Հայաստանի
Հանրապետության
կենտրոնական բանկ

2025թ. օգոստոս

Թափանցիկության զեկույց

Հրապարակման ամսաթիվ՝ 5 օգոստոսի 2025 թ.

Ա. Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի նիստի արձանագրություն

5 օգոստոսի, 2025 թ.

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

Ընթացիկ տնտեսական իրավիճակի և հիմնարար պայմանների գնահատում

Օգոստոսի 5-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: Խուրհուրդը 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%:

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 և տարածաշրջանային աշխարհաքաղաքական զարգացումների շուրջ անորոշության և տնտեսությունում ավելցուկային պահանջարկի պայմանների ձևավորման 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 արտաքին պահանջարկի բնականոն, աստիճանական ճշգրտման պարագայում տնտեսության որոշ ճյուղերում անհավասար թուլացման ռիսկերի, անշարժ գույքի գների աստիճանական նվազման (ճշգրտման) պայմաններում տնտեսությունում թույլ պահանջարկի միջավայրի ձևավորման և խորացման ռիսկերի, համաշխարհային տնտեսության հեռանկարների վատթարացման և այլ 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 նվազագույնի հասցնել այդ ռիսկերից և անորոշություններից բխող հնարավոր կորուստները:

Խորհրդի անդամները քննարկեցին ԱՄՆ-ի տնտեսական պայմանների և քաղաքականության շուրջ առկա անորոշությունների աղբյուրները և հնարավոր հետևանքները ԱՄՆ ԴՊՀ դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից: Խորհրդի անդամները համակարծիք էին, որ երկրորդ եռամսյակում ԱՄՆ-ում նկատվել են սպառման և աշխատաշուկայի պայմանների թուլացման ազդակներ: Խորհրդի անդամ Նարեկ Ղազարյանն ընդգծեց, որ սա կարող է

վկայել ԱՄՆ-ում աճի հետագա դանդաղման կամ նույնիսկ անկման ռիսկերի ձևավորման մասին: Միևնույն ժամանակ, Խորհրդի անդամները մտահոգություններ հայտնեցին ԱՄՆ հարկաբյուջետային քաղաքականության, պարտքի կայունության և չեզոք տոկոսադրույքների վրա ազդեցության վերաբերյալ, որոնք կարող են ազդել զարգացող երկրներում չեզոք տոկոսադրույքների և կապիտալի հոսքերի վրա: Եվրոգոտում, Ռուսաստանում և Չինաստանում պահանջարկի պայմանների վերաբերյալ քննարկումներում Խորհրդի անդամները համաձայնեցին, որ համաշխարհային պահանջարկի հեռանկարի վատթարացման ռիսկերը մեծացել են: Կարևորելով պարենամթերքի համաշխարհային գների աճի վերջին զարգացումները և հնարավոր ազդեցությունները հատկապես ՀՀ ներմուծվող պարենային ապրանքների գների վրա՝ Նարեկ Ղազարյանը, Դավիթ Նահապետյանը և Արտակ Մանուկյանը ընդգծեցին, որ այս միտումների հետագա պահպանումը կարող է գնաճային ազդեցություններ փոխանցել ՀՀ տնտեսությանը: Մյուս կողմից, Հասմիկ Ղահրամանյանը նշեց, որ արտաքին հատվածից փոխանցվող ճնշումները կարող են լինել առավելապես գնաճային, այնուամենայնիվ ՀՀ տնտեսության վրա վերջինիս ազդեցության չափը կարող է լինել ոչ շատ էական:

Խորհուրդը քննարկեց ներքին տնտեսության զարգացումներին վերաբերող հարցեր: Թեև վերջին տարիների համեմատ համախառն առաջարկի ու պահանջարկի հարաբերական դիրքի միջև անհավասարակշռվածությունները նվազել են, խորհրդի բոլոր անդամները մատնանշեցին պահանջարկի պայմանների հնրավոր արագացման և այս միտումների հարատևության վերաբերյալ անորոշությունները, ինչպես նաև հնարավոր ազդեցությունը ՀՆԱ ճեղքի մեծացման վրա: Մի կողմից, խորհրդի բոլոր անդամները նշեցին, որ երկրորդ եռամսյակում աճը զգալիորեն արագացել է, ինչը հիմնականում պայմանավորված է շինարարության և ծառայությունների ճյուղերում աճի արագացմամբ: Խորհրդի բոլոր անդամներն ընդգծեցին, որ առկա են տնտեսությունում պահանջարկի պայմանների որոշակի արագացման ազդակներ, սակայն հիմնական անորոշությունները կապված են միջնաժամկետ հորիզոնում այդ միտումների հարատևության հետ: Նրանք նաև ընդգծեցին տնտեսական աճի հետագա արագացման պարագայում տնտեսության մեջ ի հայտ եկող գնաճային ճնշումների չափի շուրջ առկա անորոշությունները: Ի հավելումն, Արմեն Նուրբեկյանն ընդգծեց, որ արտաքին պահանջարկի նոր, դրական միտումների ձևավորումը կարող են ընթացիկ հաշվի ճշգրտման և փոխարժեքի արժևորման ճնշումների աղբյուր հանդիսանալ: Ավելին, Լևոն Սահակյանը և Արտակ Մանուկյանը նշեցին, որ անշարժ գույքի շուկան դանդաղման էական նշաններ դեռևս չի ցուցաբերել, ինչը ենթադրում է, որ անշարժ գույքի շուկայում գների կտրուկ ճշգրտման մակրոտնտեսական հետևանքներից բխող ռիսկերը որոշակիորեն թուլացել են: Խորհրդի անդամները արձանագրեցին, որ վերջին ամիսներին զբոսաշրջիկների հոսքերի կտրուկ աճը, որը հակադարձել է 2023 թվականից դիտված միտումները, կարող է ազդարարել գնաճի հնարավոր արագացումը այն ծառայություններում, որոնք մեծապես կախված են արտաքին պահանջարկից: Միևնույն ժամանակ, Արտակ Մանուկյանն ընդգծեց, որ զբոսաշրջության աճին զուգահեռ պետք է ուշադրություն դարձնել զբոսաշրջային հոսքերի կառուցվածքի և միավոր ծախսի վրա՝ պահանջարկի ապագա հեռանկարի տեսանկյունից: Հասմիկ Ղահրամանյանը և Նարեկ Ղազարյանը նշեցին, որ ՀՀ տնային տնտեսություններին և ձեռնարկություններին տրամադրվող վարկավորման աճի բարձր տեմպերի պահպանումը կարող են էլ ավելի արագացնել ներքին պահանջարկի նկատվող աճը՝ ստեղծելով հավելյալ և հարատև գնաճային ճնշումներ, որը որոշ չափով կչեզոքացվի պարտքի սպասարկման ավելացմամբ:

Անդրադառնալով աշխատաշուկային՝ Խորհրդի անդամները համաձայնեցին, որ աշխատավարձերի աճի կայունացումը, ինչպես նաև աշխատուժի առաջարկի և պահանջարկի միտումները, վկայում են աշխատաշուկայի պայմանների շարունակական հավասարակշռության ձևավորման մասին: Միևնույն ժամանակ, Արտակ Մանուկյանը ընդգծեց, որ աշխատուժի առաջարկի ընդլայնման դիրքի վերաբերյալ զգալի անորոշությունները պահպանվում են, հատկապես կապված Լեռնային Ղարաբաղից բռնի տեղահանված հայրենակիցների աշխատաշուկայում ինտեգրման տեմպերի հետ: Հասմիկ Ղահրամանյանը նշեց, որ թեև աշխատանքի շուկայի պայմանների վերաբերյալ անորոշությունը պահպանվում է, որոշ ցուցանիշների զարգացումները կարող են վկայել աշխատանքի շուկայի պայմանների շարունակական մեղմացման մասին: Ի հակադրումն Հասմիկ Ղահրամանյանի, Լևոն Սահակյանը պնդեց, որ գործազրկության ցածր մակարդակը և աշխատավարձերի համընդհանուր աճը վկայում են, որ աշխատաշուկայի պայմանները մնում են խիստ, ինչը կարող է վկայել տնտեսությունում դեռևս բարձր պահանջարկի պայմանների և տնտեսական ակտիվության մասին: Ինչ վերաբերում է հարկաբյուջետային քաղաքականության զարգացումներին, Խորհրդի անդամները համաձայնեցին, որ կապիտալ և ընթացիկ ծախսերի վերջին միտումները կարող են բյուջեի պակասուրդի խորացման ռիսկեր պարունակել՝ ազդելով ներքին պահանջարկի պայմանների և երկրի ռիսկի հավելավճարի վրա:

Անդրադառնալով գնաճին՝ Խորհրդի բոլոր անդամները նշեցին, որ վերջին ամիսներին արձանագրված գնաճի արագացմանը նշանակալիորեն նպաստել են շարունակաբար պահպանվող առաջարկի գործոնները, ներառյալ սեզոնային պարենի միջինից բարձր գները և ներմուծված պարենի գնաճերը: Այդուհանդերձ, Նարեկ Ղազարյանը նշեց, որ չնայած զբոսաշրջութան ճյուղի աճի պայմաններում արտաքին պահանջարկի ազդեցությանը զգայուն որոշ ծառայությունների գծով նկատվում է գնաճի որոշակի արագացում,այն այս պահին անհանգստացնող չէ և դեռևս համատարած բնույթ չի կրում:

Ամփոփելով վերոնշյալ տեսակետները՝ Խորհուրդը համաձայնեց, որ տնտեսության վրա ազդեցության տեսանկյունից քաղաքականության առաջնային խնդիրը 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 Ա տիպի ռիսկերը շարունակում են գերակշռել և որոշակիորեն մեծացել են նախորդ որոշումից հետո, մինչդեռ Բ տիպի նոր ռիսկեր մեծամասամբ ի հայտ չեն եկել: Ա տիպի ռիսկերի համատեքստում Խորհրդի անդամները հատկապես ընդգծեցին երկրի ռիսկի հավելավճարի և չեզոք տոկոսադրույքի շուրջ անորոշությունները՝ պայմանավորված համաշխարհային, աշխարհաքաղաքական և ֆիսկալ քաղաքականության գործոններով, ինչպես նաև ավելցուկային պահանջարկի ձևավորման ռիսկերը: Բ տեսակի ռիսկերի համատեքստում Խորհուրդը անդրադարձավ տնտեսության որոշ ճյուղերում աճի անհամաչափ դանդաղման հավանականությանը, տնտեսությունում թույլ պահանջարկի և դրա հետագա խորացման ռիսկերին՝ պայմանավորված անշարժ գույքի շուկայում գների աստիճանական դանդաղման (ճշգրտման) հետ, ինչպես համաշխարհային տնտեսության հեռանկարների շուրջ ընդհանուր մտահոգություններին:

Դրամավարկային քաղաքականության որոշում

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

Հաշվի առնելով վերոնշյալ ռիսկերն ու անորոշությունները՝ խորհրդի անդամները համակարծիք էին Ա տիպի ռիսկերի շարունակական գերակշռման հարցում: Խորհրդի անդամների մի մասը, այդ թվում՝ Արմեն Նուրբեկյանը, Դավիթ Նահապետյանը, Հասմիկ Ղահրամանյանը, Լևոն Սահակյանը և Նարեկ Ղազարյանը համոզված էին, որ թեև առկա անորոշությունների պայմաններում դրամավարկային քաղաքականության ընթացիկ պայմանները մնում են նպատակահարմար, միջնաժամկետում գների կայունության նպատակի ապահովումը կարող է շուկայի սպասումների համեմատ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ պահանջել: Մյուս կողմից, Արտակ Մանուկյանն պնդեց, որ Ա տիպի սցենարներից բխող հնարավոր կորուստների խելամիտ կառավարումը պահանջում է տոկոսադրույքների բարձրացում արդեն իսկ այս շրջափուլում:

Արդյունքում, ՀՀ ԿԲ խորհուրդը որոշեց անփոփոխ պահել տոկոսադրույքը (տե՛ս Աղյուսակ 1): Խորհուրդը կշարունակի մշտադիտարկել ռիսկային սցենարները և պատրաստ է ձեռնարկել համապատասխան գործողություններ, որպեսզի երաշխավորի գների կայունության նպատակի՝ միջնաժամկետ հորիզոնում 3 տոկոսի չափով գնաճի ապահովումը:

Աղյուսակ 1. Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ Խորհրդի անդամների քվեարկության ամփոփում
5 օգոստոսի, 2025 թ.

Խորհրդի անդամ	Որոշում
Նարեկ Ղազարյան	Թողնել անփոփոխ
Լևոն Սահակյան	Թողնել անփոփոխ
Արտակ Մանուկյան	Բարձրացնել 25 բազիսային կետով
Դավիթ Նահապետյան	Թողնել անփոփոխ
Հասմիկ Ղահրամանյան	Թողնել անփոփոխ
Արմեն Նուրբեկյան	Թողնել անփոփոխ

Բ. Որոշման հիմնավորումներ

5 օգոստոսի, 2025 թ.

ԴՎՔ 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 ԴՎՔ ծրագրերի, այնպես էլ միջանկյալ որոշումների 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 տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին: Տնտեսության արտաքին և ներքին հատվածներում մեծ անորոշությունը պահպանվում է: ԱՄՆ-ում տնտեսական ակտիվության վերաբերյալ անորոշություններն ավելացել են, իսկ գնաճում 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 դեպի վեր ճնշումներ: Տարածաշրջանային իրադարձությունների հետ կապված Ա տիպի ռիսկերը պահպանվում են՝ ստեղծելելով Հայաստանի ռիսկ-հավելավճարի և, համապատասխանաբար, չեզոք տոկոսադրույքի վերաբերյալ ռիսկեր: Մյուս առաջատար տնտեսություններում, հատկապես ԵՄ-ում և Չինաստանում, տնտեսական ակտիվության դանդաղման ռիսկերը պահպանվում են: Ներքին տնտեսությունում գնաճի արագացումը կարևոր է պահել ուշադրության ներքո: Տնտեսական ակտիվության որոշակի կենտրոնացվածությունը ծառայությունների և շինարարության ճյուղերում պահպանվում է, իսկ տնտեսական ակտիվության արագացումը պայմանավորված է եղել հիմնականում պահանջարկի գործոններով: Պահանջարկի ընդլայնումը, ինչպես նաև վարկավորման բարձ աճը, մեծացնում է դրական ՀՆԱ ճեղք ունենալու հավանականությունը, ինչը պետք է պահել ուշադրության կենտրոնում: Հարկաբյուջետային քաղաքականությունը Ա տիպի հիմնական ռիսկերից է, կարճաժամկետում՝ պահանջարկի ընդլայնման, ինչպես նաև պետական պարտքի աճով պայմանավորված ռիսկ-հավելավճարի հնարավոր բարձրացման պատճառով: Միևնույն ժամանակ, ներքին տնտեսությունում Բ տիպի գործոնները հիմնականում բխում են շինարարության և հիպոթեքային շուկայի ակտիվության հնարավոր թուլացմամբ, ինչը դեռևս չի արձանագրվել: Ամփոփելով՝ համաշխարհային և ներքին տնտեսություններում վերջին որոշումից հետո Ա տիպի ռիսկերը ավելացել են: Հաշվի առնելով ՀՆԱ ճեղքի՝ դեպի վերև հնարավոր ճշգրտումը և չեզոք տոկոսադրույքի ավելի բարձր լինելու ռիսկը՝ քաղաքականության տոկոսադրույքը անփոփոխ թողնելու որոշումը հաշվի է առնում Ա տիպի սցենարների հավանականության աճը, ինչպես նաև իրականանալու պարագայում դրամավարկային քաղաքականության սխալի դեպքում էական տնտեսական ծախքերը:

Խորհրդի անդամ Հասմիկ Ղահրամանյան

2025 թվականի օգոստոսի 5-ի ԿԲ խորհրդի նիստում քվեարկել եմ քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին: Որոշում կայացնելիս հիմնվել եմ տնտեսության ներկա իրավիճակի, նախորդող ժամանակահատվածում իրականացրած քաղաքականության, տնտեսության հեռանկարի վերաբերյալ իմ պատկերացումների, արտաքին և ներքին տնտեսության զարգացումների՝ տարբեր ռիսկերով (տնտեսական և աշխարհաքաղաքական) պայմանավորված սցենարային զարգացումների վրա՝ գնաճը 3% նպատակային ցուցանիշին մոտեցնելու հանձնառությամբ: Համաշխարհային տնտեսության զարգացումները նախանշում են պահանջարկի որոշակի թուլացման ռիսկեր, որը, որոշ երկրներում ուղեկցվում է գնաճի արագացման ռիսկերով: Շարունակվում է էական անորոշությունը ԱՄՆ-ի առևտրային քաղաքականության և դրա մակրոտնտեսական հետևանքների շուրջ: Ինչպես նաև՝ պահպանվում են երկարաժամկետ տոկոսադրույքի վերաբերյալ անորոշությունները: Այս իրավիճակում աշխարհի առաջատար կենտրոնական բանկերը հիմնականում կպահպանեն դրամավարկային ներկայիս պայմանները, որոշները, հնարավոր է, թուլացնեն: Ներքին տնտեսության զարգացումները համախառն պահանջարկի վրա տեսանելի հորիզոնում կարող են լինել ընդլայնողական, միևնույն ժամանակ, առկա են պահանջարկի թուլացման ռիսկեր: Կարճաժամկետում հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդակները ոչ գնաճային են, աշխատանքի շուկայից տեսանելի գնաճային ճնշումներ չեմ տեսնում: Վերը նկարագրված իրավիճակում կարևոր եմ համարում հավասարակշռել գնաճային միջավայրի հնարավոր

տատանողականություն առաջացնող ռիսկերը, որոնք բխում են Ա տեսակի ռիսկերից՝ անհավասարակշռություն առաջացնող ներուժով:

Խորհրդի անդամ Դավիթ Նահապետյան

Հաշվի առնելով տնտեսական և ֆինանսական զարգացումների վերաբերյալ մակրոտնտեսական թիմի կողմից ներկայացված վերլուծությունը, ինչպես նաև քաղաքականության տոկոսադրույքի վերաբերյալ Խորհրդի անդամների հետ կայացած հանգամանալից քննարկումները՝ քվեարկում եմ քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին: Արտաքին միջավայրից ՀՀ տնտեսության վրա դիտարկվում են թույլ, սակայն կայուն գնաճային ճնշումներ՝ պայմանավորված FAO ինդեքսի որոշակի աճով: Միջազգային ապրանքահումքային շուկաներից նույնպես դիտարկվում են ՀՀ տնտեսության վրա որոշակի թույլ գնաճային ճնշումներ: Այս ամենը, չնայած այն հանգամանքին, որ առավելապես առաջարկի կողմից եկող ռիսկեր են, այնուամենայնիվ կարող են ազդեցություն թողնել ՀՀ-ում գնաճային սպասումների վրա: Չնայած համաշխարհային պահանջարկի թուլացման որոշակի միտումների, կարծում եմ, որ մեր տնտեսության վրա արտաքին հատվածից սպասվող ռիսկերն առավելապես գնաճային բնույթի են: Հայաստանում տնտեսական ակտիվությունը դեռևս շարունակում է պահպանվել բարձր մակարդակում: Վարկավորման աճի տեմպերի պահպանման և հարկաբյուջետային քաղաքականության անորոշությունների պայմաններում այն իր մեջ պահպանում է գնաճային ռիսկեր: Մյուս կողմից աշխատավարձի նվազման որոշ միտումներն առավելապես գնանկումային ազդեցությունների տիրույթում են: Չնայած գնաճը շարունակում է մնալ թիրախի միջակայքում, այնուամենայնիվ տնտեսության ընթացիկ զարգացումների և հիմնարար պայմանների մանրամասն ուսումնասիրությունները հանգեցնում են եզրահանգման, որ ներկայումս Ա տիպի ռիսկերը գերակշռող են և վերջիններիս ի հայտ գալու հավանականությունը առավել բարձր է, քան Բ տիպի ռիսկերինը: Վերջին ամիսներին արձանագրված գնաճի՝ նպատակային ցուցանիշին մոտ տիրույթում հայտնվելը ԿԲ կողմից ռիսկերի կառավարման մոտեցմամբ վարված խելամիտ դրամավարկային քաղաքականության և գնաճային սպասումների խարսխման խոսուն վկայությունն է: Այս համատեքստում, քաղաքականության տոկոսադրույքի անփոփոխ թողնելու որոշումը համարում եմ ռացիոնալ և խելամիտ քայլ, որը լավագույնս է կառավարում վերևի և ներքևի ուղությամբ 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 դիտարկել եմ այդ զարգացումները բնութագրող տարատեսակ վերլուծություններ, ինչպես նաև գնահատել եմ հնարավոր ռիսկերի և անորոշությունների հիմնական աղբյուրները: Նշվածի համադրության արդյունքում քվեարկել եմ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը 25 բազիսային կետով բարձրացնելու օգտին: Ընդհանուր առմամբ, գնահատում եմ, որ այս փուլում Ա տիպի ռիսկերի նյութականացման հավանականությունը ավելացել է: Ըստ այդմ առաջնորդվելով ռիսկերի կառավարման «նվազագույն ափսոսանքի» սկզբունքով կարծում եմ ավելի նպատակահարմար է իրականացնել շուկայի սպասումների համեմատ ավելի բարձր տոկոսադրույքների ուղեգիծ: Տվյալների ուսումնասիրության հիման վրա հանգել եմ այն եզրակացության, որ արևմտյան պատժամիջոցների արդյունավետության աստիճանական բարձրացման, տնտեսական քաղաքականությունների խստացման պայմաններում ներքին պահանջարկը Ռուսաստանում կարող է էապես թուլանալ: Մյուս կողմից, ներմուծման և արտահանման տարբեր, այլընտրանքային ուղիների աստիճանական ավելացման պայմաններում, կարող է նվազել նաև ՌԴ արտաքին առևտրային հոսքերում ՀՀ մասնակցության աստիճանը՝ ավելի խորացնելով արտաքին պահանջարկի թուլացումից ենթադրվող եկամուտների նվազումը: Ներքին տնտեսությունում տնտեսական աճը բարձր է, իսկ գնաճը դեռևս գտնվում է թիրախից բարձր մակարդակում: Տնտեսական աճի կառուցվածքում նկատվում է շինարարության և ծառայությունների ոլորտների աճ: Ընդ որում հարկ է նշել, որ շինարարության ծավալներն ըստ ֆինանսավորման աղբյուրների աճ են գրանցել բոլոր ուղղություններով (պետբյուջե, կազմակերպությունների և բնակչության միջոցների հաշվին): Սա զուգակցվում է համախառն պահանջարկի աճով, ինչը դրսևորվում է վարկավորման ծավալների երկնիշ աճով: Ի լրումն առկա են ազդակներ, ծառայությունների ոլորտի և մասնավորապես զբոսաշրջության ոլորտում շարունակական աճի միտումների մասին (հատկապես նոր, ոչ ավանդական շուկաներից զբոսաշրջիկների էական հավելաճ), որոնք կարող են խթանել պահանջարկը և ընդլայնել գնաճային միջավայրը: Այս ամենը թույլ է տալիս ենթադրել, որ ՀՆԱ-ի ճեղքը որոշակիորեն դրական է: Հաշվի առնելով գնաճի ներկա միտումները, տնտեսության ընթացիկ զարգացումները և դրանց մակրոտնտեսական հեռանկարները, ինչպես նաև առաջնորդվելով հիմնարար պայմանների մասով դիտարկումներով, ընդհանուր առմամբ, կարևորում եմ այս փուլում Ա տիպի ռիսկերի նյութականացման հավանականությունը և դրա հնարավոր ազդեցությունը կառավարելու անհրաժեշտությունը: Այս համատեքստում, կարծում եմ ավելի նպատակահարմար է իրականացնել շուկայի սպասումների համեմատ որոշակիորեն ավելի խիստ դրամավարկային

քաղաքականություն: Հաստատում եմ, որ գների կայունության նպատակի ապահովման համար, որպես ԿԲ խորհրդի անդամ, կշարունակեմ մշտադիտարկել տնտեսության զարգացման սցենարները և անհրաժեշտության դեպքում կձեռնարկեմ 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 եմ քաղաքականության տոկոսադրույքն անփոփոխ թողնելու օգտին: Վերջին շրջանում նկատելի են Ա տիպի ռիսկերի որոշակի ավելացում թե՛ հավանականային առում, թե՛ նյութականացման պարագայում անհամարժեք դրամավարկային քաղաքականության արձագանքի ծախսերի տեսանկյունից: Ընթացիկ տնտեսական ակտիվությունը արագանում է՝ հիմնականում պայմանավորված պահանջարկի ընդլայնմամբ, պահպանվում են վարկավոր բարձր աճի տեմպերը: Իսկ Բ տիպի ռիսկերից ինձ համար կարևոր է անշարժ գույքի շուկայում և շինարարության ոլորտում հնարավոր արագ ճշգրտումների հետևանքով մակրոազդեցությունների կառավարումը, այդուհանդերձ վերջին զարգացումները վկայում նման ռիսկերի նյութակացման ազդակների թուլացման մասին: Հետևապես, քաղաքականության տոկոսադրույքի որոշման տեսանկյունից այս փուլում ինձ համար կարևոր է Ա տիպի ռիսկերի կառավարումը, ինչը ենթադրում է շուկայական սպասումների համեմատ քաղաքականության տոկոսադրույքի ավելի բարձր ուղեգիծ: Իմ գնահատման սա անհրաժեշտ է վերոնշյալ ռիսկերի կառավարման պայմաններում 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 եմ քաղաքականության տոկոսադրույքը անփոփոխ թողնելու օգտին: Իմ որոշումը հիմնավորված է այն համոզմունքով, որ դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից մի շարք կարևոր ցուցանիշներ ընթացիկ ժամանակահատվածում պահպանվում են համապատասխան կայուն կամ թիրախային մակարդակներին մոտ, իսկ ապագայում հնարավոր գնաճային՝ Ա տեսակի և գնակումային՝ Բ տեսակի ռիսկերը գնահատում եմ հավասարակշռված գնաճի վրա ազդեցության տեսանկյունից: Մասնավորապես վերջին ամիսներին արձանագրված տասներկուամսյա գնաճը շարունակում է մոտ գտնվել ԿԲ թիրախին, ներկայումս արձանագրվող բարձր տնտեսական աճը անհանգստացնող աստիճանի շեղված չէ պոտենցիալ մակարդակից, իսկ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի ընթացիկ 6,75 տոկոս մակարդակը գնահատվում է չեզոք տոկոսադրույքին մոտ: Դրամավարկային քաղաքականության հիմնական տոկոսադրույքը անփոփոխ թողնելու վերջին որոշման հետ մեկտեղ՝ առավելապես անհանգստացած եմ միջին ժամանակահատվածում առկա Ա տեսակի մի շարք ռիսկերով և հնարավոր գնաճային սցենարներով, որոնց համակցված ազդեցությունը ՀՀ գնաճի վրա ավելի մեծ եմ գնահատում ի համեմատ շուկայի մասնակիցների համանման սպասումների: Առավել մանրամասն անդրադառնալով ըստ իս առկա Ա տեսակի ռիսկերին՝ նշեմ, որ աշխարհաքաղաքական սրացումների և առաջարկի բացասական շոկերի նյութականացման դեպքում՝ համաշխարհային առևտրի ենթական մի շարք պարենային և ոչ պարենային ապրանքների էական գնաճ կարող է արձանագրվել, որը բավականին արագ կարող է ներթափանցել ՀՀ սպառողական շուկա: Ա տեսակի ռիսկ է շարունակում մնալ ԱՄՆ կառավարության կողմից առևտրային քաղաքականության հետագա կոշտացումը և այդ քաղաքականության թիրախ հանդիսացող երկրների կողմից պատասխան արձագանքը: Չնայած Ռուս Ուկրաինական հակամարտության կարգավորման վերաբերյալ ընթացող բանակցություններին՝ շարունակում են գործել ՌԴ նկատմամբ կիրառված պատժամիջոցները, այս իրավիճակի պահպանման պարագայում հնարավոր է դեպի ՀՀ կապիտալի ներհոսքի արագացում, որն ի վերջո կհանգեցնի ՀՀ-ում մասնավոր ծախսումների արագացված աճի՝ ներքին շուկայում ստեղծելով գնաճային ճնշումներ: Արտաքին հատվածում նկարագրված հավանական զարգացումների հետ մեկտեղ առկա են նաև բացառապես ՀՀ ներքին տնտեսության զարգացումներով պայմանավորված գնաճային ռիսկեր՝ մասնավորապես տնտեսությանը տրամադրվող հարկաբյուջետային խթանների հնարավոր մեծացումը, արտահանելի ոլորտի ներուժի շարունակվող մեծացումը, ինչպես նաև ՀՀ տնային տնտեսություններին և ձեռնարկություններին տրամադրվող վարկավորման աճի բարձր տեմպերի պահպանումը կարող են էլ ավելի արագացնել ներքին պահանջարկի նկատվող աճը՝ ստեղծելով հավելյալ և հարատեվ գնաճային ճնշումներ: Անդրադառնալով քաղաքականության հորիզոնում առկա մի շարք Բ տեսակի ռիսկերին՝ նշեմ ,որ ԱՄՆ տնտեսությունում հնարավոր է գերարժեվորված ակտիվների գների կտրուկ ճշգրտում, որը զուգորդվելով տնտեսվարող սուբյեկտների վստահության անկմամբ՝ կհանգեցնի ԱՄՆ-ի տնտեսական ակտիվության էական կրճատման, նկարագրված սցենարը առավել իրատեսական է դարձել հաշվի առնելով ԱՄՆ տնտեսության վերաբերյալ Հուլիս-Օգոստոս ամիսներին հրապարակված տնտեսական ցուցանիշները: Միևնույն ժամանակ Չինաստանի տնտեսությունում պահպանվող ցածր գնաճային միջավայրը, ինչպես նաև Չինաստանի

արտահանման շուկաների ընդլայնմանն ուղղված քաղաքականության պահպանումը կարող են խորացնել գնանկումայնին ճնշումները մի շարք տնտեսական գոտիներում: ՌԴ նկատմամբ գործող պատժամիջոցների էական մասի վերացման սցենարի իրականանալու դեպքում, հնարավոր է վերջին տարիներին աճ արձանագրած դեպի ՀՀ կապիտալ ներհոսքի կրճատում, որն ի վերջո կնվազեցնի ՀՀ-ում տնտեսական ակտիվությունը՝ ստեղծելով թուլացած ներքին պահանջարկից բխող գնանկույային ճնշումներ: Ներքին տնտեսությունում առկա Բ տեսակի ռիսկերից՝ հատկանշական է ՀՀ անշարժ գույքի շուկայում նորմայից բարձր տնտեսական ակտիվության թուլացման արագացման սցենարը, որի նյութականացման դեպքում էականորեն կդանդաղի համախառն ներքին պահանջարկը՝ առաջացնելով գնանկումային ճնշումներ: Համադրելով Ա և Բ տեսակի նկարագրված ռիսկերը՝ համոզված եմ , որ անհրաժեշտ է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը անփոփոխ թողնել ներկայիս 6,75 տոկոս մակարդակում՝ նպատակ ունենալով միջին ժամանակահատվածում պահպանել գնաճը ԿԲ թիրախին մոտ մակարդակում: Վերահաստատում եմ գների կայունության նպատակի հանդեպ իմ հանձնառությունը և հայտնում, որ պատրաստ եմ համարժեք գործողություններով արձագանքելու ցանկացած նոր տեղեկատվության, որը ռիսկ կներկայացնի միջնաժամկետ հորիզոնում գնաճի 3 տոկոս մակարդակի և գների կայունության նպատակի ապահովման համար:

Հրապարակման պատրաստեց՝ Ֆինանսական կայունության վարչություն

Հայաստանի Հանրապետության
կենտրոնական բանկ