



ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ

ՀԻՄՆԱԽՆՆԴԻՐՆԵՐ

ՍԱՄՍՈՆ ԴԱԿՈՅԱՆ

ՀՊՏՀ Գյումրու մասնաճյուղի տնօրեն,
տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր

ՌՈՋԱ ԿՈՒՐԴԻՆՅԱՆ

ՀՊՏՀ Գյումրու մասնաճյուղի
ընդհանուր տնտեսագիտության ամբիոնի դասախոս

**ԳՆԱՃԻ ՆՊԱՏԱԿԱԴՐՄԱՆ
ԳԻՏԱԳՈՐԾՆԱԿԱՆ
ՀԻՄՆԱԴՐՈՒՅԹՆԵՐԸ ՀՀ-ՈՒՄ**

Ելնելով համաշխարհային տնտեսության զարգացման ներկայիս միտումներից և Հայաստանի տնտեսության զարգացման առանձնահատկություններից՝ կարևորվում է արդյունավետ տնտեսական քաղաքականության իրականացումը: Այս համատեքստում կարևոր խնդիր են դրամավարկային քաղաքականության՝ մասնավորապես անվանական խարիսխների (գնաձ, փոխարժեք, դրամական ազդեցատներ) ընտրության հիմնավորումը և գնահատումը: Հոդվածում քննարկվել են ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականության նպատակադրումները (մինչև 2006 թ.՝ դրամական ազդեցատներ, 2006-ից՝ գնաձ) և հիմնախնդիրները: Հոդվածում գնաձի, տոկոսադրույքների՝ վերաֆինանսավորման և լոմբարդային ռեպո տոկոսադրույքներ, փողի բազայի և դրամական զանգվածի ժամանակային շարքերի (2008–2015 թթ. ամսական փոփոխություններ) հիման վրա կառուցված VAR մոդելի միջոցով նշվել է նաև գների մակարդակի փոփոխության մեջ յուրաքանչյուր գործոնի մասնակցության հարաբերական չափը: Մոդելի միջոցով փորձ է արվել գնահատելու վերոնշյալ գործոնների փոփոխությունների հնարավոր ազդեցությունը գների մակարդակի վրա, ինչպես նաև բացահայտելու այդ ազդեցության լագերը և տարբեր լագերում դրանց հարաբերական ուժգնությունը:

Հիմնաբառեր. դրամավարկային քաղաքականություն, անվանական խարիսխ, գնաձի նպատակադրում, փոխարժեքի նպատակադրում, դրամական ազդեցատների նպատակադրում, վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք, լոմբարդային ռեպո տոկոսադրույք, փողի բազա, դրամական զանգված, փոխանցումային մեխանիզմ

JEL: G000, E52, E58, E59

Ելնելով համաշխարհային տնտեսության զարգացման ներկա միտումներից և ՀՀ տնտեսության զարգացման առանձնահատկություններից (բացասական վճարային հաշվեկշիռ, արտաքին տնտեսական շուկերի ռիսկի առկայություն, արտաքին հատվածից ներմուծվող գնաձ, ինչպես նաև բնական ռեսուրսների սակավություն և շուկայական ինստիտուցիոնալ համակարգի թերզարգացում)՝ կարևորվում են ՀՀ տնտեսական քաղաքականության բաղկացուցիչ մաս կազմող դրամավարկային քաղաքականության (ԴՎՔ), մասնավորապես՝ անվանական խարսխի ընտրության հիմնավորումը և առկա հիմնախնդիրների բացահայտումը:

1994 թվականին ՀՀ ԿԲ-ը որպես դրամավարկային կարգավորման տարբերակ ընտրեց *փողի ազրեգատների նպատակադրման ռազմավարությունը*: 1996 թվականին վերջինս ամրագրվեց նաև «Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի մասին» ՀՀ օրենքով¹, ըստ որի ԿԲ գլխավոր նպատակը գնաձի կայուն և ցածր մակարդակի ապահովումն էր (նախկինում՝ արժույթի ներքին և արտաքին կայունությունը)²: Ներկայում ՀՀ սահմանադրությամբ ԿԲ հիմնական նպատակներից է ինչպես գների մակարդակի, այնպես էլ ֆինանսական կայունության ապահովումը:

Գնաձի կայուն և ցածր մակարդակ ապահովելու համար որպես ԴՎՔ միջանկյալ և գործառնական նպատակներ սահմանվեցին, համապատասխանաբար՝ փողի զանգվածը և փողի բազան: Այս գործընթացում ԴՎՔ գործիքներ էին համարվում իրացվելիություն ներարկող լոմբարդային վարկերը, ռեպո, բաց շուկայական և արտարժույթի առքի գործառնությունները, ավանդային սակարկությունները: Փողի ազրեգատների նպատակադրման ռազմավարության իրականացմամբ ՀՀ ԿԲ-ին հաջողվեց ապահովել մակրոտնտեսական կայունություն՝ նվազեցնելով և կայունացնելով գնաձը: Գնաձն արդեն կառավարելի դարձավ 1994 թվականի երկրորդ կիսամյակում: 1995 թվականը շրջադարձային էր. աշխուժացավ տնտեսությունը, նախորդող տարիների տնտեսական անկումից հետո արձանագրվեց 5.7% տնտեսական աճ, իսկ գնաձը կազմեց 32.2%³: 1995–1998 թվականներին գնաձի աստիճանաբար կայունացող տատանումներից հետո ՀՀ տնտեսությունը ցածր գնաձային միջավայրում էր: Ցածր գնաձը զուգորդվում էր բարձր՝ 2003 թվականից արդեն երկնիշ տնտեսական աճով (13.9%), որը շարունակվեց մինչև 2008 թ., երբ ՀՀ-ն ևս իր վրա կրեց համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի ազդեցությունը:

ԴՎՔ իրականացման ընթացքում փողի ազրեգատների նպատակադրման ռազմավարությունը շարունակաբար խնդիրներ էր հարուցում: Այս ռազմավարության առանցքն այն է, որ ԿԲ-ն իր գլխավոր նպատակին՝ գների կայունությանը պետք է հասնի մեկ ճանապարհով՝ նպատակադրելով փողի ազրեգատները և ապահովելով վերջիններիս ծրագրային ցուցանիշները:

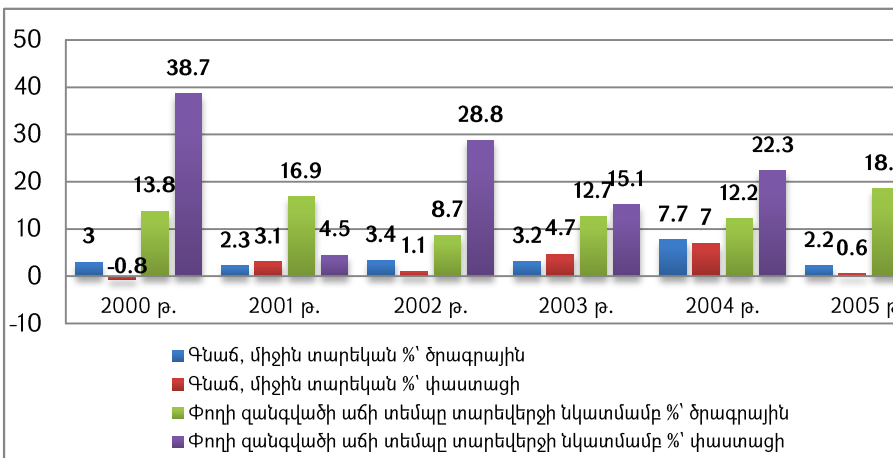
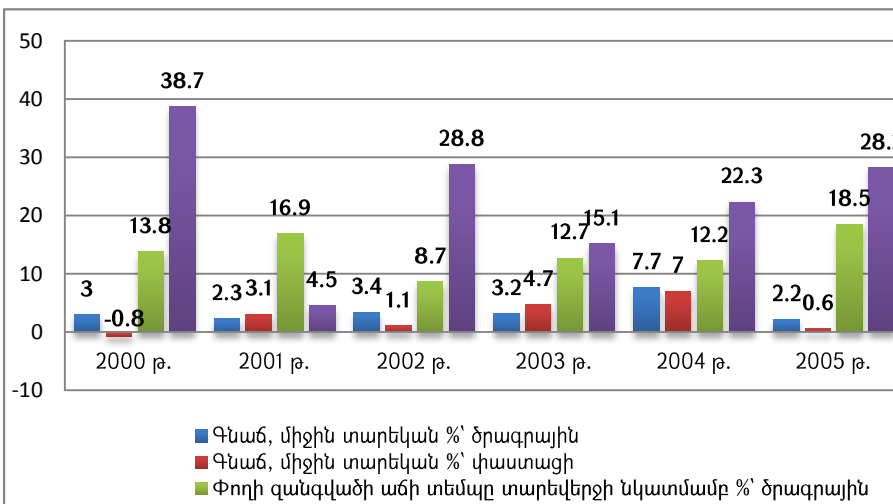
Սակայն, մի շարք գործոններով (ֆինանսական շուկայի թերզարգացում, նոր ձևավորվող բանկային համակարգ, փողի պահանջարկի տատանողական վարքագիծ, բարձր դոլարայնացման պայմաններում փողի զանգվածում տեղի ունեցող կառուցվածքային փոփոխություններ, գնաձի վրա ոչ մոնետար

¹ Տե՛ս «ՀՀ կենտրոնական բանկի մասին» ՀՀ օրենքը, 1996 թ.:

² Տե՛ս Հայաստանի Հանրապետության 1994 թ. դրամավարկային քաղաքականության ծրագիրը:

³ Տե՛ս Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրքը. Statistical Yearbook of Armenia. Статистический ежегодник Армении, 2001:

գործոնների ազդեցություն՝ արտաքին շուկեր, և այլն)⁴ պայմանավորված, փողի ազդեցատների ծրագրային ցուցանիշների ապահովումը խիստ դժվարանում էր: Գլխավոր գործոնը փողի պահանջարկի տատանողականությունն էր, ինչի պատճառներից էին ֆինանսական ենթակառուցվածքների թերզարգացումը, ՀՀ-ում նոր ձևավորվող բանկային համակարգում տեղի ունեցող կառուցվածքային տեղաշարժերը, վարկավորման ծավալների աճի բարձր տեմպերը, դրամի արժևորմանը զուգընթաց դոլարայնացման մակարդակի նվազումը, ստացվող տրանսֆերտների աճի բարձր տեմպերը և այլն⁵: Արդյունքում՝ փողի պահանջարկը դառնում էր խիստ տատանվող, հետևաբար՝ դժվար կանխատեսելի:



Գծանկար 1. Գնաձի և փողի զանգվածի փաստացի և ծրագրային ցուցանիշները ՀՀ-ում 2000–2005 թթ.⁶

⁴ Տե՛ս ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից գնաձի նպատակադրման ռազմավարության ընդունման վերաբերյալ հայտարարությունը: https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/kanon/1_gnach_haytarar.pdf
⁵ Տե՛ս նույն տեղը:
⁶ Աղյուսակը կազմվել է ըստ ՀՀ կենտրոնական բանկի տվյալների:

Գնաձի և փողի ագրեգատների միջև կայուն կապի բացակայության, փողի բազայի և զանգվածի միջև կապի անկայունության հետ մեկտեղ առաջացավ և խորացավ նաև ԿԲ-ի կողմից փողի ագրեգատների լիարժեք կառավարման անհնարինության խնդիրը: ՀՀ ԿԲ-ն հաջողությամբ կառավարում էր փողի բազայի ցուցանիշը, սակայն փոխանցման մեխանիզմների անկատարությունը դժվարություններ էր առաջացնում փողի զանգվածի կառավարման հարցում: Ելնելով վերոնշյալ խնդիրներից՝ կարող ենք փաստել իրականացված ԴՎՔ անարդյունավետության մասին:

Աղյուսակ 1-ում ներկայացված են փողի բազայի ու դրամական զանգվածի գնաձի և տնտեսական աճի միջև առկա կապը բնութագրող մեծությունները:

Աղյուսակ 1

2000–2005 թթ. ՀՀ-ում դրամական զանգված–փողի զանգված–գնաձ–տնտեսական աճ կապը բնութագրող ցուցանիշները⁷

Դրամական զանգված–տնտ.աճ				Փողի զանգված–տնտ.աճ			
Ազդեցություն	Կոռելյացիայի գործ. (Rxy)	Դետերմ. գործ. (R ² xy)	Նշանակալիություն	Ազդեցություն	Կոռելյացիայի գործ. (Rxy)	Դետերմ. գործ. (R ² xy)	Նշանակալիություն
1% փոփ.՝ -0,013%	0,09	0.009	0,85	1% փոփ.՝ -0,086%	0.5	0.26	0.29

Դրամական զանգված–գնաձ				Փողի զանգված–գնաձ			
Ազդեցություն	Կոռելյացիայի գործ. (Rxy)	Դետերմ. գործ. (R ² xy)	Նշանակալիություն	Ազդեցություն	Կոռելյացիայի գործ. (Rxy)	Դետերմ. գործ. (R ² xy)	Նշանակալիություն
1% փոփ.՝ 0.038%	0.28	0.08	0.57	1% փոփ.՝ -0,018%	0.11	0.013	0.82

Այսպիսով՝ փողի զանգվածի և դրամական զանգվածի, գնաձի և տնտեսական աճի ռեգրեսիոն վերլուծությունները ցույց են տալիս, որ փողի ագրեգատները, մասնավորապես՝ փողի զանգվածը, չէին ծառայում որպես վստահելի անվանական խարիսխ (բացակայում էր դրամական զանգված–փողի զանգված–գնաձ տնտեսական աճ կապը) հատկապես գների կայունության համատեքստում:

Ուստի ՀՀ ԿԲ-ի առջև ծառայավ նոր անվանական խարսխի ընտրության խնդիր, որը կարող էր լինել կամ **փոխարժեքի նպատակադրումը**, կամ **գնաձի ուղղակի նպատակադրումը**:

Հայաստանում, ինչպես և դոլարայնացման բարձր մակարդակ ունեցող բոլոր երկրներում, մշտապես շրջանառվում է փոխարժեքի այս կամ այն տիպի ամրագրման գաղափարը:

2006 թ. հունվարի 1-ից ՀՀ ԿԲ-ը, այլընտրանք չունենալով, պաշտոնապես անցում կատարեց **գնաձի նպատակադրման ռազմավարության**: Այս ռազմավարության համատեքստում, որպես ԴՎՔ միջանկյալ նպատակ, գնաձի կանխատեսված մակարդակն է: Որպես ԴՎՔ հիմնական գործիք սահմանվեց վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը, իսկ գնաձի ծրագրային մակարդակ՝ 4±1,5% միջակայքը: Գնաձի նպատակադրման ռազմավարությանն ան-

⁷ Աղյուսակը կազմվել է ըստ ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքների՝ ՀՀ ԿԲ և ԱՎԾ տվյալների հիման վրա:

ցումն ու դրա իրականացումը Հայաստանում գերծ չէին նաև հիմնախնդիրներին: Դրանցից են ֆինանսական շուկայի թերզարգացումը, փոխանցման մեխանիզմների անկատարությունը, հարկաբյուջետային որոշ գերակայության առկայությունը, գնաճի ամբողջական մոդելի բացակայությունը, ակտիվների գների անվերահսկելիությունը և այլն: Ընդհանուր առմամբ, Հայաստանում գնաճի նպատակի իրագործումը միշտ բախվում է զգալի ռիսկերի: Որպես փոքր բաց տնտեսություն՝ Հայաստանը կրում է արտաքին աշխարհի բազմաբնույթ մարտահրավերների զգալի ազդեցությունը և՛ համաշխարհային տնտեսության, և՛ հումքային ապրանքների միջազգային գների տատանողականության հետ կապված: Բացի այդ, Հայաստանում, պայմանավորված նաև սպառողական զանբյուրում (44.99%)⁸ պարենի զգալի կշռով, գյուղատնտեսության ոլորտի մեծ տատանողականությունը լրացուցիչ խնդիրներ է ստեղծում կարճաժամկետ հատվածում գների կայունությունը ապահովելու առումով:

Անհրաժեշտ է նաև համակարգված վերլուծել գնաճի և այլ առանցքային տնտեսական ցուցանիշների՝ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի, փողայնացման մակարդակի, փոխարժեքի, միջազգային պահուստների, առևտրային հաշվեկշռի հետ կապը⁹:

Աղյուսակ 2

Գնաճի և մակրոտնտեսական ցուցանիշների պատճառահետևանքային կապերը ՀՀ-ում 2008–2015 թթ. (ամսական շարժընթացի ռեգրեսիոն վերլուծության հիման վրա)¹⁰

Գնաճ	Ազդեցություն	Կապ	Կապի սերտության աստիճան	Դետերմինացիայի գործակից	(F)
Միջազգային պահուստներ	Գնաճի 1% ↑ միջ. պահ. -1,1% ↓	հակադարձ	0.21	0,044	0,076
Փոխարժեքի տատանում	Գնաճի 1% ↑ փոխարժեքի 0.44% ↑	ուղիղ	0.23	0.05	0.019
Դոլար. մակ.	Դոլ. մակ. 1% ↑ գնաճի 0.03% ↑	ուղիղ	0.0	0.003	0.6
Փողայնացում	Փող. մակ. 1% ↑ գնաճի 0.1% ↓	հակադարձ	0.29	0.082	0.17
Առևտրային հաշվեկշռի ձեռքբերում	Գնաճի 1% ↑ առևտր. հաշվ. ձեռք. 1.07% ↑	ուղիղ	0.09	0.8%	0.5
Ներմուծման գների ինդեքս	Ներմուծ. գների 1% ↑ գնաճի 0,06% ↑	ուղիղ	0.25	0.05	0.016
Գյուղմթերքների իրացման ինդեքս	Գյուղմթ. գների 1% ↑ գնաճի 0,09% ↑	ուղիղ	0.54	0.3	7.92E-0,8
Դրամական զանգված	Գնաճի 1% ↑ դր. զանգվ. 0.77% ↓	հակադարձ	0.26	0.06	0.012
Վերաֆինանսավորման տոկոսադր.	Վերաֆին. տոկոսադր. 1% փոփ. ↑ գնաճի -0.24% ↓	հակադարձ	0.25	0.06	0.015

⁸ Տե՛ս ՀՀ կենտրոնական բանկ, դրամավարկային քաղաքականություն. www.cba.am/am/SitePages/mpobjective.aspx

⁹ Գնաճը չափվում է սպառողական գների ինդեքսի միջոցով, որը սպառողական զանբյուրի մեջ ընդգրկված ապրանքների և ծառայությունների համապատասխան կշիռներով կշռված գների միջին մեծությունն է. www.cba.am/am/SitePages/mpobjective.aspx

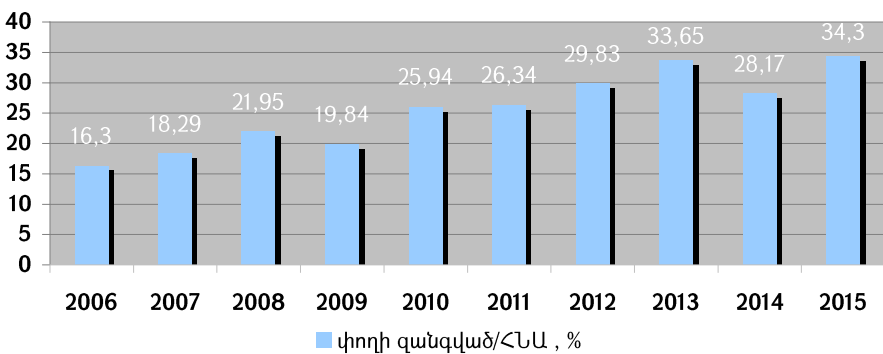
¹⁰ Աղյուսակը կազմվել է ըստ ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքների՝ ՀՀ ԿԲ և ԱԿԾ տվյալների հիման վրա:

Աղյուսակ 3

Փոխարժեքի և մակրոտնտեսական ցուցանիշների պատճառահետևանքային կապերը ՀՀ-ում 2008–2015 թթ. (ամսական շարժընթացի հիման վրա)¹¹

ԱՄՆ դոլար/ՀՀ դրամ փոխարժեք	Ազդեցություն	Կապ	Կապի սերտության աստիճան	Տատանում* պայմ. գնաճով	(F)
Միջազգային պահուստներ	Փոխ. 1% ↑ միջազգ. պահ. -0.92% ↓	հակադարձ	0,46	0,21	0,003
Գնաճ	Փոխ. 1% ↑ գնաճի 0.13% ↑	ուղիղ	0.23	0.05	0.019
Դոլար. մակ.	Փոխ. 1% ↑ դոլար. մակ. 0.84% ↑	ուղիղ	8.6	74.6%	1,44E-12
Փողայնացում	Փոխ. 1% ↑ փող. մակ. -0,04% ↓	հակադարձ	0.32	10.4%	0.18
Առևտրային հաշվեկշռի ձեռքբերում	Փոխ. 1% ↑ առևտր. հաշվ. ձեռք. -2.5% ↓	հակադարձ	8.3	69%	3,34E-11
Ներմուծման գների ինդեքս	Փոխ. 1% ↑ ներմուծ. գներ 0.72% ↑	ուղիղ	0,38	0.14	0.0001
Դրամական զանգված	Փոխ. 1% ↑ դր. զանգվ. -0.52% ↓	հակադարձ	0.32	0.10	0.001

Այսպիսով՝ անցնելով գնաճի նպատակադրմանը, ՀՀ պարագայում կարելի է առանձնացնել հետևյալ խնդիրները՝ փողայնացման ցածր մակարդակ, դոլարայնացման բարձր մակարդակ, առևտրային հաշվեկշռի բացասական ձեռքբերում, ՀՀ դրամ/ԱՄՆ ամվանական փոխարժեքի տատանումներ, ներմուծման գների ազդեցության մակարդակ, սպառողական զանգվածում ներառված գյուղատնտեսական ապրանքների սեզոնայնություն, էներգակիրների սակագներ և այլն:



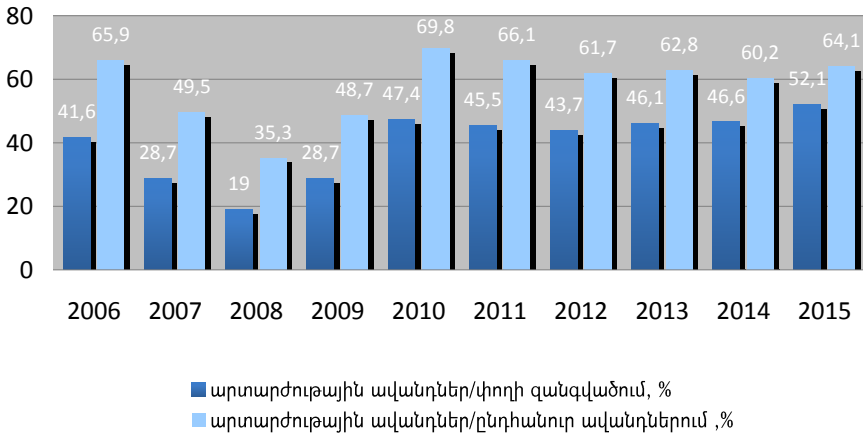
Գծանկար 2. Դրամայնացման մակարդակը ՀՀ-ում 2006–2015 թթ.¹²

Գծանկար 2-ից երևում է, որ ՀՀ-ում 2015 թ., 2006 թ. համեմատությամբ, դրամայնացման ցուցանիշն աճել է 110.4 տոկոսով: Դրամայնացման մակարդակի աստիճանական բարձրացումը հիմնավորված է գնաճի զսպման տրամաբանությամբ: Եվրոգոտու տնտեսություններում նշված ցուցանիշը մոտ

¹¹ Աղյուսակը կազմվել է ըստ ռեզերսիոն վերլուծության արդյունքների՝ ՀՀ ԿԲ և ԱԿԾ տվյալների հիման վրա:

¹² Տե՛ս <http://data.worldbank.org/country/armenia>.

100% է, զարգացած ասիական երկրներում՝ 150%-ից բարձր, Ռուսաստանում՝ 56% (2015 թ.): Համաշխարհային առաջատարն է Հոնկոնգը՝ 327%: Թայվանում այս ցուցանիշը կազմում է 213%, Հարավային Կորեայում՝ 128, Մալայզիայում՝ 120%, Սինգապուրում՝ 114%, Չինաստանում՝ 140%¹³:



Գծանկար 3. ՀՀ դոլարայնացման մակարդակը 2006–2015 թթ. (հունվար)¹⁴

Աղյուսակ 2-ի և 3-ի տվյալները հնարավորություն են տալիս եզրակացնելու, որ ՀՀ-ում գնաձի 1% ավելացումը կհանգեցնի փողայնացման մակարդակի 0,108%-ով նվազման, իսկ փոխարժեքի 1% աճը՝ փողայնացման մակարդակի 0,04% նվազման: Ուստի կարելի է արձանագրել, որ գների մակարդակի փոփոխության բացասական ազդեցությունը փողայնացման մակարդակի վրա ավելի մեծ է: Կերվուծության արդյունքները ավելի ակնառու են դարձնում նշված խնդրի կարևորությունը ՀՀ ԿԲ-ի համար: Թեև ՀՀ-ում վերջին տարիներին առկա է փողայնացման մակարդակի աճի միտում, սակայն դա դեռևս ցանկալի մակարդակի չի հասել, որը և պատճառ է դառնում փողի՝ որպես Կենտրոնական բանկի կողմից փոխանցումային մեխանիզմի կիրառման անարդյունավետության:

Հաշվի առնելով դոլարայնացման մակարդակի՝ որպես գնաձի նպատակադրման հիմնախնդրի առկայությունը՝ 2010 թվականից ՀՀ ԿԲ-ը և ՀՀ Կառավարությունը սկսեցին ապադոլարայնացման միջոցառումներ իրականացնել: Դրանց շնորհիվ՝ եթե 2010 թ. դոլարայնացման մակարդակը ՀՀ-ում կազմել է 69,8%, ապա 2011 թ. նվազել է 3.7%-ով՝ հասնելով 66.1%-ի, սակայն 2015 թվականին կազմել է 64,2%՝ 2014-ի 60,2%-ի դիմաց: Կերջինիս բարձր մակարդակը խնդիր է գնաձի նպատակադրման ռազմավարության իրականացման համար:

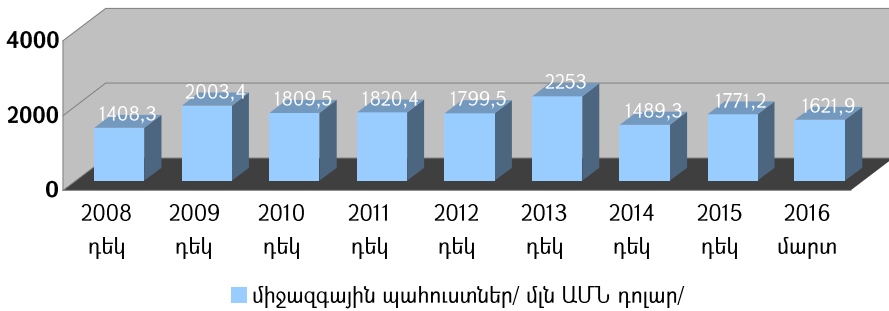
Աղյուսակ 2-ի և 3-ի տվյալները փաստում են, որ ՀՀ-ում արժույթի 1% արժեզրկումը ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ հանգեցնում է 0.8% դոլարայնացման մակարդակի ավելացման, և հակառակը. դրամի արժևորումը կհանգեցնի դոլարայնացման մակարդակի նվազման, կոռելյացիոն գործակիցը, որը 0.87 է, ցույց է տալիս կապի խտության բարձր աստիճանը: Ըստ դետերմինացիայի գործակցի՝ դոլարայնացման տատանումների 74% ցուցանիշը պայմանավոր-

¹³ Տե՛ս OECD iLibrary , World Bank, World economic Indicators.

¹⁴ Տե՛ս ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեգրքեր՝ 2006–2015 թթ.:

ված է փոխարժեքի տատանմամբ, իսկ F նշանակալիության գործակցի բարձր մակարդակը ավելի է հստակեցնում վերոնշյալ դիտարկումը: Վերջին տարիներին նկատվում է թե՛ դրամային զանգվածում, թե՛ փողի զանգվածում գտնվող կանխիկ դրամի տեսակարար կշռի նվազում, որը եթե 2014 թ. դեկտեմբերին առաջինում կազմել է 43%, իսկ երկրորդում՝ 21%, ապա 2015 թ. դեկտեմբերին, համապատասխանաբար՝ 36,2% և 16,7%: Նկատենք, որ 2010 թ. դրամային զանգվածում այդ հարաբերակցությունը կազմել է 63%, իսկ փողի զանգվածում՝ 30%: Սա ցույց է տալիս, որ, չնայած դրամով ընդունվող ավանդների բարձր տոկոսադրույքներին, ավանդատուները հակված են ավանդները տրամադրել արտարժույթով: Սրանով են պայմանավորված ՀՀ-ում դոլարայնացման բարձր մակարդակի միտումները:

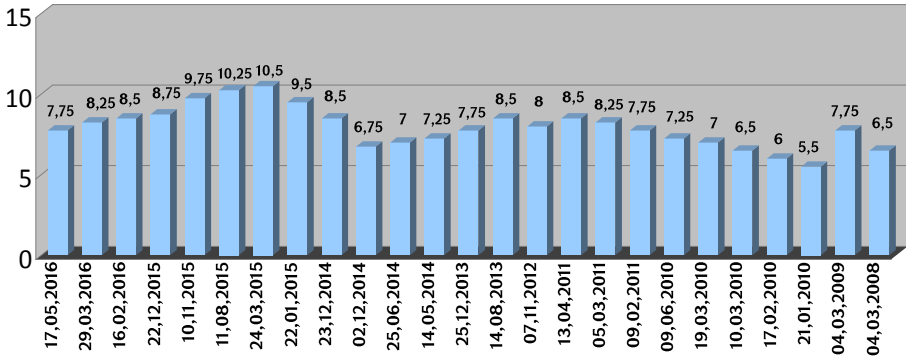
Ինչպես երևում է գնաճի և փոխարժեքի միջև կապից, գնաճի 1% բարձրացումը հանգեցնում է դոլարի նկատմամբ դրամի արժեզրկման՝ 0,44%-ով, և ՀՀ դրամի 1% արժևորումը դոլարի նկատմամբ զսպում է գնաճը 0,13 տոկոսային կետով: Երկու դեպքում էլ նշանակալիությունը զնահատվում է 0,012՝ 99,8%:



Գծանկար 4. ՀՀ միջազգային պահուստների շարժընթացը 2008–2016 թթ. (ամսական, մլն ԱՄՆ դոլար)¹⁵

Աղյուսակ 2-ի և 3-ի տվյալներից ելնելով՝ կարելի է եզրակացնել, որ գնաճի 1% փոփոխությունը հանգեցնում է միջազգային պահուստների -1.1 տոկոսային կետով փոփոխության, իսկ փոխարժեքի փոփոխությամբ պայմանավորված՝ ՀՀ միջազգային պահուստները փոփոխվում են -0.92 տոկոսային կետով: Այսինքն՝ երկու դեպքում էլ կապը հակադարձ ուղղվածության է, համապատասխանաբար՝ 0.076 և 0.003 նշանակալիությամբ: Արդյունքում պարզվեց, որ ՀՀ-ում միջազգային պահուստների մակարդակի վրա գնաճի բացասական ազդեցությունը ավելի մեծ է, և, հաշվի առնելով միջազգային ոլորտում արտարժույթային պահուստներին վերաբերող պահանջները, հարկ է ապահովել ներմուծման շուրջ չորս ամսվա ծածկույթ և կարճաժամկետ պարտավորությունների սպասարկման (մինչև 1 տարի) ավելի քան հինգ տարվա ծածկույթ: Բացահայտվեց նաև, որ ՀՀ-ում գոյություն ունի միջազգային պահուստների հիմնախնդիր՝ կապված 2013 թ. դրանց ծավալի նվազման հետ: Կարելի է եզրակացնել, որ պահուստների մակարդակը հասել էր այն սահմանին, երբ վտանգվում է արտաքին պարտավորությունների կատարումը:

¹⁵ ՀՀ Կենտրոնական բանկի տարեգրքեր՝ 2008–2016 թթ.:



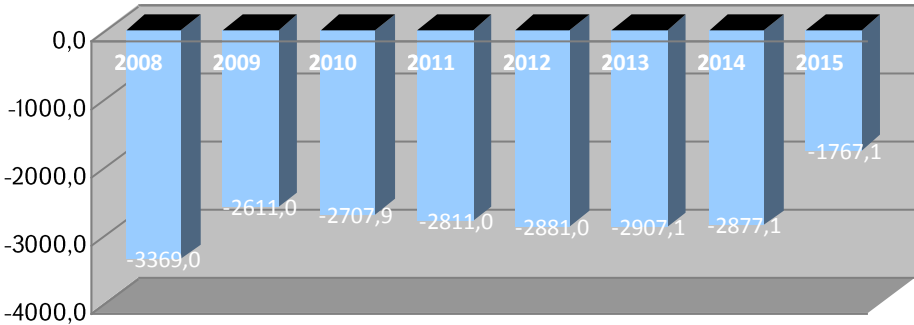
Գծանկար 5. Վերափինանսավորման տոկոսադրույքի փոփոխությունը ՀՀ-ում 2008–2016 թթ.¹⁶

2008–2015 թթ. վերափինանսավորման տոկոսադրույքի ազդեցությունը գնաճի վրա ցույց տալու համար դիտարկենք դրանց փոխկապվածությունը: Այսպիսով՝ ըստ աղյուսակ 3-ի արդյունքների, կարող ենք նշել, որ վերափինանսավորման տոկոսադրույքի 1% փոփոխությունը կհանգեցնի գնաճի -0.24 տոկոսային կետով փոփոխության՝ 0.015 նշանակալիությամբ: Սակայն, այնուամենայնիվ, դրանց միջև կապի խտությունը գնահատվում է թույլ՝ 0.24, հետևաբար՝ ՀՀ-ում հիմնախնդիր է համարվում նաև այն հանգամանքը, որ գործնականում վերափինանսավորման տոկոսադրույքի ազդեցությունը գնաճի վրա թույլ է, քանզի ՀՀ-ում փողի առաջարկի և պահանջարկի տարբերությունն ակնհայտորեն լրացվում է արտարժույթով, առկա է, ինչպես արդեն նշվեց, դոլարայնացման բարձր մակարդակ, ինչպես նաև բացասական առևտրային հաշվեկշռի պատճառով մեծ է ներմուծվող գնաճի ազդեցությունը, ներքին գներն էլ հիմնականում ունեն մենաշնորհային բնույթ: Դա վերափինանսավորման տոկոսադրույքի և գնաճի կապի թուլացման պատճառ է դարձել: Փոխանցումային մեխանիզմների, այդ թվում՝ վերափինանսավորման դրույքի արդյունավետ գործունեության համար անհրաժեշտ են որոշ նախապայմաններ: Դրանցից առաջնայինը ԿԲ-ի կողմից կարճաժամկետ կառավարվող տոկոսադրույքների և տնտեսությունում այլ տոկոսադրույքների փոխկապվածության բարձր աստիճանն է: Մյուսը տնտեսավարող սուբյեկտների՝ տոկոսադրույքներից կախված որոշումներ կայացնելու զգայնության աստիճանն է: Երկու դեպքում էլ անհրաժեշտ է ունենալ զարգացած ֆինանսական շուկա՝ ֆինանսական միջնորդության բարձր աստիճանով և ֆինանսական բազմազան գործիքակազմով, որի զարգացման մակարդակը հիմնախնդիր է համարվում ԿԲ-ի համար գնաճի նպատակադրման ռեժիմում:

ԴՎԲ գործիքները լիարժեք չեն աշխատի նաև առևտրային հաշվեկշռի բացասական ձեռքվածքի կարևորագույն հիմնահարցի առկայության դեպքում: Ըստ աղյուսակ 2-ի և 3-ի վերլուծության՝ ԱՄՆ դոլարի 1% արժևորումը կհանգեցնի ներմուծման գների 0.72% բարձրացման, որի նշանակալիության աստիճանը կազմում է 0.00016: Ներմուծման գների տատանումների 24.2%-ը պայմանավորված է փոխարժեքի փոփոխությամբ: Այսպիսով՝ առկա առևտրային հաշվեկշռի լուրջ ձեռքվածքի պայմաններում դրամի արժեզրկումը կնպաստի ներմուծվող ապրանքների գների աճին, որը, ելնելով

¹⁶ Տե՛ս նույն տեղը:

ՀՆԱ-ի նկատմամբ ներմուծման առկա հարաբերությունից, կխթանի որոշակի գնաձ: Մասնավորապես՝ ներմուծման գների 1% աճը կհանգեցնի ՀՀ-ում 0.06% գնաճի ավելացման՝ 0.016 նշանակալիությամբ:



Քճանկար 6. ՀՀ առևտրային հաշվեկշռի մնացորդը 2008–2015 թթ. (մլն ԱՄՆ դոլար)

Ինչպես նշվեց, գնաճի նպատակադրման հիմնախնդիր են ստեղծում նաև տարբեր տարիներին գնաճի տատանումների պատճառ հանդիսացող գյուղմթերքի գների տատանումները¹⁷: Դրանց իրացման գների 1% փոփոխությունը կհանգեցնի գների մակարդակի 0.09 տոկոսային կետով փոփոխության: Ինչպես վկայում են արդյունքները, նշված գործոնների միջև կապը 0.55 է, իսկ վերլուծության նշանակալիությունը՝ 4.92E-08:

Վերոնշյալ խնդիրների համատեքստում կարևոր նշանակություն ունեն ԴՎՔ փոխանցումային մեխանիզմների գնահատումը և վերլուծությունը: ԴՎՔ-ն ամբողջական պահանջարկի վրա ազդում է տարբեր փոխանցման լծակների միջոցով՝ տոկոսադրույք, փոխարժեք, վարկային, արժեթղթերի գների փոփոխություն, հարստության էֆեկտ, կանխիկ հոսքեր, իրացվելիություն և այլն¹⁸:

Տվյալ վերլուծության առարկա են դրամավարկային փոխանցման տոկոսադրույքի, դրամական բազայի լծակները: Մյուս լծակներն առանձին չեն դիտարկվել, քանզի դրանք, ընդհանուր առմամբ, կարելի է համարել տոկոսադրույքի լծակից ածանցվող ազդեցություններ, և վերջիններիս բացահայտման համար անհրաժեշտ է զարգացած և բազմազանեցված ֆինանսական շուկայի առկայություն: ՀՀ ԴՎՔ փոխանցումային մեխանիզմների (ՓՄ) և գնաճի նպատակադրման ռազմավարության գնահատում իրականացնենք VAR (vector autoregression) մոդելի միջոցով՝ EViews համակարգչային ծրագրի օգնությամբ:

VAR մոդելը բացահայտում է փոփոխականների փոխկախվածությունը՝ ժամանակային որոշակի խզումով (լազով դիտարկելու միջոցով): Այսինքն՝ կիրառելով այս մոդելը, հնարավորություն կունենանք պատկերացնելու, թե տնտեսությունում որևէ գործոնի ուղղվածության փոփոխությունները ինչպես են արտահայտվում մակրոտնտեսական ցուցանիշներում, և, որ ամենակարևորն է՝ երբ են այդ փոփոխություններն ի հայտ գալիս: Մեր հետազո-

¹⁷ Տե՛ս OECD iLibrary, World Bank, World Economic Indicators.
¹⁸ Տե՛ս ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ընդունման հիմնավորում, էջ 12:

տության նպատակն է **գնաճի, տոկոսադրույքների (վերաֆինանսավորման և լոնքարդային ռեպո), փողի բազայի և դրամական զանգվածի** ժամանակային շարքերի (2008–2015 թթ. ամսական փոփոխություններ) հիման վրա կառուցված VAR մոդելի միջոցով գնահատել գների մակարդակի փոփոխության մեջ յուրաքանչյուր գործոնի մասնակցության հարաբերական չափը: Մոդելի միջոցով փորձ է արվել գնահատելու վերոնշյալ գործոնների փոփոխությունների հնարավոր ազդեցությունը գների մակարդակի վրա, ինչպես նաև բացահայտելու այդ ազդեցության լագերը և տարբեր լագերում դրանց հարաբերական ուժգնությունը:

Նշենք նաև, որ նախքան մոդելի կառուցումը իրականացվել են Գրենջերի պատճառահետևանքային զույգային թեստեր՝ ստուգելու համար վերոնշյալ փոփոխականների միջև պատճառահետևանքային կապի վարկածները:

Աղյուսակ 4

Գնաճի և փոխանցման լծակների՝ Գրենջերի պատճառահետևանքային կապի վարկածի ստուգման թեստի արդյունքները¹⁹

Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք–գնաճ	0.91 հավանականություն
Փողի բազա–գնաճ	0.9998 հավանականություն
Դրամական զանգված–գնաճ	0.9978 հավանականություն

Փոփոխականների լագերի երկարությունը ընտրվել է՝ նվազագույնի հասցնելով Շվարցի ինֆորմացիոն տեղեկատվական չափանիշները (SIC), իսկ որակյալությունը ստուգվել է J-վիճակագրի հավանականային արժեքով (Prob(J-statistic)):

Կիրառվել է նաև յուրաքանչյուր գործոնի ժամանակային շարքերի ստացիոնարության ստուգման Դիկեյ-Ֆուլերի թեստ, որի արդյունքները վկայում են այդ շարքերի կայունության մասին. դա հնարավորություն է տալիս կատարելու գնահատումներ VAR մոդելով:

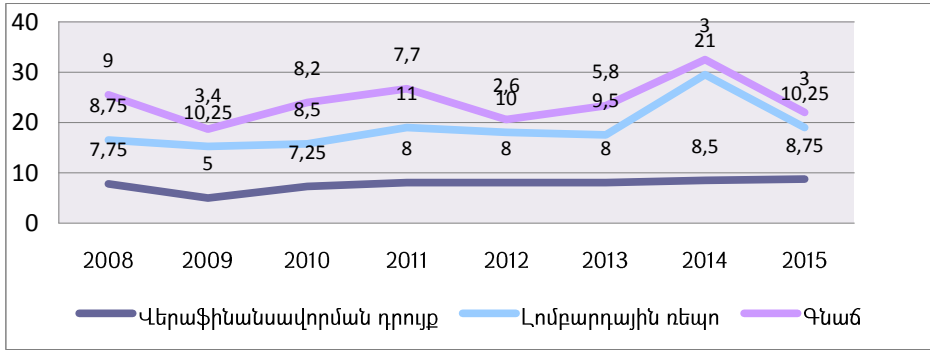
Աղյուսակ 5

ժամանակային շարքերի ստացիոնարության ստուգման Դիկեյ-Ֆուլերի թեստի արդյունքները²⁰

Բնականոն գնաճ	0.999h	Դրամական զանգված	0,999h	Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք	0.91h
Գնաճ՝ ՍԳԻ	0.999h	Փողի բազա	0,999h	Լոնք. ռեպո տոկոսադրույք	0,992h

Անցնելով մոդելի կառուցմանը՝ նախ նշենք, որ ներկայումս ՀՀ ԿԲ-ի կողմից իրականացվող ԴԿՔ հիմքում ծավալային կարգավորման ռազմավարական ուղղությունն է: Այդ համատեքստում, իր գլխավոր նպատակի ապահովման ճանապարհին, ՀՀ կենտրոնական բանկը փորձում է հատուկ հետևողականություն ցուցաբերել գների ծրագրված մակարդակի ապահովման հարցում՝ տոկոսադրույքների փոփոխության միջոցով:

¹⁹ Աղյուսակը կազմվել է EVIEWS համակարգչային ծրագրի Granger Causality թեստի միջոցով:
²⁰ Աղյուսակը կազմվել է EVIEWS համակարգչային ծրագրի Դիկեյ Ֆուլերի թեստի միջոցով:



Գծանկար 7. ՀՀ-ում վերաֆինանսավորման, Լոնքարդային ռեպո տոկոսադրույքների և գնաճի մակարդակի ամսական փոփոխությունների շարժընթացը 2008–2015 թթ.²¹

Աղյուսակ 6

Գնաճի և վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի ու Լոնքարդային ռեպո տոկոսադրույքի պատճառահետևանքային կապը ՀՀ-ում (2008M1-2015M12)²²

ՓՄ	ՓՄ փոփոխություն	Գնաճի փոփոխություն	Գնաճի 1% փոփոխության հետևանքով ՓՄ փոփոխությունը 1 ամիս անց
Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք	1 %	-0.21%	0.02%
Լոնքարդային ռեպո	1%	0.06%	0.008%

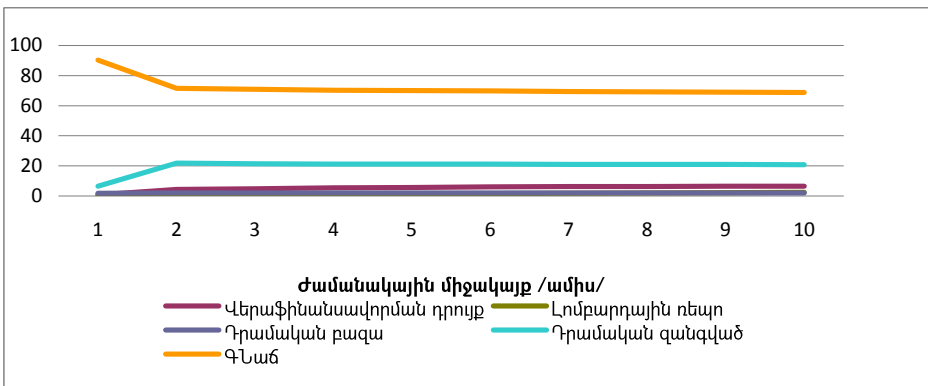
Վերլուծության արդյունքները հնարավորություն են տալիս եզրակացնելու, որ ՀՀ գնաճի վրա ավելի մեծ ազդեցություն ունի ԿԲ-ի կողմից իրականացրած վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի փոփոխությունը: Մասնավորապես՝ ՀՀ-ում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի 1%-ով բարձրացումը մեկ ամիս հետո հանգեցնում է գնաճի զսպման՝ -0.21 տոկոսային կետով: Մյուս կողմից՝ ըստ հավասարումների, գնաճի՝ նախորդ ամսում 1%-ով ավելացումը հանգեցնում է այսօրվա վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի 0,02 տոկոսային կետով ավելացման: Գնահատման արդյունքում պարզվել է նաև, որ ԿԲ-ը, ներկա պահին սահմանելով վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի մակարդակ, հաշվի է առնում ոչ միայն գնաճի ցուցանիշը, այլև տոկոսադրույքի նախորդ ժամանակահատվածի արժեքները (0.8 տոկոսային կետով): Այսինքն՝ ԿԲ-ը իրականացնում է տոկոսադրույքի հարթեցում. վարքագիծ, որ բնորոշ է գրեթե բոլոր ԿԲ-երին՝ առավել ևս զարգացող ֆինանսական համակարգ ունեցող երկրներում: Նման գործողությունը հնարավորություն է տալիս տոկոսադրույքների կտրուկ տատանումների դեպքում խուսափելու ֆինանսական շուկայում հավանական անկայունության առաջացումից:

²¹ Աղյուսակը կազմվել է ըստ ՀՀ կենտրոնական բանկի ամսական տեղեկագրերի տվյալների:
²² Աղյուսակում EVIEWS համակարգչային ծրագրի միջոցով VAR մոդելի ամփոփ արդյունքներն են (2008–2015 թթ.):

Աղյուսակ 7

Գնաձի «շեղման տարանջատումները»՝ պայմանավորված փողի բազայի, վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի, գնաձի և դրամական զանգվածի 1% փոփոխությամբ²³

Ժնկ միջակայք	Վերաֆինանսավորման դրույք	Լոմբարդային ռեպո	Դրամական բազա	Դրամական զանգված	Գնաձ
1	0.664	0.929	1.776	6,399	90.231
2	4.203	0.879	1.820	21.690	71.406
3	4.675	1.475	1.883	21.268	70.721
4	5.236	1.576	1.909	21.155	70.123
5	5.592	1.582	1.908	21.070	69.845
6	5.877	1.592	1.904	21.003	69.620
7	6.087	1.671	1.899	20.940	69.401
8	6.241	1.831	1.893	20.871	69.162
9	6.350	2.055	1.886	20.797	68.909
10	6.425	2.319	1.879	20.722	68.652



Գծանկար 8. Գնաձի «շեղման տարանջատումները»՝ պայմանավորված փողի բազայի, վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի, գնաձի և դրամական զանգվածի փոփոխությամբ²⁴

Ըստ աղյուսակ 7-ի և գծապատկեր 8-ի տվյալների՝ ՀՀ-ում, կարճաժամկետ հատվածում, վերոնշյալ գործոնների մասնակցությունը գնաձի վարքագծի տատանումներին նշանակալի չէ. մասնավորապես՝ առաջին ամսում գնաձի տատանումների 6,4%-ը կարելի է բացատրել փողի բազայի փոփոխություններով և 1.8% դրամական զանգվածի տատանումներով: Սակայն արդեն երկրորդ ամսից սկսած՝ փողի բազայի ազդեցությունը գնաձի վարքագծի ձևավորման վրա դառնում է նշանակալի և առավելագույնի է հասնում 2–5-րդ ամիսներին՝ կազմելով 21%, իսկ գնաձի տատանումները, պայմանավորված դրամական զանգվածի փոփոխություններով, առավելագույնի են հասնում առաջին կիսամյակից հետո՝ պայմանավորելով գնաձի տատանումների գրեթե 2%-ը: Անցնելով տոկոսադրույքների ազդեցությանը՝ նշենք, որ, վերաֆինանսավորման և ռեպո տոկոսադրույքների փոփոխության հետ կապված, գնաձի տատանումները թեև առաջ են գալիս առաջին ամսում, սակայն պայմանավորում են գնաձի տատանումների, համապատասխանաբար՝

²³ Աղյուսակը կազմվել է ըստ EViews համակարգչային ծրագրի VAR մոդելի Variance Decomposition թեստի արդյունքների:

²⁴ Աղյուսակը կազմվել է ըստ EViews համակարգչային ծրագրի VAR մոդելի Variance Decomposition թեստի արդյունքների:

ցասական արծազանք, որից հետո, սակայն, ազդեցությունը կրկին դառնում է դրական՝ 6-րդ ամսում կազմելով 0.18 տոկոսային կետ: Այսինքն՝ ՀՀ-ում և՛ դրամական զանգվածի, և՛ փողի բազայի աճը անմիջապես կհանգեցնեն գնաճի ավելացման, և եթե միջնաժամկետ հատվածում դիտվում է գնաճի որոշ չափով նվազում, այնուամենայնիվ, դա տևում է ընդամենը 2 ամիս, որից հետո կրկին տեղի է ունենում գնաճի դրական արծազանք:

Ելնելով ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող ԴՎՔ փոխանցումային լծակների գնաճի վրա ազդեցության գնահատականներից՝ կարելի է ասել, որ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի օգտագործումը հաջողված է, սակայն ոչ երկարաժամկետ հատվածում, քանի որ գնաճի վրա վերաֆինանսավորման դրույքի լազերի քանակի ավելացմանը զուգահեռ նվազում է բացասական ազդեցությունը գնաճի վրա, մյուս կողմից՝ գնաճի տատանումների ընդամենը 10%-ն է բացատրվում վերաֆինանսավորման դրույքի փոփոխությամբ, քանզի առկա է դուլարայնացման բարձր մակարդակ, և առևտրային հաշվեկշռի ձեռքավորի պատճառով մեծ է ներմուծվող գների ազդեցությունը:

Կարևոր է փաստել, որ փոխանցման մեխանիզմների արդյունավետ գործողության համար պետք է ունենալ զարգացած ֆինանսական շուկա՝ ֆինանսական միջնորդության բարձր աստիճանով, քանի որ, շուկայի սուբյեկտների տոկոսադրույքներից կախված, որոշումներ ընդունելու զգայունությունը կախված է ֆինանսական շուկայում առկա գործիքակազմով:

Ուստի, դրամավարկային քաղաքականության, հետևաբար նաև որպես ռեժիմ ընտրված գնաճի նպատակադրման արդյունավետության բարձրացման համար անհրաժեշտ են հաջորդական, համակարգված քայլեր՝ հաշվի առնելով գնաճի և մակրոտնտեսական այլ ցուցանիշների փոխկապվածությունը:

Օգտագործված գրականություն

1. ՀՀ կենտրոնական բանկի մասին ՀՀ օրենքը /1996 թ., լրացումներով, փոփոխություններով/:
2. ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ընդունման վերաբերյալ հայտարարություն. https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/kanon/1_gnach_haytarar.pdf
3. Հայաստանի Հանրապետության 1994 թ. դրամավարկային քաղաքականության ծրագիրը:
4. ՀՀ ազգային վիճակագրական ծառայության պաշտոնական կայքէջ. www.armstate.am
5. Համաշխարհային բանկի պաշտոնական կայքէջ. www.worldbank.org
6. Արժույթի միջազգային հիմնադրամի պաշտոնական կայքէջ. www.imf.org/yerevan
7. Establishing and Maintaining a Firm Nominal Anchor Andrew Levin International Monetary Fund 2014.
8. Mussa Michael and others (2000), Exchange Rate Regimes in an Increasingly Integrated World Economy, IMF Occasional Paper No. 193 (Washington, International Monetary Fund).
9. Central Banking and Monetary Policy: An Introduction by AP Faure Rhodes University 2013.

САМСОН ДАВОЯН*Директор АГЭУ ГФ, доктор экономических наук, профессор***РОЗА КУРГИНЯН***Преподаватель кафедры экономики АГЭУ ГФ****Научные и практические основы таргетирования инфляции в Армении.***

– Исходя из текущих тенденций развития мировой экономики и особенностей развития экономики Армении, подчеркивается важность осуществления эффективной и обоснованной экономической политики. В этом контексте важной задачей является выявление и оценка обоснования выбора и оценки денежно-кредитной политики, в частности, номинальных якорей: инфляции, валютных курсов, денежных агрегатов. В статье рассмотрены цели и проблемы денежно-кредитной политики в Армении (до 2006 года – денежные агрегаты, начиная с 2006 года – инфляция). В статье по модели VAR, которая построена на основе инфляции, процентных ставок, а также ставок рефинансирования и ломбардного репо, денежной базы, временных рядов денежной массы (ежемесячные изменения 2008–2015 гг.), оценен относительный размер участия каждого фактора в изменении уровня цен.

С помощью модели сделана попытка оценить возможное влияние изменений вышеупомянутых факторов на уровень цен, а также определить лаги этого влияния и их относительную интенсивность.

Ключевые слова: *денежная политика, номинальный якорь, таргетирование инфляции, таргетирование денежных агрегатов, процентные ставки, ставка репо, денежная база и денежная масса, механизм передачи.*

JEL: G000, E52, E58, E59

SAMSON DAVOYAN*Director of ASUE GB, Doctor of Economics, Professor***ROZA KURGHINYAN***Lecturer at the Chair of Economics ASUE GB****Scientific and Practical Fundamentals of Inflation Targeting***

in the RA. – Considering the current trends of development of the world economy and the features of development of the RA economy it is essential to implement reasonable and effective economic policy. In this context it is vital to reveal and assess the bases of monetary policy, such as inflation, exchange rate, monetary aggregates. In the article we discuss the objectives and issues of monetary policy. Furthermore, based on inflation, refinancing and lombard repo rates, money base and supply we have created VAR model and measured the comparative level

of participation of each factor in price level change. With the help of the model we have tried to assess the possible influence of the change of above-mentioned factors on the price level. Moreover, we have discovered the impact lags and their comparative strengths in different lags.

Key words: *monetary policy, nominal anchor, inflation targeting, targeting monetary aggregates, interest rates, lombard repo rate, monetary base and money supply, transfer mechanism.*

JEL: G000, E52, E58, E59