաբյուջետային քաղաքականության (բյուջեի ծախսերի հնարավոր աճ և հավանական հետևանքներ բյուջեի պակասուրդի վրա), ինչպես նաև չեզոք տոկոսադրույքի վերաբերյալ անորոշությունների հետ: Այս ամենով հանդերձ, ընթացիկ տնտեսական զարգացումները ավելի իրատեսական են դարձնում Բ տիպի սցենարների դրսևորման հնարավորությունները: Մասնավորապես՝ տնտեսական աճի կառուցվածքային առանձնահատկություններին զուգահեռ աշխատուժի շուկայի պայմանների թուլացումն ու երկար ժամանակ ցածր գնաճի պահպանումը ցածր պահանջարկի և գնաճային սպասումների արագ կրճատման դիսկեր են պարունակում: Այնուամենայնիվ, կարևորելով վերոնշյալ դիսկերից և անորոշություններից բխող հնարավոր կորուստները նվազագույնի հասցնելու պատրաստակամությունը, հատկապես Ա տիպի “dark corner” դիսկերից խուսափելու ցանկությունը՝ կարծում եմ, որ քաղաքականության տոկոսադրույքի աստիճանական թուլացումը լավագույնս է հասցեագրում առկա դիսկերն ու անորոշությունները: Ուստի, քվեարկում եմ քաղաքականության տոկոսադրույքի 25 բազիսային կետով նվազեցման օգտին: Հաստատում եմ, որ դիսկերի հաշվեկշռի վերագնահատում պահանջող ցանկացած նոր տեղեկատվության կամ իրադարձությունների ի հայտ գալու պարագայում պատրաստ եմ ժամանակին և համարժեքորեն արձագանքելու՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճի 4% մակարդակի և գների կայունության նպատակի 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 դիսկերի և անորոշության հիմնական աղբյուրների մանրակրկիտ վերլուծությունը՝ ես քվեարկում եմ քաղաքականության տոկոսադրույքը 25 բազիսային կետով նվազեցնելու օգտին: Երկու տարվա շատ բարձր գնաճից հետո, ԿԲ-ն զգալի առաջընթաց է գրանցել գնաճային սպասումների նվազեցման գործում և էականորեն մեղմել է գնաճային սպասումների ապախարսխման դիսկերը: Միաժամանակ, արտաքին և ներքին տնտեսություններում էական անորոշությունները պահպանվում են: ԱՄՆ-ում տնտեսական ակտիվությունը պահպանվել է բարձր մակարդակով, գնաճն իր թիրախային մակարդակին վերադարձնելու առաջընթացը զգալի է, այդուհանդերձ, երկարաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքի և գնաճը վերջնականապես թիրախին մոտեցնելու հետ կապված անորոշությունները պահպանվում են: ԱՄՆ-ում բյուջեի պակասուրդի միջնաժամկետ հեռանկարը էական ճնշումներ է պարունակում երկարաժամկետ տոկոսադրույքների աճի տեսանկյունից: Համաշխարհային տնտեսությունում և տարածաշրջանում աշխարհաքաղաքական լարվածությունը պահպանվում է, ինչը Ա տիպի դիսկեր է պարունակում ՀՀ երկրի դիսկի հավելավճարի, հետևաբար և չեզոք տոկոսադրույքի աճի տեսանկյունից: Համաշխարհային տնտեսությունում հատկապես ԵՄ-ում և Հինաստանում, տնտեսական ակտիվության դիսկերը նվազման ուղղությամբ են, ինչն էլ Բ տիպի դիսկեր է պարունակում: Ներքին տնտեսությունում ցածր գնաճն ուղեկցվել է բարձր տնտեսական աճով, որը հիմնականում կենտրոնացած է եղել պահանջարկի վրա մեծ ազդեցություն ունեցող ծառայությունների և շինարարության ճյուղերում: Դա վկայում է այն մասին, որ թիրախային մակարդակից ցածր գնաճը պայմանավորված է բացասական պահանջարկի միջավայրով: Տնտեսական ակտիվությունը շարունակում է մնալ բարձր՝ մոտենալով ՀՆԱ-ի ներուժային աճի տեմպին: Ի լրումն, Ա տիպի դիսկեր կան՝ կապված նաև հարկաբյուջետային

քաղաքականության հեռանկարների հետ: Հարկաբյուջետային քաղաքականության կողմից կարճաժամկետ հատվածում առկա են պահանջարկի լրացուցիչ խթանման ռիսկեր, իսկ միջնաժամկետում ռիսկերը հիմնականում կապված են պետական պարտքի, հետևաբար և ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի հնարավոր ավելացման հետ: Միևնույն ժամանակ, ներքին տնտեսությունում աշխատաշուկայի պայմանների որոշակի թուլացումը Բ տիպի ռիսկ է պարունակում: Վերջին ամիսներին աշխատավարձերի աճի տեմպի դանդաղումը և գործազրկության մակարդակի կտրուկ աճը Հական մտահոգություններ են առաջացնում Բ տիպի սցենարների նյութականացման տեսանկյունից: Սակայն, երկրորդ եռամսյակում գործազրկության չափավոր նվազումը դրական նորություն է: Ցածր գնաճի և աշխատաշուկայի թուլացող պայմանների համատեքստում չեզոք տոկոսադրույքի և հարկաբյուջետային քաղաքականության ուղղությունների հետ կապված անորոշությունները 25 բազիսային կետով քաղաքականության տոկոսադրույքը նվազեցնելու իմ որոշման հիմնական շարժառիթն են: Չեզոք տոկոսադրույքի և հարկաբյուջետային քաղաքականության ուղղությունների հետ կապված զգալի անորոշության պայմաններում քաղաքականության տոկոսադրույքի առավել ագրեսիվ նվազեցման ռիսկը հավասարակշռում է պահանջարկի հնարավոր թուլացմանն առավել դանդաղ արձագանքելու ռիսկին: Քաղաքականության հնարավոր սխալը, որը կարող է առաջանալ տոկոսադրույքների առավել արագ նվազեցման և հետագայում հնարավոր շրջադարձի հետևանքով, հավասարակշռում է քաղաքականության մյուս հնարավոր սխալին, որը կապված է պահանջարկի միջավայրի հնարավոր թուլացումը իրական ժամանակում չգիտակցելու հանգամանքի հետ:

Խորհրդի անդամ Հասմիկ Ղահրամանյան

2024 թվականի հոկտեմբերի 29-ի ԿԲ Խորհրդի նիստում քվեարկել են քաղաքականության տոկոսադրույքը 0.25 տոկոսային կետով նվազեցնելու օգտին: Որոշում կայացնելիս հիմնվել են տնտեսության ներկա իրավիճակի, նախորդող ժամանակահատվածում իրականացրած քաղաքականության, տնտեսության հեռանկարի վերաբերյալ իմ պատկերացումների, արտաքին և ներքին տնտեսության զարգացումների՝ տարբեր ռիսկերով պայմանավորված սցենարային զարգացումների վրա՝ գնաճը 4% նպատակային ցուցանիշին մոտեցնելու հանձնառությամբ: Գնահատում են, արտաքին հատվածից գնաճային ճնշումներ առաջիկայում ՀՀ տնտեսությունը չի զգալու: Թեպետ գործընկեր երկներում զարգացումները նախանշում են գնաճային միջավայրի որոշակի ընդլայնում, սակայն ՀՀ տնտեսության համար արտաքին աշխարհից ազդեցությունները ոչ գնաճային կլինեն, եթե աշխարհաքաղաքական կտրուկ զարգացումները չփոխեն իրավիճակը: Ներքին տնտեսության զարգացումները համախառն պահանջարկի վրա տեսանելի հորիզոնում գնահատում են ոչ Հական գնաճային: Մի կողմից պահպանվում է բարձր տնտեսական ակտիվությունը, որ սակայն ներառական չէ: Հեռանկարում անորոշ և ռիսկային է տնտեսական ակտիվությունն ապահովող ճյուղերի կայուն բարձր աճը, մյուս կողմից՝ աշխատանքի շուկայից եկող գնաճային ճնշումները մեղմվել են՝ աշխատավարձի աճի տեմպի դանդաղման պայմաններում, որը պահանջարկի նվազեցման գործոն է: Հարկաբյուջետային քաղաքականության վարքագիծը ծախսումների բազմարկչի տեսանկյունից դեռևս բարդ է գնահատել, սակայն, եկամուտների և ծախսերի ընդհանուր ազդեցությունը գնաճային միջավայրի վրա մեղմվում է: Հակված են կարծելու, որ դեռևս անորոշ է չեզոք տոկոսադրույքի գնահատման տարրերի զարգացումները՝ մի տեսանկյունից ներուժային ՀՆԱ-ի, մյուս տեսանկյունից՝ երկրի ռիսկի հավելավճարի գնահատման բարդություններից ելնելով, որն էլ իր հերթին բխում է նաև աշխարհի խոշոր տնտեսությունների համար միջնաժամկետում ձևավորվելիք չեզոք տոկոսադրույքի մակարդակից: Եկամտաբերության կորի դեռևս պահպանվող որոշ գործոնների հավելավճարի մանրամասն վերլուծությունը հնարավորություն կտա ավելի լավ պատկերացում կազմել դրամավարկային քաղաքականության փոխանցման մեխանիզմի վերաբերյալ, որը, մեր կողմից քաղաքականության տոկոսադրույքի որոշման համար ավելի հստակ հիմքեր կստեղծի: Գնահատում են, որ ՀՀ-ում հավանական են զարգացումներ, որոնք նախանշում են տոկոսադրույքի նվազեցման անհրաժեշտություն: Սեպտեմբերի 10-ի Խորհրդի նիստի ընթացքում առաջարկել են քննարկել քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազեցման շրջափուլի ավարտի հնարավորությունը: Այսօրվա իմ որոշումը հիմնված է տնտեսության որոշ հիմնարարների թուլացման վրա, ինչպես նաև՝ հաշվի են առել ԱՄՆ Դաշնային Պահուստային համակարգի կողմից քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ սպասվածից ավելի նվազեցումը: Թեպետ, կարծում են, որ չեզոք տոկոսադրույքի շեմի հստակության խնդիրը դեռևս առկա է, որոշում կայացնելու համար հիմք են ընդունել տոկոսադրույքի նվազեցման անհրաժեշտություն պահանջող հեռանկարի մեծ հավանականությունը: Իմ նախանշած ռիսկերի կամ այլ տեղեկատվության ի հայտ գալու պարագայում պատրաստ են ձեռնարկել անհրաժեշտ միջոցառումներ՝ գնաճը նպատակային 4% մակարդակին մոտեցնելու համար:

Խորհրդի անդամ Դավիթ Նահապետյան

Հաշվի առնելով վերջին ամիսների ընթացքում տեղի ունեցած տնտեսական և ֆինանսական զարգացումները, քաղաքականության շրջափուլի ընթացքում Խորհրդի անդամների, ինչպես նաև մակրոտնտեսական թիմի հետ քննարկումները և ռիսկերի ու անորոշությունների հիմնական աղբյուրների հանգամանալից գնահատումը՝ քվեարկում են քաղաքականության տոկոսադրույքը 25 բազիսային կետով նվազեցնելու օգտին: Չնայած տարածաշրջանային լարվածությամբ պայմանավորված անորոշությունների առկայությանը՝ ՀՀ տնտեսության վրա արտաքին հատվածից ազդեցությունները գնահատում են առավելապես գնանկումային: Չնայած որոշակի նվազման միտումներին՝

Հայաստանում պահպանվում է բարձր տնտեսական ակտիվությունը: Այստեղ դրական եմ համարում տնտեսության ճյուղերի միջև աճի առավել հավասարաչափ բաշխումը: Իմ կարծիքով համախառն պահանջարկի վրա ազդող գործոնները փոքր ինչ մեղմվել են՝ կապված ներքին ծառայությունների հանդեպ արտաքին պահանջարկի որոշակի թուլացմամբ: Կարևորում եմ չեզոք տոկոսադրույքի և երկրի ռիսկի հավելավճարի վերաբերյալ զգուշավոր դատողությունները՝ կապված ինչպես աշխարհաքաղաքական ռիսկերով, այնպես էլ ներքին տնտեսությունում հնարավոր զարգացումներով: Տնտեսության ընթացիկ զարգացումների և հիմնարար պայմանների մանրամասն ուսումնասիրությունից կարելի է եզրահանգել, որ ներկայումս, չնայած Ա տիպի ռիսկերի առկայությանը, Բ տիպի ռիսկերի նյութականացման ազդակներն առավել առարկայական են: Ըստ իս, չնայած վերջին ամիսներին արձանագրվող գնաճի՝ նպատակային ցուցանիշից ցածր մակարդակին, տոկոսադրույքի զգուշավոր թուլացումը կարևոր է գնաճային սպասումների խարսխման տեսանկյունից: Այս համատեքստում, միջնաժամկետ հորիզոնում քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ 25 բազիսային կետով աստիճանական նվազեցումը համարում եմ ռացիոնալ և խելամիտ քայլ, որը լավագույնս է կառավարում վերևի և ներքևի ուղղությամբ ռիսկերը: Հաստատում եմ, որ գների կայունության նպատակի ապահովման համար ԿԲ Խորհուրդը կշարունակի մշտադիտարկել տնտեսության զարգացման սցենարները և անհրաժեշտության դեպքում կձեռնարկի համարժեք գործողություններ:

Խորհրդի անդամ Արտակ Մանուկյան

Վերջին ամիսներին տնտեսական և ֆինանսական ոլորտի զարգացումների մասով պատկերացումներ ձևավորելու համատեքստում գնահատել եմ հնարավոր ռիսկերի և անորոշությունների հիմնական աղբյուրները: Այս ամենի համադրության արդյունքում որոշում եմ կայացրել քվեարկել քաղաքականության տոկոսադրույքը 25 բազիսային կետով նվազեցնելու օգտին: Տվյալների ուսումնասիրությունը փաստում է, որ արտաքին միջավայրից կարող են փոխանցվել թույլ գնաճային ազդակներ, սակայն նաև առկա են վերևի ուղղությամբ ռիսկեր: Ներքին տնտեսությունում առավել հավանական է Բ տիպի ռիսկերի նյութականացումը: Մասնավորապես՝ կապիտալի ներհոսքի աճի տեմպի նվազման արդյունքում հնարավոր է համախառն պահանջարկի թուլացման ռիսկ: Այս ռիսկի նյութականացման հավանականությունը համարում եմ բարձր՝ նաև հաշվի առնելով տարածաշրջանում բացասական զարգացումները, որոնք կարող են խորացնել իրենց ազդեցությունը զբոսաշրջային հոսքերի վրա: Աշխատաշուկայի պայմանները շարունակում են թուլանալ՝ արտահայտվելով աշխատավարձերի, կոշտ գներով բնութագրվող ծառայությունների գնաճի և գնաճային սպասումների որոշակի նվազմամբ, սակայն հարկաբյուջետային քաղաքականության կողմից պահանջարկի լրացուցիչ խթանման ռիսկերը մնում են առարկայական: Չնայած վերջին ամիսներին արձանագրվող գնաճի՝ նպատակային ցուցանիշից էականորեն ցածր մակարդակին, տնտեսության ընթացիկ զարգացումների և հիմնարար պայմանների մանրամասն ուսումնասիրության արդյունքում հակված եմ կիրառել հավասարակշռված մոտեցում, որը դրսևորվում է տոկոսադրույքի զգուշավոր թուլացմամբ, ինչը կարևոր է ինչպես գնաճային սպասումների խարսխման, այնպես էլ ֆինանսական շուկայի մասնակիցների սպասումները կառավարելու գործընթացում: Ըստ այդմ, քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ 25 բազիսային կետով աստիճանական նվազեցումը համարում եմ հավասարակշռված քայլ, որը, կարծում եմ, լավագույնս է համապատասխանում Ա և Բ տիպի սցենարներով առկա ռիսկերի կառավարմանը՝ այլընտրանքային ծախսերի (least regrets) նվազեցման սկզբունքի համատեքստում: Հաստատում եմ, 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 եմ քաղաքականության տոկոսադրույքը 25 բազիսային կետով նվազեցնելու օգտին: ԱՄՆ ԴԴՀ-ի կողմից քաղաքականության տոկոսադրույքի մեծ քայլով նվազեցումից հետո ֆինանսական շուկաներում ձևավորվել են քաղաքականության մեղմացման սպասումներ: Սա, իմ գնահատմամբ, այլ հավասար պայմաններում, լրացուցիչ տարածք է առաջացնում ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականության դիրքի վերաբերյալ քննարկման տեսանկյունից: ԵՄ-ում և Չինաստանում պահպանվում են տնտեսական աճի դանդաղման ռիսկեր, որոնք կարող են հանգեցնել համաշխարհային պահանջարկի որոշակի թուլացմանը: Նման պայմաններում, իմ գնահատմամբ, արտաքին հատվածից ՀՀ տնտեսություն կփոխանցվեն առավելապես գնանկումային կամ կայունացման ազդակներ: Ներքին տնտեսությունում, թեև արտաքին պահանջարկի գործոններն աստիճանաբար թուլանում են, սակայն ներքին պահանջարկի, մասնավորապես՝ մասնավոր սպառման ու մանրածախ առևտրի բարձր աճը վկայում է համախառն պահանջարկի համեմատաբար կայուն միջավայրի մասին: Դրա մասին է վկայում նաև վարկավորման ծավալների կայուն աճի պահպանումը՝ նպաստելով թե՛ պահանջարկի, թե՛ տնտեսական աճի կայուն միջավայրի ձևավորմանը: Աշխատանքի շուկայի վերջին զարգացումները, իմ գնահատմամբ,

առավելապես արտահայտում են պահանջարկի միջավայրի կայունացումը և ամբողջական պահանջարկի թուլացման ռիսկեր չեն պարունակում: Ներկա անորոշությունների պայմաններում Ա տիպի ռիսկերից իմ համար մտահոգիչ են հարկաբյուջետային քաղաքականության հեռանկարի հետ կապված հնարավոր սցենարները, իսկ Բ տիպի սցենարներից՝ շինարարության ոլորտում նկատվող դանդաղման ռիսկերը: Այս համատեքստում, հավասարակշռելով Ա և Բ տիպի սցենարներից բխող անորոշությունները, նպատակահարմար եմ համարում շուկայի միջնաժամկետ սպասումներին համահունչ քաղաքականության տոկոսադրույքի աստիճանական նվազեցումը, ինչը կարևորում եմ գների կայունության նպատակի ապահովման համար:

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 25 բազիսային կետով իջեցնելու օգտին: Իմ որոշումը հիմնավորված է այն հաստատական համոզմամբ, որ, չնայած տնտեսության ներկա փուլում և միջնաժամկետ հորիզոնում գերակշռում են Բ տեսակի գնանկումային ռիսկերը, այնուամենայնիվ, միջնաժամկետ հորիզոնում առկա են էական Ա տիպի գնաճային ռիսկեր: Ընդգծելով Բ տեսակի ռիսկերի գերակայությունը՝ նշեմ, որ ԱՄՆ, ԵՄ, ՄԹ և այլ զարգացած տնտեսություններում շարունակվում է արձանագրվել գնաճի դանդաղման և աշխատանքի շուկայի պայմանների թուլացման միտումը: Հաշվի առնելով նշված տնտեսություններում շուրջ երկու տարի իրականացված և դեռևս պահպանվող խիստ դրամավարկային քաղաքականությունը՝ հնարավոր է, որ համաշխարհային գնաճը արագ նվազի՝ տևական ժամանակահատված ցածր մնալով թիրախային մակարդակից: Անդրադառնալով ներքին տնտեսությունում նկատվող գնանկումային ռիսկերին՝ նշեմ, որ ՀՀ տնտեսությունում շարունակվում է անվանական աշխատավարձերի աճի տեմպերի դանդաղումը, թուլանում է մի շարք արտահանելի ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկը, իսկ ՀՀ տնտեսությունում արձանագրվող ընդհանուր գնաճը մնում է թիրախից ցածր: Հատկանշական է, որ ԿԲ կողմից նախկինում նշված անշարժ գույքի շուկայում սորմայից բարձր տնտեսական ակտիվության թուլացման դեպքում ներքին տնտեսությունում կդանդաղի համախառն պահանջարկը՝ առաջացնելով հավելյալ գնանկումային ռիսկեր: Այդուհանդերձ, հարկ է նշել նաև մի շարք գնաճային ռիսկերի մասին: Մասնավորապես՝ ԱՄՆ-ում սպասվող նախագահական ընտրություններից հետո հնարավոր է հարկաբյուջետային խթանների նշանակալի մեծացում և համաշխարհային առևտրում լարվածության աճ: Նկարագրված զարգացումներն ի վերջո կհանգեցնեն համաշխարհային առևտրի ենթակա մի շարք ապրանքների գնաճի արագացմանը: Հարկ է նշել նաև, որ աշխարհաքաղաքական լարվածության պահպանման և հետագա սրման դեպքում հնարավոր է համաշխարհային շուկաներում հանքահումքային ապրանքների գնաճի արագացում, ինչպես նաև ՀՀ տնտեսությունում ռիսկի հավելավճարի աճ: Նշեմ նաև, որ ՌԴ տնտեսությունում գնաճը և գնաճային սպասումները շարունակել են արագանալ՝ էականորեն բարձր մնալով թիրախային մակարդակից: Արտաքին հատվածում նկարագրված զարգացումները կարող են ավելացնել գնաճային ճնշումները ՀՀ տնտեսությունում: Միջնաժամկետում առկա են նաև բացառապես ՀՀ ներքին տնտեսության զարգացումներով պայմանավորված գնաճային ռիսկեր, մասնավորապես՝ առևտրի և մի շարք այլ ծառայությունների ոլորտներում պահպանվող բարձր տնտեսական ակտիվությունը, ՀՀ ձեռնարկություններին և տնային տնտեսություններին տրամադրվող վարկերի բարձր աճը, ինչպես նաև վերջին տարիներին կուտակված խնայողությունները և ներքին տնտեսությունում ակտիվների գների արձանագրված աճը կարող են տևական ժամանակահատված շարունակել խթանել ներքին պահանջարկը՝ ստեղծելով հավելյալ գնաճային ճնշումներ: Համադրելով Ա և Բ տեսակի նկարագրված ռիսկերը՝ համոզված եմ, որ անհրաժեշտ է շարունակել ԿԲ կողմից վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի չափավոր նվազեցման քաղաքականությունը՝ նպատակ ունենալով միջնաժամկետում ապահովել ԿԲ թիրախին մոտ գնաճի մակարդակ: 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 4% մակարդակի և գների կայունության նպատակի ապահովման համար:



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

Գիտության զեկույց | 2024 թ. հոկտեմբեր