

Հարկ է նշել, որ դիտարկված մեթոդաբանությունը թույլ է տալիս գնահատել ոչ միայն գոյություն ունեցող պորթֆելի սպասվելիք եկամտաբերությունը, այլև նոր տրամադրվող վարկի ռիսկիայինությունը կամ հնարավոր գործարքի նպատակահարմարությունը, այդ իսկ պատճառով առաջարկվող մեթոդաբանությունը կարող է շատ լայն տարածում գտնել: Իմանալով պոտենցիալ վարկառուի վարկանիշը, այսինքն՝ պորթֆելի կոնկրետ սեգմենտի պատկանելությունը, հնարավոր կլինի կանխատեսել նրա դրամական հոսքերը սպասարկման ողջ ժամանակահատվածի համար:

Арман Барсегян

Модель Управления кредитного риска для портфеля потребительских кредитов

Аннотация

В данной статье обсуждена важность управления кредитным риском на портфельном уровне в Армении. Предложена новая модель для управления кредитным портфелем потребительского кредитования, позволяющая оценить величину ROC (return on Capital - доход на капитал) в любой момент времени.

Arman Barseghyan

The Credit Risk Assessment Model of Consumer Credit Portfolio in RA

Abstract

The importance of credit risk management on portfolio level in Armenia is discussed in this paper a new model for consumer credit portfolio management is proposed, allowing to estimate ROC (return on Capital) of the portfolio at any given time.

ՆԱԻՐԱ ԴԵՐՉՅԱՆ
ՀՊՏՀ ասպիրանտ

ԿԵՆՏՐՈՆԱԿԱՆ ԲԱՆԿԵՐԻ ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆԸ՝ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՃԳՆԱԺԱՄԵՐԻ ԱՌԱՋԱՑՄԱՆ ՊԱՏՃԱՌ

Համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամը, սկիզբ առնելով ԱՄՆ-ի անշարժ գույքի շուկայից և այնուհետև տարածվելով Եվրոպայի ֆինանսական շուկաներով, առաջացրեց մի շարք խնդիրներ դրամավարկային քաղաքականության վարման դասական մեթոդների ու մոտեցումների առջև՝ տնտեսագիտական բանավեճերի առարկա դարձնելով այն տեսակետը, թե դրամավարկային քաղաքականությունն է ճգնաժամի պատճառներից մեկը:

Դրամավարկային քաղաքականությունը տնտեսական ճգնաժամի պատճառ համարելու հիմնական ջատագովներից է հայտնի ամերիկացի տնտեսագետ, Նոբելյան մրցանակակիր Ժ.Ստիգլիցը: Այս տեսակետի կարևոր փաստարկ է ծառայում այն կարծիքը, որ ԱՄՆ-ի կողմից վարվող ցածր տոկոսադրույքների քաղաքականությունը 2001-2005 թվականներին խթանիչ ազդեցություն ունեցավ վարկային ակտիվության և մասնավորապես անշարժ գույքի շուկայում սպեկուլյատիվ «փուչիկի» առաջացման վրա: Վարկ ստանալու պայմանների թուլացմանը զուգահեռ՝ աճում էր նաև ստորադաս վարկավորման ծավալը ընդհանուր վարկային պորտֆելում: Այս պայմաններում վարկային ռեսուրսներն ուղղվում են սպեկուլյատիվ շահույթ ստանալու ուղղությամբ, որը տանում է անշարժ գույքի գների էլ ավելի բարձրացման: Խնդիրն ակնհայտ է դառնում, երբ անշարժ գույքի գները կտրուկ անկում են ապրում՝ պայմանավորված մակրոտնտեսական մեծ շոկերով, քանի որ անշարժ գույքի արժևորումը ոչ թե հիմնարար, տնտեսական ֆունդամենտալների

աճի, այլ գների սպեկուլյատիվ աղճատման հետևանք է: 2006-ից 2008 թվականներին համաշխարհային տնտեսության նմանատիպ բացասական շոկ էր նավթի և գյուղատնտեսական մթերքների գների բարձրացումը: Որպեսզի կանխվի գների այս աճի փոխանցումը դեպի գների ընդհանուր մակարդակի բարձրացում, առաջատար կենտրոնական բանկերն արձագանքեցին՝ բարձրացնելով բազային տոկոսադրույքները: Միջբանկային շուկայում տոկոսադրույքների բարձրացումն առաջացրեց վերջիններիս աճ նաև հիփոթեքային շուկայում, որը լուրջ սպառնալիք էր բնականոն վարկային մարումների համար: Այնուհետև, խոշորագույն բանկերի անկմամբ, ճգնաժամը փոխանցվեց բանկային ոլորտ: 2005 թվականի երկրորդ կեսից մինչև 2007 թվականի վերջը ԱՄՆ դաշնային պահուստային բանկը վարում էր զսպողական դրամավարկային քաղաքականություն՝ արտահայտված բազային կամ որ նույնն է դիսկոնտավորման¹ տոկոսադրույքների մակարդակի բարձրացմամբ: 2007 թվականի վերջին, ավելի ահագնացող ճգնաժամի պայմաններում, պահուստային բանկը հարկադրված էր թուլացնել քաղաքականությունը՝ իջեցնելով տոկոսադրույքները՝ որպեսզի մեղմի առաջացած ճգնաժամի հետևանքները: Եվրոպական կենտրոնական բանկը, ինչպես և այլ կենտրոնական բանկեր, իջեցրին տոկոսադրույքները փոխառության ծախսերը կրճատելու և տնտեսության իրացվելիությունը պահպանելու համար: Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության կանոնից ելնելով՝ այն, ինչ կատարվում էր հիփոթեքային շուկայում, դուրս էր ռազմավարության հորիզոնից, ինչպես նաև կիրառվող դրամավարկային քաղաքականության պատասխանատվության շրջանակներից: Գնաճի նպատակադրման կողմնակիցների կարծիքով կենտրոնական բանկի պատասխանատվությունը ֆինանսական կայունության համար նվազագույնն է, այդ իսկ պատճառով վերջինս սահմանված չէ որպես ազգային բանկերի բացահայտ թիրախ: Նրանց հիմնավորմամբ ֆինանսական կայունությունը սովորաբար ապահովվում է տարբեր գործիքների՝ վերահսկողության և կարգավորման միջոցով, և դրամավարկային քաղաքականության խնդիր չէ:

Ճգնաժամների ժամանակ կենտրոնական բանկերի դրամավարկային քաղաքականության նշանակության գնահատման տեսանկյունից այլ խնդիր է, թե ինչպես պետք է կենտրոնական բանկերն արձագանքեն ներդրումային ակտիվի չարդարացված գների աճին (ակտիվների շուկայի գնաճ), մասնավորապես անշարժ գույք կամ արժեթղթեր: Ավանդաբար, անշարժ գույքի շուկան անտեսվել է դրամավարկային քաղաքականության կանխատեսումներից: Չարգացած աշխարհում անշարժ գույքի և արժեթղթերի շուկաներում հաճախադեպ ճգնաժամերը գիտական շրջանակներում առաջացրել են աճող հետաքրքրություն կենտրոնական բանկերի կողմից տվյալ իրավիճակներում գնաճի կարգավորման նկատմամբ, քանզի ըստ էության նկարագրված երևույթը ներդրումային ակտիվների յուրահատուկ գնաճ է: Հարցն այն է, պե՞տք է արդյոք, որ բանկերն արձագանքեն ներդրումային ակտիվների գնաճին, դրանց՝ սպառողական ապրանքների գների վրա ազդեցությունից զատ: Որոշ հեղինակների կարծիքն է, որ կենտրոնական բանկերը պետք է սահմանափակեն ակտիվների գների «փուչիկները», քանզի վերջիններիս պայթելն առաջացնում է ֆինանսական անկայունություն: Նման պատճառաբանման հիմքն այն է, որ գների անբարենպաստ դինամիկան ներդրումային շուկաներում կարող է վտանգել կենտրոնական բանկերի որևէ նպատակներից մեկին հասնելուն:

Տեսաբանների հաջորդ խումբը՝ Գուլի (2010), Ռոուզ, Շպիգել (2009), քիչ կարևորելով դրամավարկային քաղաքականության դերը համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի առաջացման գործում, տեսնում են որպես ճգնաժամի հիմնական պատճառ կարգավորման ձախողումները, որոշ ֆինանսական հաստատությունների աստիճանաբար վերածումը “too big to fail”² կարգավիճակով կառույցների, ճգնաժամին նախորդող մակրոտնտեսական իրավիճակը, մասնավորապես ցածր համաշխարհային իրական տոկոսադրույքները գլոբալ անհավասարակշռությունների հետևանքով, «Մեծ չափավորությունը»³ կայուն աճի և ցածր գնաճի դրսևորմամբ, որը տանում էր ռիսկի համակարգային թերագնահատման և ֆինանսական շուկաներում ցածր ռիսկի

¹ Ըստ ԱՄՆ միջազգային ֆինանսական վիճակագրության:

² Բառացի թարգմանած՝ «չափազանց մեծ սնանկանալ թողնելու համար»:

³ Տնտեսագիտության մեջ «Մեծ չափավորություն», անգլերենում՝ the Great Moderation, հասկացությունը վերաբերում է գործարար պարբերաշրջանների տատանողականության կրճատմանը՝ սկսած 1980թթ. կեսերից՝ պայմանավորված զարգացած երկրներում ինստիտուցիոնալ և կառուցվածքային փոփոխություններով, որը դրսևորվում է ՅՆԱ-ի աճի, արդյունաբերական արտադրանքի, զբաղվածության և գործազրկության մակարդակի տատանողականության նվազմամբ:

հավելավճարի, ԱՄՆ-ի բնակարանային քաղաքականությունը ցածր եկամուտ ունեցող ընտանիքների համար (ստորադաս վարկավորում) և այլն: Այլ դրդապատճառների թվում են նաև առևտրային և ներդրումային բանկերի՝ ֆինանսական լծակը¹ բարձրացնելու աղավաղված շարժառիթները՝ պայմանավորված թույլ վերահսկողությամբ, արժեթղթերի բրոքերների և ակտիվների ֆոնդերի կառավարիչների՝ չափազանց բարձր ռիսկեր ստանձնելու հակումները և ասիմետրիկ վարձատրության պայմանագրերը, ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի ռիսկի գնահատման տեղեկատվական ասիմետրիայի խնդիրները, պոտենցիալ փոխկապակցված համակարգային ռիսկերի թերագնահատումը և այլն: Այս պատճառներից և ոչ մեկն առնչություն չունի դրամավարկային քաղաքականության հետ, բացառությամբ նրա, որ դրամավարկային քաղաքականությունը կարող էր նպաստել «Մեծ չափավորությանը»: Այսպես, սկսվելով ֆինանսական հատվածից (տնտեսական գործակալների շրջանում օրեցօր աճող անորոշություն, ակտիվների գների անկումներ, ֆինանսական հաստատությունների սնանկացումներ)՝ ճգնաժամը փոխանցվում է դեպի իրական հատված վարկային ուղիով: Իրական հատվածում ճգնաժամի հետևանքների դրսևորումն են դառնում ներդրումների նվազումը, գլխավորապես ֆինանսավորման հասանելիության սահմանափակության և աճող տոկոսադրույքների պատճառով, գործազրկության աճը և ՀՆԱ-ի հսկայական անկումը: Չնայած կառավարությունների և կենտրոնական բանկերի կողմից ձեռնարկված միջոցառումներին՝ մի շարք տնտեսություններ դեռևս շարունակում են կրել 2007-2009թթ. ֆինանսական ճգնաժամի հետևանքները:

Ջարգացնելով վերլուծությունը՝ հաջորդ քայլը հատկապես գնաճի նպատակադրման ռազմավարության արդյունավետության գնահատումն է ֆինանսական ճգնաժամերով պայմանավորված մարտահրավերների հաղթահարման գործում: Եթե գնաճի նպատակադրումը ընդունելի մեխանիզմ է դրամավարկային քաղաքականության համար համեմատաբար կայուն ժամանակաշրջաններում, ապա հարց է առաջանում դրա արդյունավետության վերաբերյալ ճգնաժամային իրավիճակներում: Ժամանակակից գիտական գրականության մեջ նմանատիպ վերլուծություններն այնքան էլ բազմաքանակ չեն: Նախքան ոլորտում կատարված աշխատանքներից մի քանիսին անդրադառնալը, համառոտ ներկայացնենք քաղաքականության զարգացման փուլերը:

Արժույթի միջազգային հիմնադրամի վիճակագրական տվյալների համաձայն՝ 2012թ. առաջին եռամսյակի վերջի դրությամբ գնաճի նպատակադրման ռազմավարություն կիրառում են աշխարհի 28 երկրներ: Առաջին երկիրը, որ կիրառել է գնաճի նպատակադրման ռազմավարություն, Նոր Զելանդիան է 1989թ. դեկտեմբերին: Երկրները, որոնք որդեգրելուց անմիջապես հետո դադարեցրին գնաճի նպատակադրումը, Ֆինլանդիան, Իսպանիան և Սլովակիայի Հանրապետությունն էին՝ պայմանավորված եվրոյի գոտուն անցմամբ: Հայաստանը, Չեխիայի Հանրապետությունը, Հունգարիան և Լեհաստանը որդեգրեցին գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը կենտրոնացված պլանային տնտեսությունից շուկայական տնտեսությունների անցման ժամանակ: Բազմաթիվ երկրներ էլ դեռևս գտնվում են այս ռազմավարության ներդրման գործընթացում՝ որդեգրելով դրա առանձին տարրեր, մասնավորապես Եվրոպական կենտրոնական բանկը, ԱՄՆ Գ-աշնային պահուստը, Ճապոնիայի կենտրոնական բանկը, Շվեյցարիայի ազգային բանկը: Չնայած այս կենտրոնական բանկերի խնդիրների թվում է ցածր գնաճի ապահովումը, վերջիններս չեն հայտարարում բացահայտ քանակական թիրախներ կամ ունեն այլ նպատակներ, ինչպիսիք են՝ առավելագույն զբաղվածության խթանում, չափավոր երկարաժամկետ տոկոսադրույքների ապահովում՝ գների կայունության հետ համատեղ:

Գնաճի նպատակադրման նոր ռազմավարության լայն կիրառությունը պայմանավորված էր հիմնական այլընտրանքային գործիքի՝ փոխարժեքի նպատակադրման կենսունակության անկմամբ՝ կապված 1990-ականների մի շարք արժույթային ճգնաժամերի հետ: Մինչև 2005թ. գնաճի նպատակադրման տարբեր տեսակներ արդեն դարձել էին զարգացող երկրների ամենատարածված դրամավարկային քաղաքականության ռեժիմը: Գրամավարկային քաղաքականության առավել

¹ Ֆինանսական լծակը կամ ֆինանսական լծակի ուժը փոխառու կապիտալի հարաբերակցությունն է սեփական կապիտալին: Ֆինանսական լծակի ուժի էֆեկտ են անվանում փոխառու միջոցների օգտագործումը գործառնությունների ծավալի և շահույթի մակարդակի բարձրացման նպատակով՝ չունենալով դրա համար բավարար կապիտալ միջոցներ: Այս ցուցանիշը բնութագրում է ռիսկի, ֆինանսական կայունության աստիճանը:

հաճախ հիշատակվող թիրախներից են ցածր և կայուն գնաճը, բարձր և կայուն տնտեսական աճը և զբաղվածության մակարդակները, ֆինանսական շուկաների և ֆինանսական հաստատությունների, տոկոսադրույքների, արտաքին շուկաների կայունությունը: Երբեմն որոշ կենտրոնական բանկեր ընդունում են յուրահատուկ թիրախներ, ինչպես օրինակ՝ Անգլիայի բանկը, որի դեպքում նպատակը ազգային ֆինանսական համակարգի համաշխարհային խթանումն է: Այդուհանդերձ, որքան էլ բազմազան ու տարբեր լինեն այդ թիրախները, ամենատարածված և ընդունված նպատակը գների կայունության ապահովումն է: Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության իրականացումը հիմնված է որոշակի սկզբունքների վրա, որոնք ներկայացված են ներքոնշյալ աղյուսակում:

Աղյուսակ 1

Գնաճի նպատակադրման վեց սկզբունքները¹

1. Դրամավարկային քաղաքականության առաջնային դերը տնտեսության համար անվանական խարսխի ապահովումն է, երբ այլ նպատակների համար կշիռների սահմանումը անհամադրելի չէ գնաճի և գնաճի սպասումների համար անվանական խարսխի հետ:
2. Արդյունավետ գնաճի նպատակադրման ռեժիմը պետք է ունենա բարենպաստ առաջնահերթ ազդեցություն բարեկեցության վրա՝ նվազեցնելով անորոշությունը, խարսխելով գնաճի սպասումները և նվազեցնելով վերելք-վայրէջք շրջափուլերի դրսևորման հավանականությունը կամ խստությունը:
3. Գնաճի նպատակադրման ռեժիմի հաջողությունը մեծապես պայմանավորված է քաղաքականություններով, որոնք դարձնում են դրամավարկային քաղաքականության խնդիրները առավել հեշտ և վստահելի:
4. Դրամավարկային փոխանցումային մեխանիզմում ճեղքվածքների, ինչպես նաև գնաճի՝ իր թիրախից, արտադրությունը՝ իր պոտենցիալ մակարդակից շեղումների պատճառով, հնարավոր և ցանկալի չէ գնաճը պահպանել ճիշտ թիրախի մակարդակին, և պրակտիկայում գնաճի նպատակադրումը դառնում է գնաճի կանխատեսման նպատակադրում:
5. Ելնելով գնաճի թիրախների և այլ նպատակների միջև հակասություններից՝ կենտրոնական բանկերը պետք է ունենան պարզ նպատակներ և բավարար անկախություն՝ քաղաքական գործընթացներից այս նպատակներին հասնելու համար:
6. Պետք է լինեն մոնիթորինգի և հաշվետվողականության արդյունավետ մեխանիզմներ, որոնք հնարավորություն կտան ապահովելու կենտրոնական բանկերի վարքագծի համահունչ լինելը հայտարարված նպատակների հետ և դրամավարկային քաղաքականության ապահովումը ձևավորված փորձի հիման վրա:

Հայաստանի Հանրապետությունում, առաջինը ԱՊՀ երկրների շրջանում, գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանն անցումը կատարվեց 2006թ. հունվարի 1-ից՝ հաջորդելով մինչ այդ կիրառվող փողի ազդեցատների նպատակադրման ռազմավարությանը, որը գործում էր 1994 թվականից: Նոր ռազմավարության անցման անհրաժեշտությունը, որի ժամանակ արդեն գործում է տոկոսադրույք - գնաճի կանխատեսված մակարդակ - գնաճ փոխանցման շղթան, պայմանավորված էր փողի ազդեցատներ-գնաճ կապի թուլացմամբ²:

Տնտեսական ճգնաժամների ընթացքում գնաճի նպատակադրման ռազմավարության արդյունավետության գնահատման փորձերից է Նյումանի և Հագենի աշխատությունը, որտեղ համեմատվում են նպատակադրող և գնաճի նպատակադրում չիրականացնող երկրներ 1978 և 1998 թթ. մավթի գների շուկի ժամանակ՝ հիմք ընդունելով երեք չափանիշներ.

- գնաճ,
- երկարաժամկետ տոկոսադրույքներ,
- միջբանկային շուկայում կարճաժամկետ տոկոսադրույքներ:

Օգտագործելով տարբերությունների մեթոդը՝ հեղինակները եզրակացնում են, որ գնաճի աճը, երկարաժամկետ և կարճաժամկետ տոկոսադրույքներն ավելի ցածր էին նպատակադրող երկրներում, չնայած բուն գնաճի ցուցանիշով տարբերությունը վիճակագրորեն էական չէր: Միշկինը և Շմիդտ-Հեբբելը (2007) նույնպես համեմատում են մավթի գների շուկերի ենթարկվող երկրների այս երկու խմբերը: Հիմնական հիպոթեզն այն է, որ եթե գնաճի նպատակադրումը բարձրացնում է

¹ Չ.Ֆրիդման, Ջ. Լաքստոն, Ինչու՞ գնաճի նպատակադրում, ԱՄՆ, 2009:
² Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի կանխատեսման և քաղաքականության վերլուծության համակարգը, աշխատանքային փաստաթուղթ, 2010թ.:

վստահությունը կենտրոնական բանկերի նկատմամբ գների սպասումների խարսխման միջոցով, ապա նպատակադրում իրականացնող երկրների խումբն առավելություն պետք է ունենա գնաճի հարցում, և ավելի քիչ արտահայտված լինեն շուկի հետևանքները արտարժույթի փոխարժեքի միջոցով: Հիրավի, արդյունքները վկայում են հոգուտ նպատակադրում իրականացնող երկրների: Երկրների երկու խմբերի միջև տարբերությունների դե Կարվալյո Ֆիլյոյի (2010, 2011) վերլուծությունը համարվում է այս ոլորտում կատարված փոքրաթիվ նշանավոր աշխատանքներից մեկը: Մասնավորապես, այս աշխատության մեջ վերլուծվում է նպատակադրման ռազմավարություն որդեգրած երկրների արդյունավետությունը մյուս երկրների համեմատ՝ համեմատելով 51 երկրներ, ներառյալ 23 նպատակադրողներ, և բացահայտելով, որ վերջիններս առավել բարձր արդյունքներ են դրսևորել, քան իրենց համեմատական խումբ երկրները:

Մեկ այլ աշխատությունում՝ Ֆոյոյ (2012), առաջարկվում է երկրների երկու խմբերի համեմատման բավականին խորը մոտեցում: Առաջին հերթին քննարկելով տեսական հիմքերը, թե ինչու նպատակադրող երկրները պետք է ավելի լավ դրսևորեն իրենց, հեղինակն անդրադառնում է էմպիրիկ տեսություններին, որտեղ նշվում է, որ.

- նպատակադրում իրականացնող երկրներն առավել լավ հսկողություն ունեն գնաճի նկատմամբ,
- ունեն առավել բարձր ֆիսկալ կանոնակարգվածության աստիճան,
- առավել կայուն փոխարժեք,
- ավելի մեծ արտարժույթի պահուստների կուտակումներ:

Գնաճի նպատակադրումը նաև խորհրդանշվում է կենտրոնական բանկերի առավել բարձր վստահությամբ, վարկունակությամբ և անհրաժեշտության դեպքում դրամավարկային քաղաքականության մեղմման առավել մեծ ճկունությամբ:

Այս առավելությունները, որոնք առկա են նպատակադրման ռազմավարության պայմաններում, կարող են մեծ դեր խաղալ ճգնաժամի ժամանակ: Որպես երկրների տնտեսական քաղաքականության արդյունավետության գնահատման չափանիշներ են ընդունվում հետևյալ երկու խումբ ցուցանիշները.

1. կենտրոնական բանկերի արդյունավետությունը՝ հիմնված գնաճի և տոկոսադրույքների վրա,
2. առավել ընդհանուր՝ ՀՆԱ-ի աճը:

Երկրորդ ցուցանիշի՝ ՀՆԱ-ի աճի դեպքում հեղինակի եզրակացությունն այն է, որ էական տարբերություն չկա զարգացող և զարգացած երկրների ընտրանքում: Կենտրոնական բանկերի գործունեությունը վերլուծվում է գնաճի, գնաճի տատանողականության, իրական և անվանական տոկոսադրույքների միջոցով: Հատկանշական է, որ ճգնաժամի ժամանակ կարգավորող մարմինների մտահոգությունը «դեֆլյացիայի ահ»-ն էր, ուստի գնաճը նվազեցնելու ուղղությամբ գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը գնահատելու փոխարեն, ինչն ընդունված է դասական գրականության մեջ, նպատակն այստեղ գնահատելն է, արդյոք գնաճ նպատակադրող երկրներն ավելի քիչ են ազդեցություն կրել ճգնաժամի ընթացքում գների ընդհանուր մակարդակի իջեցումից: Գնաճամի մեկ այլ հետևանք էր գնաճի տատանողականության աճը՝ ավելացող անորոշության հետևանքով:

Տոկոսադրույքների փոփոխության վերլուծության տեսանկյունից՝ նպատակադրման ռազմավարություն չկիրառող երկրներում միջինում իրական %-ադրույքը բարձրացել է 4.6%-ից մինչև 11.26% 2003-2008թթ. ընկած ժամանակահատվածում, մինչդեռ նույն ժամանակահատվածում գնաճի ռազմավարությունը կիրառող երկրների համար դրույքը 6.7% և 7% էր՝ վկայելով երկրների այս խմբում ավելի ցածր տատանողականության մասին:

Համաձայն որոշ հետազոտությունների (Տափսոբա (2010), Լուկոտտ (2012))՝ գնաճի նպատակադրումը խորհրդանշվում է առավել բարձր ֆիսկալ դիսցիպլինով, ուստի հավանական է, որ նպատակադրողները ճգնաժամ մուտք գործելին առավել ուժեղ ֆիսկալ քաղաքականությամբ, հատկապես ավելի ցածր պարտքի մակարդակով: Սա էական տարբերություն էր ճգնաժամի ժամանակ, քանի որ գրականության մեջ ընդունված է այն կարծիքը, որ մեծ պետական պարտք ունեցող երկրները, հատկապես արտաքին կարճաժամկետ պարտք, համեմատաբար մեծ ազդեցություն են կրել 2008-2009 թթ. տնտեսական ցնցումներից: Սա նշանակում է, որ սկզբնապես մեծ

պարտք ունեցող կառավարությունը բախվում է առավել շատ սահմանափակումների հետ, քանի որ վերջինս պարտքի սպասարկման ծանրության պատճառով ունակ չէ դիմելու ֆիսկալ խթանների՝ դժվարացնելով նոր պարտքի գործարկման հնարավորությունը: Քանի որ գնաճի նպատակադրումն ապահովում է առավել բարձր ֆիսկալ դիսցիպլին, նպատակադրողներն ունեն ավելի առողջ, կայուն ֆիսկալ քաղաքականություն նախաճգնաժամային շրջանում, իսկ այնուհետև՝ ճգնաժամի ընթացքում, անհրաժեշտ ճշգրտումների իրականացման ավելի մեծ ազատություն:

74 զարգացած և զարգացող երկրների, ներառյալ 23 նպատակադրողները 1985-2005 թթ. կատարված հետազոտության արդյունքների համաձայն՝ զարգացող երկրների համար գնաճի նպատակադրումը նվազեցնում է փոխարժեքի տատանողականությունը և ավելացնում արտաքին պահուստների կուտակումները: Չարգացած երկրների համար, ընդհակառակը, գնաճի նպատակադրումը խորհրդանշվում է փոխարժեքի տատանողականության աճով և արտաքին պահուստների փոքր պաշարներով: Ինչպես նշվում է Կալվոյի (2010), աշխատության մեջ, միջազգային պահուստները որոշակի դերակատարում ունեն ճգնաժամի ժամանակ, ի տարբերություն նորմալ ժամանակների, քանի որ բացակայում է վերջին առյուծի վարկատուի գործառույթը, և արտաքին պահուստները կենսական են դառնում կենտրոնական բանկերի համար¹: Պահուստները կարող են նաև ծառայել որպես երաշխավորություն, մասնավորապես ճգնաժամի ժամանակ երկրի հիմնական արտադրական ոլորտների համար ներմուծվող կարևոր ապրանքատեսակների և ավելի ցածր տոկոսադրույքներով ֆինանսավորման համար, որի դեպքում պահուստը դիտվում է որպես երկրի վճարունակության երաշխիք: Ուստի, եթե գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը նպաստում է արտաքին պահուստների կուտակմանն ու փոխարժեքի կայունությանը, կամ, ավելի քիչ չափով, ընթացիկ հաշվի հավասարակշռությանն ու կապիտալ ներհոսքերի ընդհատումներին քիչ ենթարկվածությանը, նման ռազմավարություն ունեցող երկրներն առավելություն ունեն և առավել դիմացկուն են ճգնաժամային իրավիճակում: Ինչ վերաբերում է տոկոսադրույքների մակարդակին, դրանք պետք է միջինում ավելի բարձր լինեն նպատակադրման ռազմավարություն իրականացնող երկրների համար ճգնաժամին նախորդող տնտեսական վերելքների ժամանակ, քանի որ դրամավարկային քաղաքականությունը պետք է ավելի արձագանքող լինի աճող իրացվելիության և գնաճի նկատմամբ: Էմպիրիկ ուսումնասիրությունները պաշտպանում են այն տեսակետը, որ նպատակադրման ռազմավարությունը բարձրացնում է կենտրոնական բանկերի վարկունակությունը՝ մասնավորապես իջեցնելով գնաճի սպասումները: Այս իմաստով գնաճի նպատակադրումը հաջողությամբ միմյանցից տարանջատում է ներկա գնաճի սպասումները անցյալում գնաճի իրականացումներից: Գնաճի նպատակադրման դրամավարկային ռազմավարությունը հիմնված է կենտրոնական բանկերի անկախության, թափանցիկության և պատասխանատվության վրա, երեք բնութագրիչներ, որոնք ապահովում են ավելի վստահելի դրամավարկային քաղաքականություն: Բացի այդ, այս վստահությունը կարող է օգնել նաև դեֆյուսիտային դեմ պայքարի համաշխարհային ճգնաժամի ժամանակ: Ընդհանուր առմամբ, եթե նպատակադրող կենտրոնական բանկերն ավելի վարկունակ են, վերջիններս ավելի լավ պետք է դիմակայեին ֆինանսական ճգնաժամի տարբեր մարտահրավերներին:

Այդուհանդերձ, գնաճի նպատակադրումը սպասվող արդյունք կարող է ապահովել՝ պայմանավորված այդ քաղաքականությունը կիրառող երկրների մի շարք յուրահատկություններով: Այլ կերպ ասած՝ գնաճի նպատակադրման ազդեցությունը կարող է ոչ զծային կամ պայմանական լինել: Այս հիպոթեզը վերոնշյալ հեղինակներից մեկը՝ Ֆուլոն, ստուգում է պայմանական կապերի հետևյալ տեսակների ուսումնասիրությամբ.

- գնաճի նպատակադրման ազդեցությունը կարող է կախված լինել երկրի տնտեսական գլոբալացման աստիճանից: Ֆինանսական ճգնաժամն առավել ազդում է տնտեսապես խիստ գլոբալացված երկրներին, որոնց վրա գնաճի նպատակադրման ազդեցությունն առավել ակնառու է:
- Գնաճի նպատակադրման ազդեցությունը կարող է կախված լինել երկրի պարտքի մակար-

¹ Նմանօրինակ մի գործարք էր արժույթային սվոփը եվրոպական կենտրոնական բանկի և ԱՄՆ պահուստային համակարգի միջև՝ երաշխավորելու առաջինի համար բավարար դոլարի առկայությունը:

դակից: Ճգնաժամն ավելի թեթև ազդեցություն կարող էր ունենալ քիչ պարտք ունեցող երկրների վրա, քանի որ գրականության մեջ առաջադրվում է գնաճի նպատակադրողների բարձր արդյունավետություն ֆիսկալ քաղաքականության ոլորտում:

- Գնաճի նպատակադրման ազդեցությունը կարող է պայմանավորված լինել արտարժույթի պահուստների համեմատական կարևորությամբ, այն իմաստով, որ, ինչպես արդեն քննարկվել է, պահուստները կարող են երկրներին օգնել ճգնաժամն առավել արագ հաղթահարելու՝ այդպիսով ապահովելով գնաճի նպատակադրմանը վերագրվող արդյունքները:
- Գնաճի նպատակադրման ազդեցությունը կարող է պայմանավորված լինել երկրների ֆինանսական զարգացմամբ, ինչպես նշվում է գրականության մեջ բավարար ֆինանսական զարգացածությունը անհրաժեշտ է դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության համար:

Լրացուցիչ հետազոտությունների արդյունքում եզրակացությունն այն է, որ վերը նշված գործոնները փոխկապակցված չեն գնաճի նպատակադրման հետ, բացառությամբ գնաճի նպատակադրման և արտարժույթի պահուստների միջև կապի՝ որքան շատ են պահուստները, այնքան ավելի լավ են նպատակադրողները դրսևորել իրենց ճգնաժամի ժամանակ:

Ուսումնասիրված գրականությունների արդյունքները ցույց են տալիս, որ նպատակադրում իրականացնող կենտրոնական բանկերն ավելի լավ են դրսևորել իրենց ճգնաժամի ժամանակ հատկապես իրական տոկոսադրույքների աճը և գնաճի տատանողականությունը կառավարելու գործում: Այնուամենայնիվ, արդյունքները ցույց չեն տալիս էական տարբերություններ երկու խմբերի միջև ՀՆԱ-ի աճի ցուցանիշով:

Առաջին հերթին պատճառը ճգնաժամի մասշտաբներն էին: Նման հետևանքներով ճգնաժամի դեպքում երկրները կարող են ազդվել՝ անկախ տնտեսության մեջ կիրառվող զանազան ռազմավարություններից: Յանգաբիդեսը (2010), ուսումնասիրելով ֆիքսված և ճկուն փոխարժեքային ռեժիմներ ունեցող երկրների միջև տարբերությունները ճգնաժամի ժամանակ, եզրակացնում է, որ ճկուն փոխարժեքի ռեժիմը, չնայած գրականության մեջ նշվող բազմաթիվ առավելություններին՝ որպես շոկերի կլանմանը նպաստող, որևէ առավելություն չէր տվել ճգնաժամի ընթացքում: Պատճառը շոկի ուժգնությունն էր, որ անխտիր ազդել էր ամենազարգացած և ինտեգրված երկրներին:

Երկրորդ պատճառն այն է, բաց տնտեսություններն առավել մեծ ազդեցություն կրեցին ճգնաժամից: Գնաճի նպատակադրում իրականացնող տնտեսությունը տնտեսապես և ֆինանսապես ավելի բաց է, քան մյուսները: Սրանք այն գործոններն են, որոնք կարող են չեզոքացնել սկզբնական բարենպաստ մակրոտնտեսական պայմանները նպատակադրողների համար:

Որպես երրորդ խնդիր կարելի է նշել դրամավարկային քաղաքականությունների վարումը՝ վաղ 2000թթ. սկսած: Կենտրոնանալով միմիայն կամ առնվազն կարևորելով գնաճը և գնաճի նպատակադրումը հատկապես՝ կենտրոնական բանկերը մի կողմ են մղել ֆինանսական կայունությունը: Այս իմաստով ֆինանսական կարգավորման պակասը առավել խիստ կարող էր լինել նպատակադրողների մոտ՝ դարձնելով վերջիններիս ֆինանսական համակարգերը ավելի խոցելի: Որոշ հետազոտողներ՝ Ֆրասպալա և Մեսոնյեր (2010), գտնում են, որ գնաճի նպատակադրումն ունի դրական և ուժեղ ազդեցություն անշարժ գույքի իրական գների և գին-վարձավճար հարաբերակցության վրա: Ուստի եզրակացությունն այն է, որ այս խոցելիությունը չեզոքացնում է նախաճգնաժամային լավ մակրոտնտեսական պայմանների առավելությունները: Գնաճի նպատակադրման և ֆինանսական կայունության միջև առկա հնարավոր կապի ուսումնասիրության առավել հիմնավոր հետազոտություններ են անհրաժեշտ:

Ամփոփելով մեջբերված բոլոր հետազոտությունների արդյունքներն ու վերադառնալով հիմնահարցին՝ արդյո՞ք գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը պետք է վերանայվի ֆինանսական ճգնաժամի վերջին զարգացումների լույսով, եզրակացությունն այն է, որ ռազմավարությունն ինքնին որևէ բացահայտ թերացում, առավել ևս հստակ դերակատարում չունի համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի առաջացման և զարգացման հարցում: Ռազմավարությունն արդյունավետ է եղել ցածր գնաճի, գնաճային սպասումների խարսխման և գնաճային տատանումների նվազեցման գործում: Այսինքն՝ բոլոր այն ցուցանիշների, որոնք ի

սկզբանէ դրված են քաղաքականութեան առջև՝ նրա արդյունավետութիւնը գնահատելու համար:

Наира Дердзян

**Монетарная политика центральных банков как причина
возникновения финансовых кризисов**

Аннотация

Основной задачей данной статьи является рассмотрение взаимосвязи монетарной политики центральных банков с экономическими кризисами, а также оценивание эффективности монетарной политики в преодолении вызовов, брошенных финансовыми кризисами. В статье также обсуждаются мнения ведущих экономистов, существующие разногласия по поводу роли монетарной политики, в частности, все более популярной стратегии инфляционного таргетирования, в появлении экономических и финансовых потрясений и дисбалансов.

Naira Derdzyan

Monetary Policy of the Central Banks as the Cause-Root of Financial Crises

Abstract

The main objective of the article is to review the linkages between monetary policy and economic crises, and assess the efficiency of monetary policy in overcoming challenges caused by financial turmoil as well. The article discusses the views of renowned economists, differences in views on the role of monetary policy, namely, the increasingly popular strategy of inflation targeting in causing economic and financial shocks and imbalances.