



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

2024 թ. 4-րդ եռամսյակ

Թափանցիկության
զեկույց

Հրապարակման ամսաթիվ՝ 10 դեկտեմբերի 2024 թ.

Ա. Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի Նիստի արձանագրություն

10 դեկտեմբերի, 2024 թ.

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

Ընթացիկ տնտեսական իրավիճակի և հիմնարար պայմանների գնահատում

Դեկտեմբերի 10-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, ինչպես նաև Դրամավարկային քաղաքականության զեկույցի 1-ին գլխի Բ մասում:

Հիմնական ռիսկերի, անորոշությունների և սցենարների շուրջ քննարկումներ

Արտաքին ու ներքին տնտեսություններում ընթացիկ և հիմնարար մակրոտնտեսական պայմանների վերաբերյալ քննարկումներից հետո՝ խորհուրդն անցավ առկա անորոշություններից բխող ռիսկերի և մակրոտնտեսական սցենարների, ինչպես նաև դրամավարկային քաղաքականության ուղղությունների քննարկմանն ու քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ որոշման կայացմանը: 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 (Ա տիպի սցենարներ), որոնց հիմքում ընկած զարգացումները կարող են պահանջել ընթացիկ շուկայական սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր մակարդակ, այդ թվում՝ ներքին տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի ձևավորման և երկարատև պահպանման, ինչպես նաև երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վերաբերյալ անորոշությունները: Այս տիպի սցենարները հիմնականում կապված են ԱՄՆ-ում հարկաբյուջետային քաղաքականության սպասվող դիրքի ու պարտքի հեռանկարի և այդ համատեքստում ԱՄՆ միջնաժամկետ չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշությունների, համաշխարհային և տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական զարգացումների ու լարվածության հնարավոր սրման, ՀՀ-ում հարկաբյուջետային ավելի խթանող դիրքի ձևավորման և այլ ռիսկերի հետ:

Մյուս կողմից՝ խորհուրդը դիտարկել է սցենարներ (Բ տիպի սցենարներ), որոնց հիմքում ընկած զարգացումները կարող են պահանջել ընթացիկ շուկայական սպասումների համեմատությամբ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի արագ նվազման ուղի՝ միջնաժամկետ հորիզոնում գների կայունությունն ապահովելու համար: Այս տեսակի սցենարները ներառում են համաշխարհային պահանջարկի թուլացման, ներքին տնտեսությունում ավելի թույլ պահանջարկի, աշխատանքի շուկայի պայմանների անցանկալի մեղմման, գնաճի՝ երկար ժամանակ ցածր մակարդակում պահպանման արդյունքում գնաճային սպասումների հետագա, անցանկալի նվազման, ինչպես նաև անշարժ գույքի շուկայի ճգնաժամային պայմաններում ամբողջական պահանջարկի վրա ազդեցության շուրջ անորոշություններ և ռիսկեր:

Ռիսկերի առավել լայն շրջանակի համատեքստում խորհրդի անդամները ներկայացրին առկա 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 խնդիրը:

Խորհրդի անդամները քննարկեցին ԱՄՆ տնտեսության հեռանկարի և ԴԴՀ դրամավարկային քաղաքականությանը վերաբերող անորոշությունների հետ կապված հարցեր: Մարտին Գալստյանը, Արմեն Նուրբեկյանը, Յովհաննես Խաչատրյանը և Նարեկ Ղազարյանը հայտնեցին իրենց մտահոգությունը՝ կապված միջնաժամկետ հատվածում առավել խթանող հարկաբյուջետային դիրքի ձևավորման և, հատկապես պարտքի բեռի ավելի կտրուկ աճի պարագայում ԱՄՆ չեզոք տոկոսադրույքի վրա հավանական ազդեցությունների հետ: Արմեն Նուրբեկյանը և Մարտին Գալստյանը համակարծիք էին, որ հարկաբյուջետային ընդլայնող դիրքը և աճող առևտրային լարվածությունները համաշխարհային տնտեսության վրա կարող են ունենալ գնաճային ազդեցություններ: Արմեն Նուրբեկյանը և Հասմիկ Ղահրամանյանը շեշտադրեցին, որ, ԱՄՆ ԴԴՀ-ի տոկոսադրույքների համեմատաբար մեծ քայլով նվազեցումից հետո, երկարաժամկետ շուկայական տոկոսադրույքները զգալիորեն աճել են՝ վկայելով չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ դեպի վեր ռիսկերի առկայության մասին: Լևոն Սահակյանը նշեց, որ ԱՄՆ-ի չեզոք տոկոսադրույքը միջնաժամկետում կգտնվի 3-4% միջակայքում: Այս համատեքստում Արտակ Մանուկյանն ընդգծեց, որ ԱՄՆ ԴԴՀ կողմից քաղաքականության տոկոսադրույքի առաջիկա հնարավոր նվազեցումը ավելի մեծ դաշտ կստեղծի ՀՀ ԿԲ դրամավարկային պայմանների թուլացման համար: Անդրադառնալով համաշխարհային տնտեսության զարգացումներին՝ Նարեկ Ղազարյանը, Լևոն Սահակյանը և Յովհաննես Խաչատրյանը մատնանշեցին Չինաստանում ներքին պահանջարկի ու տնտեսական ակտիվության աճի հետագա դանդաղման ռիսկերը, որոնք իրենց ազդեցությունը կարող են ունենալ միջազգային ապրանքահումքային շուկայի և ՀՀ-ում ներմուծվող ոչ պարենային ապրանքների գների վրա, իսկ Եվրոգոտում արդյունաբերության ոլորտում խնդիրների շարունակվող խորացումը կարող է աստիճանաբար փոխանցվել տնտեսության այլ ոլորտներ: Ընդհանուր առմամբ, Խորհուրդը համակարծիք էր, որ, չնայած հիմնականում առաջարկի գործոններով պայմանավորված պարենային ապրանքների գների ընթացիկ աճին, այս մասով միջնաժամկետում ռիսկերը հավասարակշռված են և միջազգային ապրանքահումքային շուկաներից առաջիկայում կարելի է ակնկալել թույլ գնաճային ազդակներ:

Քննարկելով ՌԴ տնտեսության զարգացումները՝ Հասմիկ Ղահրամանյանը մտահոգություն հայտնեց, որ արևմտյան ավելի խիստ ու թիրախավորված պատժամիջոցները զգալի ռիսկեր են պարունակում ՌԴ տնտեսության միջնաժամկետ հեռանկարի վերաբերյալ, ինչը կարող է բացասաբար ազդել թե՛ ՀՀ-ում ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկի, թե՛ դեպի ՌԴ միգրացիոն հոսքի ու ՀՀ ուղղվող դրամական փոխանցումների վրա: Խորհրդի անդամները համակարծիք էին, որ ՌԿԲ-ի դրամավարկային զսպող քաղաքականության արդյունքում պահանջարկը կարող է կտրուկ թուլանալ, իսկ Մարտին Գալստյանը հավելեց, որ ՌԿԲ-ի համար միջնաժամկետ մարտահրավեր է՝ գնաճը հնարավորինս քիչ ծախսատար ուղղով թիրախին մոտեցնելը:

Խորհուրդը քննարկեց ներքին տնտեսության զարգացումները՝ ընդգծելով, որ տնտեսական աճի դանդաղման համատեքստում համախառն առաջարկի ու համախառն պահանջարկի հարաբերական դիրքի վերաբերյալ անորոշությունները պահպանվում են: Յովհաննես Խաչատրյանի գնահատմամբ՝ ՀՆԱ ճեղքվածքը գտնվում է բացասական տիրույթում՝ մասնավորապես հաշվի առնելով տնտեսական աճի՝ ըստ ճյուղերի ոչ հավասարաչափ լինելու հանգամանքը: Խորհրդի անդամները նշեցին, որ մասնավոր սպառման և, հատկապես սպառողական վարկավորման, աճի ազդեցությամբ ներքին պահանջարկի ընդլայնման ազդակները պահպանվում են, իսկ Արմեն Նուրբեկյանն ավելացրեց, որ վարկավորման ընթացիկ աճը վկայում է ԴԿԶ խթանող դիրքի մասին, նույնիսկ, եթե վարկավորման տոկոսադրույքները, այդ թվում՝ որոշ կարճաժամկետ գործոնների ազդեցությամբ, չեն նվազում: Իսկ Յովհաննես Խաչատրյանի կարծիքով, պետական պարտատուների, դրամային վարկերի և դրամային ավանդների տոկոսադրույքների դանդաղ նվազումը վկայում է կառուցվածքային երևույթների մասին և, հավանաբար, պահանջում է դրամավարկային ավելի թույլ պայմաններ:

Խորհուրդը համակարծիք էր, որ տնտեսական ակտիվությանը մեծապես նպաստող գրեթե բոլոր ճյուղերում բարձր ակտիվությունը կրում է նաև ժամանակավոր գործոնների ազդեցությունը: Առանձնակի ուշադրության արժանացան շինարարության ճյուղի զարգացումները: Խորհրդի բոլոր անդամները մտահոգված էին հատկապես բնակարանաշինության ենթաճյուղում աճի հնարավոր դանդաղման ռիսկերով՝ ընդգծելով անշարժ գույքի գների ճշգրտման պայմաններում ամբողջական պահանջարկի վրա հնարավոր ազդեցության հետ կապված անորոշությունները: Ընդ որում, Նարեկ Ղազարյանը և Լևոն Սահակյանը նշեցին, որ անշարժ գույքի շուկայի աստիճանական ճշգրտման ազդակներ արդեն նկատվում են, մասնավորապես՝ վարձակալության գների նվազմամբ: Արմեն Նուրբեկյանը և Հասմիկ Ղահրամանյանը շեշտադրեցին, որ մակրոպրոդեկցիալ քաղաքականության գործիքների միջոցով ձևավորվել են համապատասխան բարձիկներ՝ անշարժ գույքի շուկայից ածանցվող ֆինանսական կայունության ռիսկերի կառավարման ուղղությամբ:

Անդրադառնալով աշխատանքի շուկայի զարգացումներին՝ Խորհրդի անդամները միակարծիք էին, որ մասնավոր աշխատավարձերի աճի զգալի դանդաղումը, ձևավորված ցածր գնաճային միջավայրը և վերջին շրջանում օտարերկրյա աշխատակիցների որոշ արտահոսքը, ամենայն հավանականությամբ, վկայում են աշխատանքի շուկայի պայմանների թուլացման մասին: Յովհաննես Խաչատրյանը և Արտակ Մանուկյանը հավելեցին, որ աշխատաշուկայի թույլ պայմանները և աշխատավարձերի աճի դանդաղման վարքագիծը վկայում է պահանջարկի թույլ միջավայրի մասին (ինչպես ներքին, այնպես էլ արտաքին): Գնաճի զարգացումներին անդրադառնալով՝ Արտակ Մանուկյանը և Նարեկ Ղազարյանը նշեցին, որ

գնաճն արդեն երկար ժամանակ շարունակում է բավականին ցածր մակարդակի վրա պահպանվել, ինչը կարող է գնաճային սպասումների և գնաճի վերականգնման ընթացքի հետ կապված ռիսկեր պարունակել:

Խորհրդի անդամները, քննարկելով հարկաբյուջետային քաղաքականությանը վերաբերող հարցերը, համակարծիք էին, որ եկամուտների շարունակական թերհավաքագրումներից բխող ռիսկերը կարող են ունենալ ոչ միայն սպասվածից ավելի խթանող ազդեցություն տնտեսության վրա, այլ նաև պարունակել ռիսկեր երկրի ռիսկի հավելավճարի հիմնարար մակարդակի աճի տեսանկյունից: Մյուս կողմից՝ ըստ Հովհաննես Խաչատրյանի, չնայած պետք է ծախսերի զգալի աճին, ամբողջական պահանջարկի վրա ազդեցությունը կլինի սահմանափակ՝ պայմանավորված հատկապես կապիտալ ծախսումների կառուցվածքային առանձնահատկություններով:

Հաշվի առնելով տարածաշրջանային և աշխարհաքաղաքական լարվածության շարունակվող աճը, ինչպես նաև հարկաբյուջետային դիրքի և ՀՀ ռիսկի հավելավճարի շուրջ պահպանվող անորոշությունը՝ Մարտին Գալստյանը և Արմեն Նուրբեկյանը մատնանշեցին ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի ավելացման ռիսկերը: Ընդգծվեց նաև, որ ՀՀ չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշությունը պահանջում է շարունակական մշտադիտարկում և այդ գործոնը կարևոր դերակատարում կունենա դրամավարկային քաղաքականության հետագա որոշումների համար:

Ամփոփելով՝ Ա տիպի սցենարների համատեքստում Խորհուրդն ընդգծեց աշխարհաքաղաքական իրավիճակից և հարկաբյուջետային քաղաքականությունից բխող երկրի ռիսկի հավելավճարի և չեզոք տոկոսադրույքի հետ կապված անորոշություններն ու ռիսկերը, իսկ Բ տիպի ռիսկերից՝ անշարժ գույքի շուկայի աստիճանական ճշգրտման հետևանքով դրա հնարավոր բացասական ազդեցությունը համախառն պահանջարկի վրա, ինչպես նաև աշխատանքի շուկայի պայմանների թուլացման և համաշխարհային տնտեսության հեռանկարի վերաբերյալ մտահոգությունները:

Հովհաննես Խաչատրյանը և Արտակ Մանուկյանը, Բ տեսակի սցենարներից բխող ռիսկերի խելամիտ կառավարման համատեքստում, անհրաժեշտ համարեցին այս փուլում համեմատաբար մեծ քայլով քաղաքականության տոկոսադրույքի նվազեցումը: Մարտին Գալստյանը, Նարեկ Ղազարյանը, Հասմիկ Ղահրամանյանը և Լևոն Սահակյանը պնդեցին, որ, թեև Բ տիպի ռիսկերի նյութականացման հավանականությունը գերակշռում է, որոշ Ա տիպի ռիսկերի կառավարումը պահանջում է դրամավարկային պայմանների աստիճանական թուլացման հետագիծ: Արմեն Նուրբեկյանը նշեց, որ, քաղաքականության նպատակների ապահովման տեսանկյունից, շուկայի սպասումներին համահունչ քաղաքականության դիրքի աստիճանական թուլացումն առավել արդյունավետ է հավասարակշռում վերոնշյալ ռիսկերը ներկա փուլում:

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

Արդյունքում՝ արձանագրելով Բ տիպի սցենարների նյութականանալու ավելի մեծ հավանականությունը, սակայն, կարևորելով նաև Ա տիպի սցենարներից բխող էական ազդեցությունների կառավարման անհրաժեշտությունը՝ ՀՀ ԿԲ Խորհուրդը որոշեց շարունակել դրամավարկային պայմանների աստիճանական թուլացումը: Այս համատեքստում, 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
10 դեկտեմբերի, 2024 թ.

Խորհրդի անդամ	Որոշում
Նարեկ Ղազարյան	Իջեցնել 0.25 տոկոսային կետով
Լևոն Սահակյան	Իջեցնել 0.25 տոկոսային կետով
Արտակ Մանուկյան	Իջեցնել 0.5 տոկոսային կետով
Հասմիկ Ղահրամանյան	Իջեցնել 0.25 տոկոսային կետով
Հովհաննես Խաչատրյան	Իջեցնել 0.5 տոկոսային կետով
Արմեն Նուրբեկյան	Իջեցնել 0.25 տոկոսային կետով
Մարտին Գալստյան	Իջեցնել 0.25 տոկոսային կետով

Բ. Որոշման հիմնավորումներ

10 դեկտեմբերի, 2024 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 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 տոկոսադրույքը 25 բազիսային կետով իջեցնելու օգտին: Իմ որոշման հիմքում ընկած է ինչպես Բ, այնպես էլ Ա տիպի ռիսկերի խելամիտ հավասարակշռման անհրաժեշտությունը: Ընթացիկ տնտեսական զարգացումներն ավելի իրատեսական են դարձնում Բ տիպի սցենարների դրսևորման հնարավորությունները: Մասնավորապես՝ ՀՀ տնտեսական աճի դանդաղմանն ու կառուցվածքային առանձնահատկություններին զուգահեռ աշխատուժի շուկայի պայմանների թուլացումն ու երկար ժամանակ ցածր գնաճի պահպանումը, ցածր պահանջարկի և գնաճային սպասումների արագ կրճատման ռիսկեր են պարունակում: Ա տիպի ռիսկերի համատեքստում հիմնական մտահոգությունները կապված են միջնաժամկետում ԱՄՆ-ի հարկաբյուջետային քաղաքականության հեռանկարի, պարտքի ավելացման և երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա դրանց հավանական ազդեցության հետ: Հատկանշական են նաև անորոշություններն ու ռիսկերը՝ 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: Այնուամենայնիվ, կարևորելով վերոնշյալ ռիսկերից և անորոշություններից բխող հնարավոր կորուստները նվազագույնի հասցնելու պատրաստակամությունը, հատկապես Ա տիպի “dark corner” ռիսկերը կառավարելու ցանկությունը՝ կարծում եմ, որ քաղաքականության տոկոսադրույքի աստիճանական թուլացումը լավագույնս է հասցեագրում առկա ռիսկերն ու անորոշությունները: Հաստատում եմ, որ ռիսկերի 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 ռիսկերի 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 ռիսկերը: Միաժամանակ, արտաքին և ներքին տնտեսություններում էական անորոշությունները պահպանվում են: ԱՄՆ-ում տնտեսական ակտիվությունը մնում է բարձր, 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 ռիսկեր է պարունակում ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարի, հետևաբար և չեզոք տոկոսադրույքի աճի տեսանկյունից: Աշխարհաքաղաքական ռիսկերը, իմ գնահատմամբ, նկատելիորեն աճել են քաղաքականության վերջին որոշումից հետո: Համաշխարհային տնտեսությունում, հատկապես ԵՄ-ում և Չինաստանում, տնտեսական ակտիվության ռիսկերը նվազման ուղղությամբ են, ինչն էլ Բ տիպի ռիսկեր է պարունակում: Ներքին տնտեսությունում ցածր գնաճն ուղեկցվել է բարձր տնտեսական աճով, որը հիմնականում կենտրոնացված 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: Թեև տնտեսական ակտիվությունը բարձր է, այն թուլանում է՝ մոտենալով իր ներուժային մակարդակին: Ի լրումն, հարկաբյուջետային քաղաքականությունն այն հիմնական սցենարն է, որը խթանում է կարճաժամկետում պահանջարկի դրական ազդեցությունը, բայց նաև պայմանավորված է ռիսկի հավելավճարի վրա հնարավոր ազդեցությամբ, քանի որ պետական պարտքի մակարդակը բարձրանում է: Սա իր հերթին կարող է ճնշում ստեղծել ռիսկի հավելավճարի ավելացման առումով: Միևնույն ժամանակ, ներքին տնտեսությունից Բ տիպի ռիսկերի դրսևորումները հիմնականում արտահայտվում են աշխատաշուկայի պայմանների թուլացմամբ և տնտեսական աճի աստիճանական դանդաղմամբ՝ կայունանալով իր երկարաժամկետ մակարդակի շուրջ: Վերջին ամիսներին աշխատավարձերի աճի տեմպի դանդաղումը և գործազրկության մակարդակի կտրուկ աճը էական 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: Այս պայմաններում քաղաքականության տոկոսադրույքի առավել ագրեսիվ նվազեցման ռիսկը հավասարակշռում է պահանջարկի հնարավոր թուլացմանն առավել դանդաղ արձագանքելու ռիսկին: Քաղաքականության հնարավոր սխալի ծախսը, որը կարող է առաջանալ տոկոսադրույքների առավել արագ նվազեցման և հետագայում հնարավոր շրջադարձի հետևանքով, հավասարակշռում է քաղաքականության մյուս հնարավոր սխալի ծախսին, որը կապված է պահանջարկի միջավայրի հնարավոր թուլացումը իրական ժամանակում չգիտակցելու հանգամանքի հետ:

Նախագահի տեղակալ Հովհաննես Խաչատրյան

Հաշվի առնելով տնտեսության ընթացիկ զարգացումները և հիմնական ռիսկերի ու անորոշությունների աղբյուրների համապարփակ գնահատումը՝ քվեարկում եմ քաղաքականության տոկոսադրույքը 50 բազիսային կետով իջեցնելու օգտին: Իմ որոշման հիմքում ընկած են ինձ համար ավելի մտահոգիչ համարվող Բ տիպի գործոնները: Ա տիպի սցենարների վերաբերյալ հիմնական անորոշություններն ու ռիսկերը կապված են ԱՄՆ-ի հետընտրական զարգացումների պարագայում միջնաժամկետ և երկարաժամկետ հատվածում առավելապես գնաճային գործոնների հետ՝ պայմանավորված սպասվող խթանող ֆիսկալ դիրքով, տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական անորոշությունների պարագայում երկրի ռիսկի հավելավճարի, պետական պարտքի, ինչպես նաև ներքին տնտեսությունում երկարաժամկետ տոկոսադրույքների աճի ուղղությամբ ռիսկերով: Մյուս կողմից՝ ՌԴ, ԵՄ և Չինաստանի տնտեսական աճի սպասվող թուլացումից բխող արտաքին թույլ պահանջարկի ձևավորման, ապրանքահումքային գների նվազման, ինչպես նաև հարկաբյուջետային քաղաքականության՝ համախառն պահանջարկի վրա էապես զսպող ազդեցության և շինարարության ու անշարժ գույքի շուկայում ներքևի ուղղությամբ գների ճշգրտման ռիսկերը վկայում են առկա, էապես մեծ Բ տիպի ռիսկերի մասին: Ընդհանուր առմամբ, գնահատում եմ, որ ՀՆԱ ճեղքվածքը գտնվում է բացասական տիրույթում՝ հատկապես հաշվի առնելով տնտեսական աճի՝ ըստ ճյուղերի ոչ հավասարաչափ բաշխվածությունը: Վերջինիս մասին են վկայում նաև աշխատաշուկայի մեղմ պայմանները և աշխատավարձերի աճի դանդաղման վարքագիծը: Ընդ որում, Բ տիպի ռիսկերի նյութականացման հավանականությունը համարում եմ ավելի բարձր, սակայն, առաջնորդվելով ռիսկերի խելամիտ կառավարման «least regrets» սկզբունքով՝ անհրաժեշտ եմ համարում հավասարակշռել նաև Ա տիպի ռիսկերը, ինչի արդյունքում կարծում եմ, որ քաղաքականության տոկոսադրույքի 50 բազիսային կետով նվազեցումը լավագույնս է հասցեագրում առկա ռիսկերն ու անորոշությունները՝ հատկապես հաշվի առնելով կառուցվածքային երևույթներով պայմանավորված պետական արժեթղթերի, դրամային վարկերի և դրամային ավանդների տոկոսադրույքների դանդաղ նվազումը, որը, հավանաբար, պահանջում է դրամավարկային ավելի թույլ պայմաններ: Հաստատում եմ, որ ռիսկերի 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:

Խորհրդի անդամ Հասմիկ Ղահրամանյան

2024 թվականի դեկտեմբերի 10-ի ԿԲ խորհրդի նիստում քվեարկել եմ քաղաքականության տոկոսադրույքը 0,25 տոկոսային կետով նվազեցնելու օգտին: Որոշում կայացնելիս հիմնվել եմ տնտեսության ներկա իրավիճակի, նախորդող ժամանակահատվածում իրականացրած քաղաքականության, տնտեսության հեռանկարի վերաբերյալ իմ պատկերացումների, արտաքին և ներքին տնտեսության երևույթների՝ տարբեր ռիսկերով պայմանավորված սցենարային զարգացումների վրա՝ գնաճը 4% նպատակային ցուցանիշին մոտեցնելու հանձնառությամբ: Գնահատում եմ, որ արտաքին հատվածից ՀՀ տնտեսություն փոխանցվող գնաճային ճնշումները դեռևս կլինեն ոչ էական, չնայած Մերձավոր Արևելքում աշխարհաքաղաքական զարգացումները, հնարավոր է, որոշակի ռիսկեր առաջացնեն: Գործընկեր երկրներում զարգացումները շարունակում եմ նախանշել գնաճային միջավայրի որոշակի ընդլայնում, սակայն ՀՀ տնտեսության համար արտաքին աշխարհից ազդեցությունները, հնարավոր է, թույլ գնաճային լինեն, եթե աշխարհաքաղաքական

կտրուկ զարգացումները փոխեն իրավիճակը միջազգային առևտրային հարաբերությունների համատեքստում: Ներքին տնտեսության զարգացումների ազդեցությունը համախառն պահանջարկի վրա տեսանելի հորիզոնում գնահատում են ոչ էական գնաճային: Տնտեսական ակտիվության ներկա զարգացումները և աշխատանքի շուկայի վիճակագրությունը թույլ են տալիս եզրակացնելու, որ ներքին գործոնների ազդեցությամբ գնաճային միջավայրը չի ընդլայնվելու: Նվազել են նաև գնաճային սպասումները: Սակայն, չեմ բացառում, որ հարկաբյուջետային քաղաքականության ընթացքը կարող է փոխել ներկա իրավիճակը՝ պահանջարկի խթանման ուղղությամբ: Շարունակում են կարծել, որ դեռևս անորոշ են չեզոք տոկոսադրույքի գնահատման տարրերի զարգացումները՝ ելնելով մի տեսանկյունից՝ ներուժային ՀՆԱ-ի, մյուս տեսանկյունից՝ երկրի ռիսկի հավելավճարի գնահատման բարդություններից, որն էլ իր հերթին բխում է նաև աշխարհի խոշոր տնտեսությունների համար միջնաժամկետում ձևավորվելիք չեզոք տոկոսադրույքի մակարդակից: Եկամտաբերության կորի՝ դեռևս պահպանվող որոշ գործոնների մանրամասն վերլուծությունը հնարավորություն կտա ավելի լավ պատկերացում կազմել դրամավարկային քաղաքականության փոխանցման մեխանիզմի վերաբերյալ, որը քաղաքականության տոկոսադրույքի որոշման համար ավելի հստակ հիմքեր կստեղծի: Գնահատում են, որ ՀՀ-ում առավել հավանական են զարգացումներ, որոնք նախանշում են տոկոսադրույքի նվազեցման անհրաժեշտությունը՝ տնտեսության որոշ հիմնարարների թուլացման համար: Թեպետ չեզոք տոկոսադրույքի շեմի հստակության խնդիրը դեռևս առկա է, որոշում կայացնելու համար հիմք են ընդունել տոկոսադրույքի նվազեցման անհրաժեշտությունը 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 Արտակ Մանուկյան

Վերջին ամիսներին տնտեսական և ֆինանսական ոլորտի զարգացումների մասով պատկերացումներ ձևավորելու համատեքստում դիտարկել են այդ զարգացումները բնութագրող տարատեսակ վերլուծություններ, ինչպես նաև գնահատել են հնարավոր ռիսկերի և անորոշությունների հիմնական աղբյուրները: Այս ամենի համադրության արդյունքում որոշում են կայացրել քվեարկել քաղաքականության տոկոսադրույքը 50 բազիսային կետով նվազեցնելու օգտին: Տվյալների ուսումնասիրության հիման վրա հանգել են այն եզրակացության, որ արտաքին հատվածից ՀՀ տնտեսության վրա ակնկալվում են վերևի ուղղությամբ որոշակի ռիսկեր, որոնք կարող են փոխանցել գնաճային թույլ ազդակներ: Ա տիպի ռիսկերից մնում են ԱՄՆ դաշնային պահուստային համակարգի կողմից դեռևս երկար ժամանակ տոկոսադրույքի համեմատաբար բարձր մակարդակ պահպանելու ռիսկերը: Ներքին տնտեսությունում առավել հավանական են համարում Բ տիպի ռիսկերի նյութականացումը: Մասնավորապես՝ կապիտալի ներհոսքի նվազման հետևանքով առկա է համախառն պահանջարկի թուլացման ռիսկ: Առավել ևս ակնկալվում է, որ ԱՄՆ դաշնային պահուստային համակարգն իր առաջիկա նիստում կրկին կնվազեցնի քաղաքականության տոկոսադրույքը 25 բազիսային կետով: Հարկ է նշել, որ, հաշվի առնելով նաև տարածաշրջանային զարգացումները և դրանց ազդեցությունը, օրինակ՝ զբոսաշրջային հոսքերի վարքագծի վրա, առկա են պահանջարկի հետագա թուլացման ուղղությամբ հավելյալ ռիսկեր: Աշխատաշուկայի պայմանները և շարունակաբար թուլանում են՝ արտահայտվելով անվանական աշխատավարձի աճի տեմպի կայունացմամբ, սակայն հարկաբյուջետային քաղաքականության կողմից պահանջարկի լրացուցիչ խթանման ռիսկերը դեռևս շարունակում են մնալ առարկայական: Հաշվի առնելով գնաճի՝ նպատակային ցուցանիշից էականորեն ցածր մակարդակը, տնտեսության ընթացիկ զարգացումները և դրանց մակրոտնտեսական հեռանկարները, ինչպես նաև առաջնորդվելով հիմնարար պայմանների դիտարկումներով՝ հակված են տոկոսադրույքի ավելի մեծ չափով իջեցման անհրաժեշտությանը, ինչպես գնաճային սպասումների հետագա անցանկալի նվազումը, այնպես էլ ֆինանսական շուկայի մասնակիցների սպասումներն արդյունավետորեն կառավարելու առումով: Ըստ այդմ, այս փուլում քաղաքականության տոկոսադրույքի՝ համեմատաբար մեծ քայլով նվազեցումը համարում են կարևոր քայլ՝ առավելապես Բ տեսակի ռիսկերի կառավարման համատեքստում: 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 (4%) ապահովման համար:

Խորհրդի անդամ Լևոն Սահակյան

Քննարկելով քաղաքականության շրջափուլի ընթացքում տնտեսական երևույթների, հիմնարարների, ռիսկերի և անորոշությունների հիմնական աղբյուրների վերաբերյալ զարգացումները, ինչպես նաև նկատի ունենալով շուկայի սպասումները՝ քվեարկում են քաղաքականության տոկոսադրույքը 25 բազիսային կետով նվազեցնելու օգտին: Հաշվի առնելով վերջին ամիսների ընթացքում ԱՄՆ աշխատանքի շուկայում արձանագրվող դրական զարգացումները, ինչպես նաև հատկապես կոշտ գնաճի պահպանումը բարձր մակարդակում, կարծում են ԴԴՀ-ն կիրականացնի դրամավարկային պայմանների դանդաղ նորմալացման քաղաքականություն: ԵՄ-ում և Հինաստանում պահպանվում են տնտեսական աճի դանդաղման ռիսկերը, որոնք կարող են հանգեցնել համաշխարհային պահանջարկի որոշակի թուլացմանը: Նման պայմաններում, իմ գնահատմամբ, արտաքին հատվածից ՀՀ տնտեսություն կփոխանցվեն առավելապես գնանկումային կամ թույլ գնաճային ճնշումներ: 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 զգալի թուլացման վերաբերյալ ռիսկեր չեն պարունակում: Ներկա անորոշությունների պայմաններում Ա տիպի ռիսկերից իմ համար մտահոգիչ են հարկաբյուջետային քաղաքականության հեռանկարի հետ կապված հնարավոր սցենարները, իսկ Բ տիպի սցենարներից՝ հատկապես շինարարության ոլորտում նկատվող աճի դանդաղման և անշարժ գույքի գների ճգնաժամային պարագայում ամբողջական պահանջարկի զգալի թուլացման ռիսկերը: Այս համատեքստում, հավասարակշռելով Ա և Բ տիպի սցենարներից բխող անորոշությունները, նպատակահարմար եմ համարում շուկայի 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 դանդաղում և աշխատանքի շուկայի պայմանների թուլացում: Հաշվի առնելով նաև Նշված տնտեսություններում երկար ժամանակ պահպանված խիստ դրամավարկային պայմանները և ակտիվների գների նվազման հավանականությունը՝ հնարավոր է, որ համաշխարհային գնաճը արագ նվազի: Անդրադառնալով ներքին տնտեսությունում առկա Բ տեսակի ռիսկերին՝ Նշեմ, որ ՀՀ տնտեսությունում շարունակվում է անվանական աշխատավարձերի աճի տեմպերի դանդաղումը, նկատվում է նաև արտաքին պահանջարկի աճի տեմպերի նվազում, իսկ արձանագրվող ընդհանուր գնաճը շարունակում է ԿԲ թիրախից ցածր մնալ: Հատկանշական է, որ ԿԲ կողմից նախկինում Նշված՝ անշարժ գույքի շուկայում նորմայից բարձր տնտեսական ակտիվության թուլացման դեպքում կդանդաղի համախառն ներքին պահանջարկը՝ առաջացնելով Նշանակալի գնանկումային ճնշումներ: Նկարագրելով առկա գնանկումային ռիսկերը՝ հարկ է Նշել նաև մի շարք գնաճային ռիսկերի մասին: Մասնավորապես՝ ԱՄՆ -ում մոտ ապագայում հնարավոր է հարկաբյուջետային խթանների Նշանակալի մեծացում և համաշխարհային առևտրում լարվածության աճ, որոնք կարող են հանգեցնել համաշխարհային առևտրի ենթակա մի շարք ապրանքների գնաճի արագացմանը: Նշված հավանական զարգացումներից անկախ՝ միջազգային շուկաներում արձանագրվել է մի շարք պարենային ապրանքների գների աճ, աշխարհաքաղաքական լարվածության պահպանման և առաջարկի գործոնների հավելյալ վատթարացման դեպքում հնարավոր է պարենային և հանքահումքային ապրանքների գնաճի հավելյալ արագացում: 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՝ հանգեցնելով նաև ռիսկի հավելավճարի ավելացմանը: Միջնաժամկետում առկա են նաև բացառապես ՀՀ ներքին տնտեսության զարգացումներով պայմանավորված գնաճային ռիսկեր, մասնավորապես՝ առևտրի և մի շարք այլ ծառայությունների ոլորտներում պահպանվող բարձր տնտեսական ակտիվությունը, տնտեսությանը տրամադրվող հարկաբյուջետային խթանների մեծացումը, ՀՀ տնային տնտեսություններին և ձեռնարկություններին տրամադրվող վարկավորման աճի տեմպերի արագացումը, ինչպես նաև վերջին տարիներին ներքին տնտեսությունում ակտիվների գների արձանագրված աճը կարող են տևական ժամանակ 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 տեղեկատվությանը, որը ռիսկ կներկայացնի միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճի 4% մակարդակի և գների կայունության նպատակի ապահովման համար:



Հայաստանի
Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ