



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

2024 թ. 1-ին եռամսյակ

Թափանցիկության
զեկույց

Հրապարակման ամսաթիվ՝ 12 մարտի 2024 թ.

Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի նիստի արձանագրություն

12 մարտի, 2024 թ.

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

Ընթացիկ տնտեսական իրավիճակի և հիմնարար պայմանների գնահատում

Խորհրդի նիստը սկսվեց մարտի 12-ի դրությամբ Դրամավարկային թիմի կողմից համաշխարհային և ներքին տնտեսությունում ընթացիկ տնտեսական իրավիճակի և հիմնարար պայմանների ներկայացմամբ: Քննարկվեցին գնաճի, արտաքին միջավայրի, իրական, հարկաբյուջետային, ֆինանսական և դրամավարկային հատվածների զարգացումները, ինչպես նաև տարբեր ռիսկերից ու անորոշություններից ածանցվող սցենարների բազմությունը, ընդգծվեցին քաղաքականությանն առնչվող ռիսկերի աղբյուրները:

Քննարկումները սկսվեցին համաշխարհային տնտեսական միջավայրի զարգացումների նկարագրությամբ: 2023 թվականի չորրորդ եռամսյակում և 2024 թվականի առաջին ամիսներին, չնայած գործընկեր երկրներում ոչ միանման տնտեսական զարգացումներին, համաշխարհային տնտեսությունում պահպանվել են տնտեսական ակտիվության դանդաղման ռիսկերը: Վերոնշյալ ռիսկերի, ինչպես նաև զարգացած երկրներում իրականացվող դրամավարկային քաղաքականության համատեքստում աշխարհում ընդհանուր գնաճային միջավայրը զգալիորեն մեղմվել է: Դա արտահայտվել է միջազգային ապրանքահումքային շուկաներում որոշակի գնանկումային դրսևորումներով: Այնուամենայնիվ, Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական լարվածության պահպանումը և հետագա հնարավոր զարգացումները կարող են լրացուցիչ ռիսկեր և անորոշություններ առաջացնել նավթի համաշխարհային գների և համաշխարհային արժեզրեաների խաթարման տեսանկյունից: Ավելին, Չինաստանում տնտեսական աճի դանդաղման և ֆինանսական կայունության հետ կապված պոտենցիալ ռիսկերը կարող են լրացուցիչ ճնշումներ առաջացնել համաշխարհային պահանջարկի, ապրանքների և հումքատեսակների գների տեսանկյունից: Քննարկվեցին նաև տարբեր երկրներում աշխատաշուկայի գերտաքացած իրավիճակի, զարգացած երկրներում սպառման աճով պայմանավորված բարձր պահանջարկի պահպանման, ինչպես նաև թվարկված գործունեության բխող գնաճային ճնշումների շարունակական պահպանման վերաբերյալ հարցեր: Հաշվի առնելով Նշված գործոնները՝ ակնկալվում է, որ առաջիկայում հիմնական գործընկեր երկրներում դրամավարկային քաղաքականության խիստ պայմանները կպահպանվեն: Այս իրավիճակում, Խորհրդի անդամները համակարծիք էին, որ համաշխարհային տնտեսությունից ՀՀ տնտեսության վրա գնանկումային ազդեցությունները կշարունակվեն:

Խորհուրդը քննարկել է Հայաստանի տնտեսության ընթացիկ զարգացումներն ու հիմնարար պայմանները: Հայաստանում տնտեսական ակտիվության աճը պահպանվում է բարձր մակարդակում՝ առևտրի և շինարարության ոլորտում շարունակվող բարձր աճի շնորհիվ: Տնտեսության հիմնական շարժիչ ուժերը շարունակում են մնալ վերոնշյալ ճյուղերը: 2023 թվականի չորրորդ եռամսյակի ընթացքում արտաքին պահանջարկից ածանցվող ազդեցությունները շարունակել են թուլանալ՝ պայմանավորված զբոսաշրջության աճի տեմպի դանդաղմամբ (մեկ զբոսաշրջիկի հաշվով իրական ծախսերի կայունացում և զբոսաշրջիկների ներհոսքի դանդաղում): Այս միտումը շարունակվել է նաև 2024 թվականի առաջին եռամսյակում: Միաժամանակ, Խորհուրդը ընդգծել է ներքին պահանջարկի պայմանների հետ կապված անորոշությունների բարձր մակարդակը և, չնայած մասնավոր սպառման աճի դանդաղմանը, վարկերի աճի միտումների շարունակական պահպանման, ինչպես նաև Նախկինում կուտակված խնայողությունների նվազման պարագայում որոշակի ռիսկեր կարող են առաջանալ վերջինիս խթանման համար: Դրան զուգահեռ, դիտվել է մասնավոր ներդրումների աճ, ինչը կարող է դրական ազդակ պարունակել արտադրական կարողությունների հետագա աճի ու ՀՆԱ ճնշի ճշգրտման ուղղությամբ: Անդրադառնալով աշխատաշուկային՝ Նշվել է, որ, թեև Նախորդ եռամսյակների համեմատությամբ տարեկան աշխատավարձի աճը որոշ չափով դանդաղել է, այն դեռևս պահպանվում է բավականին բարձր մակարդակում և շարունակում ունենալ որոշակի գնաճային ազդեցություն: Միաժամանակ, 2023 թվականի 4-րդ եռամսյակում արձանագրված աշխատուժի առաջարկի աճը (հիմնականում Արցախից բռնի տեղահանված բնակչության ինտեգրում ներքին աշխատաշուկայում, Հնդկաստանից աշխատանքային միգրանտների ժամանում և աշխատուժի մասնակցության բարձր մակարդակ) կարող է Նպաստել աշխատաշուկայի պայմանների մեղմմանը, թեև այս միտումների շարունակական բնույթի վերաբերյալ առկա է մեծ անորոշություն: Վերջիններս վերաբերում են աշխատուժի առաջարկի

ընդլայնման մասշտաբներին, դիտարկվող միտումների պահպանմանը, ինչպես նաև համախառն առաջարկի և պահանջարկի վրա հնարավոր ազդեցության չափերին:

Խորհուրդն այնուհետև անդրադարձավ Հայաստանի ֆինանսական շուկայի զարգացումներին: Արձանագրվեց, որ 2024 թվականի առաջին ամիսներին եկամտաբերության կորի երկարաժամկետ հատվածը 2023 թվականի վերջին եռամսյակից ի վեր աճել և պահպանվել է նշանակալիորեն բարձր մակարդակի վրա: Այնուամենայնիվ, քաղաքականության տոկոսադրույքի հունվարի նվազեցումից հետո եկամտաբերության կորի այդ հատվածի տոկոսադրույքները կրկին հետ են վերադարձել, թեև կորի կարճաժամկետ հատվածի եկամտաբերությունը դեռևս մնում է բարձր: Եկամտաբերության կորի նմանատիպ շարժերի հավանական մեկնաբանություն կարող են լինել առավել բարձր գնաճային սպասումները, երկրի ռիսկի հավելավճարի հետ կապված անորոշության աճը, ինչպես նաև ժամանակային հավելավճարի (term-premium) տատանողականության հետ կապված ռիսկերը: Ներքին բարձր պահանջարկի պայմաններում և սպառողական վարկերը, և՛ հիփոթեքային վարկերը շարունակում են աճել, իսկ բանկային համակարգում պահպանվել է իրացվելիության և կապիտալի բարձր մակարդակ:

Խորհուրդը քննարկել է գնաճային զարգացումները և արձանագրել, որ 12-ամսյա գնաճը 2024 թվականի փետրվարին կազմել է -1.7%, ինչը զգալիորեն ցածր է ԿԲ-ի միջնաժամկետ նպատակային ցուցանիշից: Այս զարգացումները պայմանավորվել են արտաքին հատվածից փոխանցվող գնանկումային ազդեցություններով, ՀՀ ԿԲ-ի կողմից վարած խիստ դրամավարկային քաղաքականությամբ և դրամի արժուրման հետևանքներով: 12-ամսյա բնականոն գնաճը նույնպես գտնվել է բացասական տիրույթում կազմելով -0.4%: Նշվեց նաև, որ չնայած վերջին տարվա ընթացքում ընդհանուր գնաճի կտրուկ նվազմանը, 2023 թվականին ոչ արտահանելի կոշտ գները շարունակում էին պահպանվել համեմատաբար բարձր մակարդակներում, սակայն վերջին ամիսներին այն սկսել է նվազել, և 2024 թվականի հունվարին կազմել է 3.0% տ/տ: Ներկայացվեցին նաև գնաճային սպասումների հարցման արդյունքները, որոնց համաձայն 2024 թվականի 1-ին եռամսյակում տնային տնտեսությունների գնաճային սպասումները մեղմվել են, բայց դեռևս մնում են բարձր՝ համեմատած միջազգային մակարդակների հետ, մինչդեռ 2023 թվականի 4-րդ եռամսյակի համեմատությամբ ապագա գնաճի վերաբերյալ տնային տնտեսությունների անորոշությունը զգալիորեն նվազել է:

Հիմնական ռիսկերի, անորոշությունների և սցենարների շուրջ քննարկումներ

Հաշվի առնելով արտաքին ու ներքին տնտեսությունների ընթացիկ և ապագա մակրոտնտեսական զարգացումների քննարկումները՝ Խորհուրդն անցավ մակրոտնտեսական սցենարների, դրամավարկային քաղաքականության ուղղությունների քննարկման ու քաղաքականության տոկոսադրույքի որոշման կայացմանը:

Քննարկմանը նպաստելու նպատակով Քաղաքականություն մշակող թիմը ներկայացրել էր երկու տիպային սցենար: Մի կողմից, ներկայացվեցին սցենարներ, որոնց հիմքում ընկած զարգացումները, այդ թվում՝ դեռևս պահպանվող բարձր գնաճային սպասումները, ինչպես նաև երկրի ռիսկի հավելավճարի հետ կապված անորոշությունները, պահանջում է քաղաքականության ավելի կոշտ արձագանք՝ միջնաժամկետում ներքին պահանջարկը զսպելու, գնաճային սպասումները խարսխելու և գների կայունության նպատակը ապահովելու համար: Մյուս կողմից, ներկայացվեցին սցենարներ, որտեղ հնարավոր տնտեսական զարգացումները, այդ թվում՝ աշխատուժի առաջարկի շարունակական ընդլայնումը և պահանջարկի որոշակի թուլացումը, կծանալորեն ավելցուկային առաջարկ՝ հանգեցնելով գնաճի ցածր մակարդակի երկար պահպանմանը: Սա ենթադրում էր քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի արագ և մեծ չափով նվազման ուղի՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճը նպատակային ցուցանիշի շուրջ կայունացնելու համար:

Ռիսկերի ավելի լայն շրջանակի և նշված երկու տիպային սցենարների քննարկումից հետո՝ Խորհրդի անդամներն արտահայտեցին ռիսկերի և անորոշության հիմնական աղբյուրների ու տեսակների վերաբերյալ իրենց տեսակետները, որոնք առավել կարևոր են այս փուլում քաղաքականության տոկոսադրույքի խելամիտ որոշում կայացնելու համար: Խորհրդի բոլոր անդամներն ընդգծեցին համաշխարհային տնտեսական ակտիվության դանդաղման հնարավոր ռիսկերը, ներառյալ ԱՄՆ-ում քաղաքականության զսպող դիրքը «ավելի երկար պահելու» դիրքորոշումը, ինչպես նաև ԵՄ-ում և Չինաստանում ռեցեսիայի ռիսկերը՝ համաշխարհային պահանջարկի և գնաճի վրա դրանց հնարավոր ազդեցությամբ: Խորհրդի բոլոր անդամներն ընդգծել են նաև միջազգային ապրանքահումքային շուկաներում գների մշտադիտարկման անհրաժեշտությունը, որոնք թեև նվազման միտում ունեն, բայց երկու ուղղություններով էլ ռիսկեր են պարունակում: Գների աճի ուղղությամբ ռիսկերը բխում են Կարմիր ծովում աշխարհաքաղաքական լարվածության և նավթի գների ու մատակարարման շղթաների վրա հնարավոր ազդեցություններից, մինչդեռ նվազման ռիսկերը կարող են ածանցվել Չինաստանում պահանջարկի թուլացման սցենարից: Ավելին՝ հնարավոր են խորը գնանկումային դրսևորումներ, եթե Չինաստանի տնտեսությունը լայնածավալ անկում և ֆինանսական ճգնաժամ ապրի՝ հաշվի առնելով անշարժ գույքի և ֆինանսական հատվածի խոցելիությունը: Խորհուրդը նաև միակարծիք էր, որ գնաճը և գնաճային սպասումները Հայաստանում զգալիորեն նվազել են՝ իրականացված դրամավարկային քաղաքականության և արտաքին հատվածից փոխանցվող գնանկումային ազդեցությունների արդյունքում: Խորհրդի մի քանի անդամներ, այդ թվում՝ Լևոն Սահակյանը

և Նարեկ Ղազարյանը, ընդգծեցին, որ փետրվարին 12-ամյա գնաճի արձանագրված զգալի անկումը՝ որը ամսվա վերջին կազմել է -1.7%, զգալիորեն ցածր է գտնվել սպասումներից: Դրան արձագանքեց Նաև Դավիթ Նահապետյանը, ով պնդում էր, որ նման իրավիճակում գնաճային սպասումների ապախարսխման ավելի վաղ դիտարկվող ռիսկերը հիմնականում չեզոքացել են: Միաժամանակ, Յովհաննես Խաչատրյանը և Լևոն Սահակյանը ընդգծում էին պահանջարկի հնարավոր բացասական ճեղքի դերակատարությունը գնաճի նման զարգացումներում: Մյուս կողմից, Արմեն Նուրբեկյանն էլ մատնանշեց, որ պահպանվում է գնաճի նպատակային ցուցանիշի շուրջ գնաճային սպասումների խարսխվածության զգալի անորոշություն, ինչը կարող է Նաև ֆինանսական շուկայում նկատվող որոշ զարգացումների պատճառը լինել: Ավելին, թեև 2023 թվականի չորրորդ եռամսյակում գրանցվել է բարձր տնտեսական աճ, Խորիքի շատ անդամներ, այդ թվում՝ Մարտին Գալստյանը, Արմեն Նուրբեկյանը, Յովհաննես Խաչատրյանը, Արտակ Մանուկյանը և Լևոն Սահակյանը, մտահոգություն հայտնեցին, որ այս վերջին աճը ընդգրկում է և կենտրոնացած է կոնկրետ հատվածներում առաջացնելով ինչպես կարճաժամկետ, այնպես էլ ՅՆԱ ներուժի հետ կապված միջնաժամկետ անորոշություններ: Յովհաննես Խաչատրյանը պնդեց, որ այս զարգացումների ֆոնին ՅՆԱ ճեղքվածքը զգալիորեն բացասական է, իսկ Մարտին Գալստյանը և Արմեն Նուրբեկյանը նշեցին, որ ներքին և արտաքին պահանջարկի որոշակի ճնշումներ դեռևս պահպանվում են՝ հանգեցնելով ՅՆԱ փոքր դրական ճեղքվածքին: Անդրադառնալով աշխատաշուկային՝ Խորիքի շատ անդամներ, այդ թվում՝ Մարտին Գալստյանը, Յովհաննես Խաչատրյանը, Յասմին Ղահրամանյանը, Արտակ Մանուկյանը, Դավիթ Նահապետյանը և Լևոն Սահակյանը, նշել են, որ մի շարք աղբյուրներից եկած աշխատուժի առաջարկի աճը կարող է որոշ չափով մեղմել աշխատաշուկայի ճնշումները և դանդաղեցնել աշխատավարձերի աճը՝ դրանով իսկ թուլացնելով գնաճային ազդեցությունները:

Բաղաքականության որոշում

Արդյունքում՝ հավասարակշռելով վերը նշված երկու ուղղությամբ ռիսկերը, ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշեց շարունակել դանդաղ տեմպերով աստիճանական թուլացումը: Խորհուրդը կշարունակի մշտադիտարկել տնտեսության զարգացման սցենարները և պատրաստ է ձեռնարկել համարժեք գործողություններ՝ միջևաժամկետ հորիզոնում գնաճի 4% մակարդակի և գների կայունության նպատակի ապահովման համար:



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

