

որտեղ ծավալում են իրենց գործունեությունը: Ինչպես նաև ստացված արդյունքներն ընդ գծում են ամբողջությամբ նոր իրականությունը շուկաների և միջազգային փոխանցումների համապատասխան ուղիների միջև փոխկապվածության կարևորությունը: Այսինքն՝ կարող ենք ասել, որ երբ իրացվելիությունը կրճատվում է մի երկրում, համաշխարհային մակարդակով ակտիվ գործունեություն ծավալող բանկը կարող է իրացվելիության պակասը լրացնել արտասահմանյան մասնաճյուղերի հաշվին՝ նվազեցնելով իրացվելիության հետևանքները տեղական երկրում՝ զուգահեռաբար շուկերը փոխանցելով արտերկիր: Այդ դեպքում հետաքրքիրն այն է, որ ժամանակակից համաշխարհային տնտեսությունում փոխանցումների համար ֆինանսական փոխկապվածությունները առավել կարևոր են, քան ավանդական առևտրային փոխկապվածությունները:

ԱՐԱՐԱՏ ՏԱՔԱՐՅԱԼ

Տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր

ԱՐՄԵԼ ՅՈՎԱՍԱՓՅԱԼ

Տնտեսագիտության փհկնածու

ՀՀ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ԱՃՈՂԵՎ ԿԵՆՏՐՈՆԱԿԱՆ ԲԱՆԿԻ ԿՈՂՄԻՑ ՏԱՐՎՈՂ
ՄՈՆԵՏԱՐ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆԸ

Դրամավարկային քաղաքականության նպատակներից մեկը կայուն տնտեսական աճի ապահովումն է: Ասվածի համատեքստում խիստ կարևորվում է ՀՀ տնտեսական աճի ուսումնասիրությունը ԿԲ-ի կողմից տարվող դրամավարկային քաղաքականության շրջանակներում, մասնավորապես 2010թ. առաջին կիսամյակի համար:

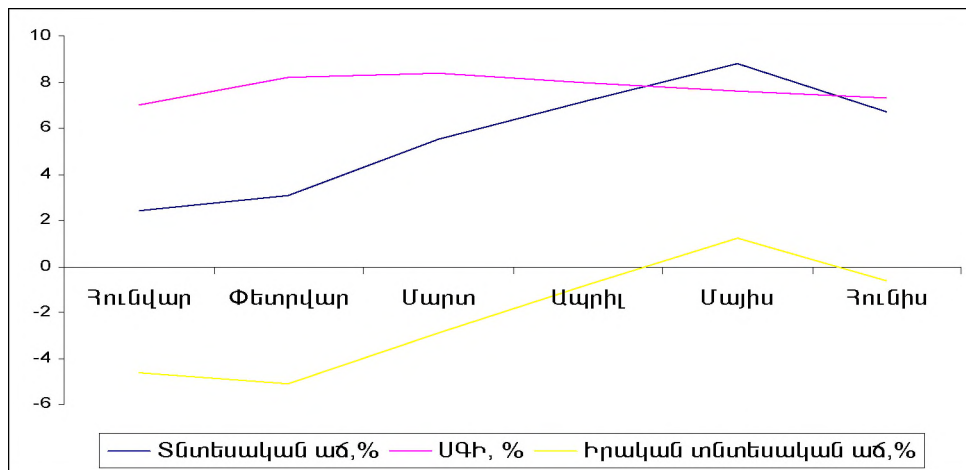
2010թ. առաջին կիսամյակը արժանավորվեց նրանով, որ հայ վիճակագիրները արձանագրեցին 6.7% տնտեսական աճ: Պետք է հատկապես նշել, որ 2009թ. դեկտեմբերին արձանագրված -14.4% անկումից հետո, հունվարին գրանցված 2.4% տնտեսական աճն արդեն ազդարարում էր, որ ՀՀ տնտեսությունը մտնում է վերականգնողական փուլ:

Խնդիրն արմատապես փոխվում է, երբ հարցը դիտարկվում է սպառողական գների ինդեքսի փոփոխության համատեքստում (ՄԳԻ):

Ինչպես ներկայացված է գծապատկեր 1-ում, դիտարկվող ժամանակահատվածում ՄԳԻ-ի հավելաճը գերազանցել է պաշտոնապես հրապարակվող տնտեսական աճի տեմպերը, ինչը վկայում է այն մասին, որ դիտարկվող ժամանակահատվածում ի համեմատ 2009թ. նույն ժամանակահատվածի ՀՀ-ում ֆիզիկական ծավալով արտադրվել է ավելի քիչ ապրանքներ ու ծառայություններ, և միայն գնաճի հաշվին ընթացիկ գներով հաշվարկված ՀՆԱ-ն աճել է: Մեր կողմից կատարված հաշվարկները վկայում են այն մասին, որ դիտարկվող ժամանակահատվածում շարունակվել է 2009թ. հունվարից սկսված տնտեսական անկման փուլը և միայն մայիս ամսին է գրանցվել 1.2% տնտեսական աճ, որից հետո՝ հունիսին գրանցվել է տնտեսական անկում $\wedge$ 6.6%:

Ասվածի համատեքստում խիստ կարևոր է գնահատել ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից տարվող մոնետար քաղաքականությունը, այն դեպքում, երբ այն ունի գնաճի նպատակադրման ռազմավարություն:

ՀՀ տնտեսական աճի, ՍԳԻ-ի և իրական տնտեսական աճի¹ տվյալները
2010թ. առաջին կիսամյակի համար²



Պետք է նշել, որ 2010թ. հունվար ամսից սկսած ՀՀ ԿԲ-ն արձագանքելով շուկայում գնաճի աճող միտումներին սկսեց բարձրացնել ռեպո տոկոսադրույքը 5%-ից հասցնելով մինչև 7.25%: Նշված գործիքի փոփոխությունը հանգեցրեց տրամադրվող վարկերի և ավանդների միջին տոկոսադրույքի աճի: Մասնավորապես 2010թ. մայիս ամսին տրամադրվող վարկերի և ավանդների միջին տոկոսադրույքը համապատասխանաբար կազմել է 20.02% և 9.73%: Համապատասխան ցուցանիշների աճը 2009թ. նույն ժամանակահատվածի հետ համեմատ կազմել է համապատասխանաբար 1.41% և 0.83%: Այլ կերպ ասած ՀՀ ԿԲ-ն ճգնաժամային համարվող 2009թ. համեմատ էլ ավելի է կոշտացրել դրամավարկային քաղաքականությունը և դա այն դեպքում, երբ կառավարությունը հայտարարում էր վերականգնողական աճի փուլ մտնելու մասին:

Այժմ վերլուծենք այն արդյունքները, որոնք ստացվել են ՀՀ ԿԲ-ի կողմից դրամավարկային քաղաքականության կոշտացման արդյունքում:

2010թ. առաջին եռամսյակում առևտրային բանկերում պահ է դրվել 37.1 մլրդ. դրամի ավանդ, ի համեմատ 2009թ. նույն ժամանակահատվածի, երբ պահ դրված ավանդների ծավալը կազմել է 80.9 մլրդ դրամ: Խնդիրն ավելի է բարդանում, երբ վերլուծում ենք 2010թ. երկրորդ եռամսյակի միտումները: Նշված ժամանակահատվածում տեղի է ունեցել ավանդների մասսայական դուրս հանում բանկերից հիմնականում տնային տնտեսությունների կողմից: Միայն 2010թ. երկրորդ եռամսյակում առևտրային բանկերից հանվել է 66.4 մլրդ դրամի ավանդ: Հետաքրքիր զուգադիպությամբ նույն ժամանակահատվածում աճել են նաև ՀՀ-ից ոչ առևտրային նշանակության դրամական միջոցների արտահոսքի ծավալները: Մասնավորապես, եթե 2009թ. երկրորդ եռամսյակում ՀՀ-ից արտահոսել է ոչ առևտրային նշանակության 40.7 մլն դոլար, ապա 2010թ. նույն ժամանակահատվածում այն կազմել է 53.4 մլն

¹ Հաշվարկներն իրականացվել են հեղինակի կողմից: Հաշվարկներն իրականացվել են բազմագործոն ռեգրեսիոն հավասարումների հիման վրա: Բազմագործոն ռեգրեսիոն հավասարման մեջ որպես անկախ փոփոխական վերցվել է անվանական ՀՆԱ-ն, իսկ որպես կախյալ փոփոխականներ վերցվել են արդյունաբերական, զուգատնտեսական, շինարարության և առևտրային գործունեության հետ կապված մի շարք հիմնական ցուցանիշների ֆիզիկական ինդեքսները:

² Գծապատկերում, ինչպես նաև հոդվածում բերված բոլոր տվյալները վերցված են ԱՊԾ-ի կողմից հրապարակվող «ՀՀ սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2010թ. հունվար-հունիս ամիսներին» հրապարակումներից:

դուլար: Այլ կերպ ասած նման ծավալի ավանդների դուրս հանումը տնային տնտեսություն[^] ներքի կողմից ունի երկու բացատրություն՝

- կապիտալի փախուստ ՀՀ-ից պայմանավորված արտաթույլի սպեկուլյատիվ միտում ներքով,
- սոցիալ-տնտեսական վիճակի վատացում պայմանավորված բարձր գնաճով:

Այժմ վերլուծենք առևտրային բանկերի կողմից տրամադրվող վարկերի ծավալների փոփոխությունը: Պետք է նշենք, որ 2010թ. առաջին կիսամյակում առևտրային բանկերին տրամադրվող վարկերի ծավալները 2009թ. դեկտեմբերի համեմատ աճել են 58.7 մլրդ դրամով: Համեմատության համար նշենք, որ 2009թ. նույն ժամանակահատվածում տրամադրվել է 83.3 մլրդ դրամի վարկ:

Դատելով վերը նշվածից պետք է փաստել, որ 2010թ. առաջին կիսամյակում ՀՀ ԿԲ-ի կողմից տարվող կոշտ դրամավարկային քաղաքականության արդյունքում նվազել են առևտրային բանկերի կողմից տրվող վարկերը, աճել են առևտրային բանկերից հանվող ավանդների ծավալները, ինչն էլ հանգեցրել է ոչ առևտրային նպատակով միջոցների արտահոսքի աճին: Սակայն փաստը մնում է փաստ, որ նման քաղաքականության արդյունքում գնաճի տեմպերը չեն նվազել: Ստացվում է, որ նման քաղաքականության արդյունքում ԿԲ-ն ուղղակի կամ անուղղակի կերպով խթանել է համախառն խնայողությունների աճը, փոխարենը խթանելու համախառն ներդրումները: Սակայն պետք է նշել, որ 2010թ. երկրորդ եռամսյակից սկսած սկսվել է կուտակված խնայողությունների փախուստ արտերկիր: Այլ կերպ ասած ՀՀ-ում տարվող դրամավարկային քաղաքականության արդյունքում կուտակված խնայողությունները չեն վերածվում ներդրումների ՀՀ-ում, այլ գնում են արտերկիր:

Անդրադառնանք նաև մի կարևոր երևույթի, որը դարձել է գնաճի զսպման գործիք, և որի կարգավորումը իրականացնում է ԿԲ-ն: Դա դուլար/դրամ փոխարժեքն է:

Եթե հետևենք դուլար/դրամ փոխարժեքի տատանման տրամաբանությանը, ապա կհայտնաբերենք հետևյալ օրինաչափությունը, այն է՝ դրամը սկսում է արժեքորվել ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ այն ժամանակ, երբ ՀՀ-ում առկա է գնաճի բարձր տեմպ, որը հնարավոր չէ զսպել ռեպո տոկոսադրույքի բարձրացման արդյունքում:

Նման իրավիճակ է գրանցվել 2010թ. առաջին կիսամյակում՝ դուլար/դրամ փոխարժեքը կազմելով 2009թ. դեկտեմբերի 31-ին 380.47, նվազել է կազմելով 373.46 դրամ մեկ ԱՄՆ դոլարի դիմաց 2010թ. հունիսի 30-ի դրությամբ: Այլ կերպ ասած, նշված ժամանակահատվածում դրամն արժևորվել է ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ 7 դրամով կամ 1.84%:

Դրամի արհեստական արժևորման գործընթացը սկսվել է 2008թ. հոկտեմբերից: Հոկտեմբեր ամիսը արժեքորվում է այն առումով, որ այդ ամսից սկսված ՀՀ ֆոնդային բորսայում ՀՀ ԿԲ-ի կողմից իրականացվող չստերիլիզացված ինտերվենցիաները դարձել են խիստ նշանակալից: Չստերիլիզացված ինտերվենցիաների իրականացման էությունը բավականին պարզ է: Կենտրոնական բանկը իր արտաքին պահուստներից որոշակի ծավալի դուլար էր մերթրնդմերթ լցնում շուկա ստեղծելով ԱՄՆ դոլարի արհեստական ավելցուկ, այսինքն՝ այլ հավասար պայմաններում մեծացնում էր շուկայում դոլարի առաջարկը, ինչն էլ իր հերթին հանգեցնում էր դոլարի արժեզրկմանը դրամի նկատմամբ, կամ որ նույնն է դրամի արժևորմանը: Ինտերվենցիան կոչում ենք չստերիլիզացված, քանի որ ԿԲ-ն ոչ մի ուրիշ գործիքով չի փորձում շուկայից հանել իր կողմից լցված ԱՄՆ դոլարը:

Հարկ ենք համարում նշել, որ 2009թ. մարտի 3-ից հետո հայտարարվեց, որ ԿԲ-ն վարում է լողացող կուրսի քաղաքականություն: Սակայն անկախ նման հայտարարությունից դուլար/դրամ փոխարժեքի փոփոխությունը ուղղակի կոռելացված է գնաճի բարձր տեմպի

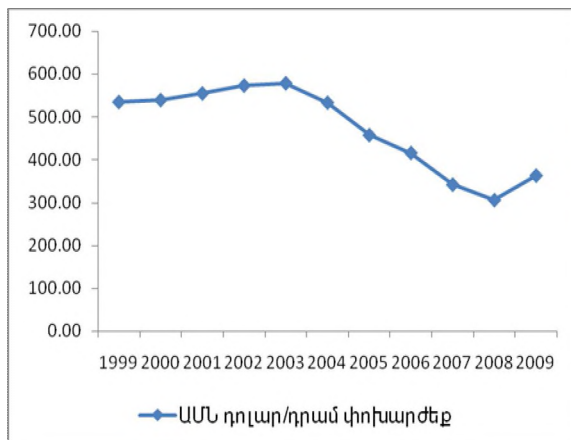
հետ: Խոսք այն մասին է, որ բարձր գնաճը զսպելու համար ԿԲ-ն ոչ միայն բարձրացնում է ռեպո տոկոսադրույքը այլ նաև չստերիլիզացված ինտերվենցիաների միջոցով արժեորում դրամը: Արդյունքում ստացվում է պարադոքսալ մի երևույթ՝ դրամն արժևորվում է ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ, սակայն արդյունքում դրամի գնողունակությունը աճելու փոխարեն մնում է նույնը, ինչն էլ գալիս է ապացուցելու դրամի արժևորման սպեկուլյատիվ միտումը:

Կարծում ենք նպատակահարմար է կանգ առնել հասկանալու համար գնաճի զսպման նպատակով ԿԲ-ի կողմից դրամի արհեստական արժևորման գործընթացի խորքային պատճառները:

Վերլուծությունը պետք է սկսել արտաքին առևտրի սալդոյի ու դոլար/դրամ փոխարժեքի փոփոխությունների համադրումից:

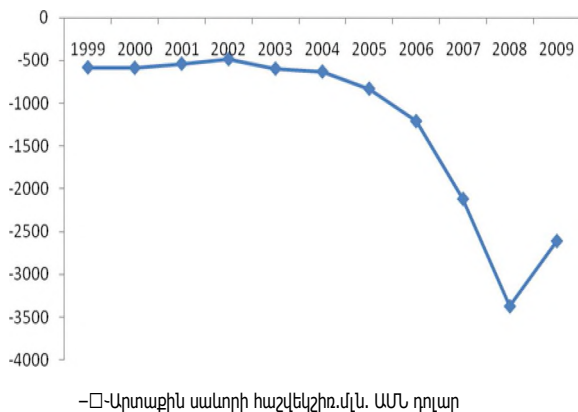
Գծապատկեր 2

ԱՄՆ դոլար/դրամ փոխարժեքի
դինամիկան 1999–2009թթ.*



Գծապատկեր 3

ՀՀ արտաքին առևտրի հաշվեկշռի
փոփոխության դինամիկան 1999–2009թթ.
համար, մլն ԱՄՆ դոլար²



Գծապատկերների համադրումից ակնհայտ երևում է, որ 2003թ. սկսված դրամի արժևորման հետևանքով խորացել է առևտրային հաշվեկշռի բացասական սալդոն: Ասվածի վառ ապացույց է այն, որ 2009թ. մարտի 3-ին տեղի ունեցած դրամի 22% արժեզրկման արդյունքում մասնակիորեն բարելավվել է արտաքին առևտրի բացասական հաշվեկշիռը:

Քանակապես գնահատելիս ստանում ենք հետևյալ արդյունքները՝ 2003–2008թթ. համար դրամի ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ 47% արժևորման արդյունքում առևտրային հաշվեկշիռը խորացել է 2.7 մլրդ ԱՄՆ դոլարով, կամ 5.7 անգամ, իսկ 2003^009թթ. համար դրամի ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ 37.2% արժևորման արդյունքում առևտրային հաշվեկշիռը խորացել է 2.01 մլրդ ԱՄՆ դոլարով, կամ 4.4 անգամ: Կարծում ենք թվերն արդեն խոսում են այն պարզ ճշմարտության մասին, որ դրամի արժեզրկման և լողացող կուրսի անցման դեպքում կարող ենք հասնել ընդհուպ մինչև արտաքին առևտրի դրական հաշվեկշռի:

Սակայն ամբողջ հիմնախնդիրը կայանում է նրանում, որ 2003^009թթ. ընթացքում ներմուծման ծավալների շեշտակի աճի պայմաններում ընթացել է ներմուծման գործընթացի կենտրոնացում, որի արդյունքում ներմուծվող ապրանքների շուկայում ձևավորվել են օլիգոպոլ

¹ Նույն տեղում:

² Նույն տեղում:

լիաներ: Նման պարագայում, այն էլ դրամի չափազանց արժևորման պայմաններում, ԿԲ-ն չի կարող անցնել լողացող կուրսի քաղաքականության: Ասվածը պատճառաբանենք մի քանի հիմնավորումներով: Ներմուծվող ապրանքների գներն ունեն դոլարային արտահայտություն և լողացող կուրսի անցման պայմաններում, երբ անկասկած կդիտվի դրամի արժեզրկման միտում, կհանգեցնեն ներմուծված ապրանքների դրամային գնի աճի, որը նույնիսկ բարձր ռեպո տոկոսադրույքի դեպքում ԿԲ-ն չի կարող վերահսկել: Ահա սա է այն հիմնական պատճառը, թե ինչու է ԿԲ-ն բարձր գնաճի պայմաններում առաջնային կերպով ազդում ԱՄՆ դոլար/դրամ փոխարժեքի վրա՝ արժևորելով դրամը: Նման քայլի արդյունքում ներմուծված ապրանքների դրամային արտահայտությամբ գները պետք է ընկնեն:

Սա է ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից տարվող մոնետար քաղաքականության և որդեգրած գնաճի նպատակադրման ռազմավարության տրամաբանությունը: Ակնհայտ է, որ նման քաղաքականությունը ոչ մի կապ չունի կայուն տնտեսական աճի ապահովման, մրցունակ տնտեսություն ձևավորելու, ինչպես նաև արտահանման աճի ապահովման և տեղական արտադրողին պաշտպանելու հետ: Այն ավելի շուտ միտված է ներմուծվող ապրանքների շուկայում ձևավորված օլիգոպոլ խմբավորումների կողմից թելադրվող գների հնարավոր զսպմանը դոլար/դրամ փոխարժեքի սպեկուլյատիվ արժեզրկման միջոցով, որի նպատակն է կարգավորվող գնաճի պայմաններում ապահովել սոցիալ-քաղաքական կայունության խնդիր: Ակնհայտ է, որ նման մոտեցումը երկարաժամկետ հեռանկարում չի հանգեցնի իրավիճակի կայունացմանը, քանի դեռ ՀՀ-ում չի ձևավորվել ազատ շուկա:

Ասվածի համատեքստում առաջարկում ենք անցում կատարել գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունից ՀՆԱ-ի նպատակադրման ռազմավարության և իրապես անցնել արտարժույթի լողացող կուրսի քաղաքականության: Նման փոփոխությունների դեպքում ակնկալում ենք ստանալ հետևյալ արդյունքները՝

- ներմուծվող ապրանքների շուկայում ձևավորված օլիգոպոլիաների վերացում և ազատ մրցակցության ձևավորում,
- տեղական արտադրության և արտահանման տեմպերի ավելացում,
- կապիտալատար արտադրանք թողարկող տնտեսության ձևավորում: