

ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ԶԱՂԱԶԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՓՈԽԱՆՑՈՒՄԱՅԻՆ ՄԵԽԱՆԻԶՄԸ ՀՀ-ՈՒՄ

ԱՐՄԵՆ ՊԵՏՐՈՍՅԱՆ

Դասական փոխանցումային մեխանիզմում դրամավարկային քաղաքականությունը ներգործում է գների վրա երկու փուլով: Առաջին փուլում պաշտոնական տոկոսադրույքի կամ փողի բազայի փոփոխությունն իր ազդեցությունն է թողնում շուկայական տոկոսադրույքի, ֆինանսական ակտիվների գների, փոխարժեքի, ամբողջական իրացվելիության և վարկավորման պայմանների վրա: Երկրորդ փուլում ֆինանսական շուկաների փոփոխություններն անդրադառնում են ֆիրմաների և տնատնտեսությունների անվանական ծախսերի վրա: Երկարաժամկետ հատվածում անվանական նման փոփոխությունները վերաբերում են միայն գների ընդհանուր մակարդակին՝ չշոշափելով տնտեսության իրական հատվածը: Կարճաժամկետ հատվածում անվանական ծախսերը որոշակի ազդեցություն են թողնում տնտեսության վրա, որի չափը կախված է անվանական գների կոշտությունից և տնտեսական կառուցվածքների ընդհանուր ճկունությունից¹:

Գնաճի նպատակադրմանն անցած երկրներն ակնհայտ առավելություններ են ձեռք բերում մակրոտնտեսական ոլորտում՝ փողի ագրեգատների նպատակադրումը կիրառող երկրների համեմատությամբ: Առավելությունները բացատրվում են դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի յուրահատկություններով: Փողի ագրեգատների նպատակադրման ռեժիմում առկա է փոխանցման ընդամենը 3 ուղի՝ *բանկային վարկավորման, դրամական և փոխարժեքի*: Թվարկված երեք ուղիներն էլ նախանշված են բանկային համակարգի պահուստների ծավալի կարգավորման համար, որը թույլ է տալիս ազդել փողի ագրեգատների վրա²: *Բանկային վարկավորման* գաղափարը առաջին անգամ առաջադրել է Ռոբերտ Ռուզան 1951 թ., որը հետագայում՝ 1988 թ., մանրամասնորեն վերլուծել են Բ. Բեռնենկը և Ա. Բլինդերը: Դրա էությունը հետևյալն է. կենտրոնական բանկը, նվազեցնելով առևտրային բանկերի տրամադրության տակ գտնվող պահուստների ծավալը, ստիպում է նրանց կրճատել վարկերի առաջարկը: *Դրամական ուղին* առաջարկվել է մոնետարիզմի ժամանակակից ներկայացուցիչ Ա. Մելցերի կողմից 1995 թ.: Ուղին մոնետարիստական է համարվում, քանի որ նկարագրվում է փողի առաջարկի՝ ակտիվների գների վրա ուղղակի ազդեցությամբ: Ըստ Մելցերի՝ դրամավարկային քաղաքականության գործիքների կիրառումը հանգեցնում է

¹ Sten Monetary Policy Transmission in the Euro Area // ECB Monthly Bulletin, July, 2000, էջ 43-58:

² Sten **Kuttner K.N., Mosser P.C.**, The Monetary Transmission Mechanism: Some Answers and Further Questions//Federal Reserve Bank of New York, „Economic Review”, 2002 (8), էջ 15-24:

կուտակված ակտիվների և դրանց հարաբերական գների կառուցվածքի ուղղորդման, ինչը, վերջին հաշվով, շոշափում է տնտեսության իրական հատվածը: Մոնետարիստական ուղիում տոկոսադրույքը առանձնահատուկ դեր չի խաղում, փոփոխությունների դրամավարկային խթանը տրվում է փողի բազայի միջոցով: *Փոխարժեքի ուղին* համարվում է դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի գլխավոր տարրը բաց տնտեսություններում: Բարձրացնելով ներքին տոկոսադրույքը արտասահմանյանի նկատմամբ՝ կենտրոնական բանկը արհեստականորեն առաջ է բերում ֆորվարդային փոխարժեքի աճ: Տեղական արժույթի ամրացումը անխուսափելիորեն հանգեցնում է զուտ արտահանման և ամբողջական պահանջարկի կրճատման: Փոխանցումային մեխանիզմի առանձնահատկություններով պայմանավորված՝ փողի ագրեգատների նպատակադրման աշխատունակությունը նվազում է: Դրա պատճառներն են՝

- բանկային համակարգի պակաս զարգացվածությունը,
- ներդրումային այլընտրանքների առկայությունը բանկային ավանդների նկատմամբ,
- ուժեղ՝ հատկապես կարճաժամկետ կապիտալների ֆինանսական շուկաները,
- նոր վճարային միջոցների տարածումը՝ ներառյալ էլեկտրոնային փողերը,
- միջազգային կապիտալների մեծ շարժունակությունը, արժույթային, ինչպես նաև ֆինանսական ակտիվների միջերկրային փոխարինումները:

Գնաճի նպատակադրման դեպքում առկա են փոխանցումային մեխանիզմի այլ ուղիներ՝ *տոկոսադրույքի, կուտակված ֆինանսական ակտիվների (բարեկեցության), ֆինանսական արքեղերատորի, փոխարժեքի և գնաճային սպասումների*: Դրանց օգնությամբ կարգավորվում են ոչ թե բանկային համակարգի պահուստները, այլ տոկոսադրույքները³: *Տոկոսադրույքի ուղու* իմաստը բավականին պարզ է. գների կոշտության տվյալ մակարդակում անվանական տոկոսադրույքի ավելացումը հանգեցնում է ֆինանսական ռեսուրսների ներգրավման ծախսերի և իրական դրույքի աճի: Ռեսուրսների թանկացումն էլ իր հերթին կրճատում է սպառման և ներդրումների ծավալները: Համաձայն *բարեկեցության ուղու*՝ տոկոսադրույքի փոփոխությունը իր ազդեցությունն է թողնում երկարաժամկետ ֆինանսական ակտիվների գնի վրա, որոնցում տեղաբաշխվում են խնայողությունները (բաժնետոմսերը, պարտատոմսերը, անշարժ գույքը և այլն), դրա աճը հանգեցնում է բարեկեցության և սպառման ծավալների անկման: *Ֆինանսական արքեղերատորի ուղին* գործում է, եթե տոկոսադրույքի ճշգրտումն ազդում է ֆինանսական գործարքների ապահովման գնի վրա: Տոկոսադրույքի աճը պատճառ է դառնում փոխառության արժեգրկման և ծախսերի ընդլայնման, իսկ դրա անկումը՝ ընդհակառակը: *Գնաճային սպասումների ուղին* թույլ է տալիս կենտրոնական բանկին դրամավար-

³ Տե՛ս **McCallum B.**, Analysis of the Monetary Transmission Mechanism: Methodological Issues//National Bureau of Economic Research 1999, NBER Working paper n. 87, էջ 2-12:

կային քաղաքականության գնաճային կողմնորոշիչների փոփոխության միջոցով ազդել տնտեսական գործակալների գնային սպասումների վրա: Փողի ագրեգատների նպատակադրման դեպքում տվյալ ուղին փոխանցումային մեխանիզմում բացակայում է, քանի որ դրանց մասին տեղեկատվությունը գործակալների համար ունի ցածր օգտակարություն գների կանխատեսման տեսանկյունից: Ամփոփելով արդյունքները՝ ասենք, որ տոկոսադրույքը, որպես դրամավարկային քաղաքականության գործառնական նպատակ, կարող է արդյունավետ լինել մի շարք դեպքերում, երբ՝

- տնտեսությունում ձևավորվել է բաց և զարգացած ֆինանսական համակարգ՝ բարձր մրցակցությամբ,
- ֆինանսական պարտավորությունները կազմում են ՀՆԱ մեծ մասը,
- կազմակերպությունների գործունեության ընդլայնումը մեծ մասամբ իրականացվում է արտաքին ներդրումային աղբյուրների հաշվին,
- վճարային հաշվեկշռի կապիտալի շարժի հետ կապված՝ բացակայում են էական սահմանափակումները:

Ինչպես ցույց տվեց անցյալ տասնամյակը, գնաճի նպատակադրումով երկրները կարճ ժամանակում հասան գնաճի բարեհաջող նվազեցման: Միջին հաշվով, սպառողական գների ինդեքսի աճը կրճատվեց տարեկան 8-ից մինչև 2%-ով: Փողի ագրեգատների նպատակադրման պայմաններում գործակալները, իմանալով, որ փողի զանգվածը որոշ չափով կավելանա, գների շարժընթացի մասին որոշակի եզրակացություններ անել չեն կարող: Գնաճի նպատակադրման դեպքում շուկայի ցանկացած մասնակից տեղեկացված է գնաճային կողմնորոշիչների մասին, որոնց համար դրամական իշխանությունները պատասխանատվություն են կրում: Այս ամենը բարձրացնում է տնտեսական որոշումների արդյունավետությունը, ինչը ընդլայնում է ՀՆԱ աճի տեմպերը: Անվանական ՀՆԱ աճի միջին արժեքը գնաճի նպատակադրմամբ երկրներում գերազանցում է փողի ագրեգատների նպատակադրմամբ երկրների մեծ մասում ցուցանիշը 5-6%-ով⁴:

Փոխարժեքի ուղին առկա է գրեթե բոլոր երկրներում: Դրա հավասարման մեջ հաշվի են առնված այնպիսի փոփոխականներ, ինչպիսիք են՝ նավթամթերքների, արտահանվող և ներմուծվող ապրանքների և ծառայությունների գները: Փոխարժեքն իր ազդեցությունն է թողնում մրցունակության և իրական աշխատավարձի վրա:

Տոկոսադրույքի ուղին նույնպես գործում է բոլոր երկրներում: Իռլանդիայում իրական կարճաժամկետ տոկոսադրույքն ազդում է ընթացիկ սպառման վրա: Այն գրեթե նույն ազդեցությունն է թողնում սպառման մակարդակի վրա Հունաստանում և Պորտուգալիայում: Իտալիայում, Ավստրալիայում և Ֆինլանդիայում սպառողական ծախսերը կախված են բանկային վարկերի տոկոսադրույքներից:

Աքսելերատորի ուղին բացառված է Հունաստանի և Իռլանդիայի բանկերի մոդելներից, որովհետև այդ երկրներում տնտեսությունների և ֆիրմաների ֆինանսական փաթեթներն էական դեր չունեն տնտեսությունում: Բարեկեցության ուղին լուրջ բանավեճերի առարկա է դառնում տնտե-

⁴ Տե՛ս **Volker P.**, Monetary Policy Transmission: Past and Future Challenges// Federal Reserve Bank of New York, „Economic Review”. 2002 (8), էջ 7-11:

սագետների շրջանակներում: Այն ընդգրկված չէ Գերմանիայի, Հունաստանի, Իսպանիայի, Ֆրանսիայի և Պորտուգալիայի բանկային համակարգերում, իսկ այն մոդելներում, որտեղ առկա է, բարեկեցության փոփոխության պատճառ են դառնում ֆինանսական ակտիվների գների տատանումները⁵:

Բացի թվարկված ուղիներից, տարբեր երկրների կենտրոնական բանկեր, ելնելով ազգային առանձնահատկություններից, կարող են մշակել փոխանցման իրենց ուղին: ՀՀ դրամավարկային քաղաքականության բնագավառում դժվար է միանշանակ որոշել, թե համապատասխան ազդակները փոխանցման ինչ ուղիով են ներգործում տնտեսության վրա, և փոխանցման վերջ թվարկված ուղիներից որոնք են գործում ՀՀ-ում: Դա պայմանավորված է դրամավարկային փոխանցման ազդակները խաթարող այնպիսի երևույթների առկայությամբ, ինչպիսիք են՝ եկամուտների անհավասարաչափ բաշխվածությունը, ֆինանսական միջնորդության ցածր աստիճանը, պետական բյուջեի կախվածությունը արտաքին ֆինանսավորման աղբյուրներից, արտարժույթային ներհոսքի հսկայական և անկանխատեսելի ծավալները և այլն: Մասնավորապես՝ ֆինանսական բարեկեցության ուղին չի գործում, քանի որ տնտեսությունները և ֆիրմաները խորությամբ ընդգրկված չեն ֆինանսական շուկաներում տեղի ունեցող գործընթացներում: Բանկային վարկավորման ուղին կաշխատի, եթե լայն տարածում ստանան սպառողական վարկերը, վարկային քարտերը և այլ ֆինանսական ծառայություններ: Աքսելերատորի ուղու համար անհրաժեշտ են զարգացած ֆինանսական շուկա և արտաքին աղբյուրների հաշվին իրականացվող մեծածավալ ներդրումներ: Սակայն ՀՀ-ում բացակայում է կապիտալի զարգացած շուկան, և առկա է արտաքին ֆինանսավորման պակասուրդ:

Մեր կարծիքով՝ ՀՀ-ում ներկայումս կարող է գործել փոխանցումային մեխանիզմի երեք ուղի՝ տոկոսադրույքի, փոխարժեքի և դրամական: Տոկոսադրույքի ուղին ամենակարևորն է այսօրվա պայմաններում, քանի որ գնաճի նպատակադրման ռազմավարության հիմնական գործիքը կարճաժամկետ տոկոսադրույքն է: Սակայն ՀՀ կենտրոնական բանկը չի կարող ամբողջությամբ հրաժարվել փողի ագրեգատների նպատակադրումից: Դեռ ավելին, անհրաժեշտության դեպքում պետք է իրականացնի նաև փոխարժեքի նպատակադրման քաղաքականություն, քանի որ փոխարժեքն այսօր իր ազդեցությունն է թողնում միանգամից մի քանի կարևոր մակրոտնտեսական մեծությունների վրա: Դրանք են՝ ներմուծվող ապրանքների և ծառայությունների գները, ֆիրմաների և տնտեսությունների գնաճային սպասումները և ազգաբնակչության դոլարային խնայողությունները: Բացի այդ, արտաքին շուկերի ժամանակ զարգացող երկրների կենտրոնական բանկերը, որոնք կիրառում են գնաճի նպատակադրման ռազմավարություն, խստացնում են քաղաքականությունը և կատարում ներխուժումներ արժույթային շուկաներում: Թեև գնաճի նպատակադրման ռազմավարություն

⁵ Sten van Els P., Locarno A., Morgan J. and Villette J.-P., Monetary policy transmission in the euro area: What do aggregate and national structural models tell us? ECB Working paper n. 94, December, 2001:

իրականացնող բոլոր երկրներում որպես գործառնական նպատակ *դեյուրե* (իրավարապես) կիրառվում է տոկոսադրույքը, ոչ բոլորում է այն համարվում այդպիսին *դեֆակտո* (փաստորեն): Ուստի, կարծում ենք՝ դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի վերոնշյալ երեք ուղիները արդիական են ՀՀ կենտրոնական բանկի ներկայիս քաղաքականության համար:

АРСЕН ПЕТРОСЯН – *Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики в РА.* В режиме таргетирования денежных агрегатов существуют три канала трансмиссии: канал банковского кредитования, канал денежных агрегатов и канал обменного курса. Перечисленные три канала необходимы для регулирования объема резервов банковской системы, которая позволяет влиять на денежные агрегаты. В режиме инфляционного таргетирования существуют другие каналы трансмиссии: канал процентной ставки, канал накопленных финансовых активов, канал финансового акселератора, канал обменного курса и канал инфляционных ожиданий. Таким образом регулируются не резервы банковской системы, а процентные ставки. В области денежно-кредитной политики РА однозначно трудно сказать, каким образом денежно-кредитные рычаги влияют на экономику, и какие из вышеперечисленных каналов действуют в РА. На наш взгляд, в настоящее время в РА могут действовать три канала трансмиссии: канал процентной ставки, канал обменного курса и канал денежных агрегатов.

ARSEN PETROSYAN – *Transmission mechanism of monetary policy in the RA.* In the system of money aggregate targeting there are three ways of money transfer: bank credit, monetary and currency. The above-mentioned three ways are intended for the regulation of the banking reserve volume, which allows to influence money aggregates. In case of inflation targeting, other ways of transfer mechanism exist: interest rate, cumulative financial assets, financial accelerators, currency and inflation expectations. With their help not only banking reserves are regulated but also interest rates. In the sphere of RA monetary policy it is difficult to determine the way transfer monetary levers influence the economy and which of the above-mentioned ways acts in the RA. In our opinion, in the current situation in the RA three ways of transfer mechanism can operate: interest rate, currency and monetary ways.