

Աշոտ Մարդոյան,

*Եվրասիա միջազգային համալսարանի Կառավարման և ՏՏ ամբիոնի վարիչ,
Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի
Բանկային գործի և ապահովագրության ամբիոնի դոցենտ,
տնտեսագիտության թեկնածու*

ՀՀ ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԳՈՐԾԱՌՆԱԿԱՆ ՆՊԱՏԱԿԻ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ ՈՐՊԵՍ ՎԵՐՋՆԱԿԱՆ ՆՊԱՏԱԿԻՆ ՀԱՄՆԵԼՈՒ ԱՌԱՆՑՔԱՅԻՆ ՈՒՂՈՒԹՅՈՒՆ

Հոդվածում ներկայացվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի հիմնական խնդրի հետ կապված կարևորագույն դրույթները, ուսումնասիրվել է ՀՀ Կենտրոնական բանկի վարած «էժան փողի» քաղաքականության ազդեցությունը տնտեսության զարգացման գործընթացում, մանրամասն կերպով ներկայացվել է ՀՀ վարկերի ծավալների վրա դրա ազդեցությունը, և տրվել է այն միջոցառումների ամբողջությունը, որով Կենտրոնական բանկն առավել արդյունավետ կերպով կարող է կատարել իր առջև դրված գործառնական նպատակները: Ներկայացվել է նաև վերջին տարիների վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի և գնաձի միջև կապը, ինչպես նաև տնտեսության վարկավորման ծավալները:

Հիմնաբառեր. դրամավարկային քաղաքականություն, վերլուծություն, գնաձ, կանխատեսում:

ՀՀ կենտրոնական բանկի հիմնական խնդիրը և դրամավարկային քաղաքականության վերջնական նպատակը ՀՀ-ում գների կայունության ապահովումն է, որը սահմանված է ՀՀ Սահմանադրությամբ, «ՀՀ կենտրոնական բանկի մասին» ՀՀ օրենքով: ՀՀ բարեփոխված Սահմանադրությամբ ԿԲ հիմնական խնդիր է սահմանվել նաև ֆինանսական կայունություն-

նր: Վերջնական նպատակի տարեկան մակարդակը սահմանվում է յուրաքանչյուր տարվա «ՀՀ պետական բյուջեի մասին» ՀՀ օրենքում, որը հրապարակվում է Հայաստանի Հանրապետության պաշտոնական տեղեկագրում, ինչպես նաև տեղադրվում է ՀՀ Ազգային ժողովի, ՀՀ ԿԲ-ի և ՀՀ Կառավարության ինտերնետային կայքերում: ՀՀ ԿԲ վերջնական նպատակը մեկնաբանվում է «ՀՀ ԿԲ կողմից գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ընդունման վերաբերյալ հայտարարությունում», «ՀՀ ԿԲ կողմից գնաճի նպատակադրման ռազմավարության հիմնավորում» փաստաթղթում, ՀՀ ԿԲ Դրամավարկային քաղաքականության եռամսյակային ծրագրերում, ՀՀ ԿԲ Դրամավարկային քաղաքականության ծրագրի կատարման եռամսյակային հաշվետվություններում, ՀՀ ԿԲ պաշտոնատար անձանց հրապարակային ելույթներում, ՀՀ ԿԲ մասնագետների կողմից վերջնական նպատակին առնչվող ընթացիկ հիմնախնդիրների մասին տարբեր թերթերում և ամսագրերում հրապարակվող հոդվածներում, զանգվածային լրատվությանը ներկայացվող մամուլի հաղորդագրություններում և այլն: Վերջնական նպատակին հասնելու համատեքստում սահմանվում է որպես դրամավարկային քաղաքականության միջանկյալ նպատակ՝ գնաճի կանխատեսված մակարդակը, իսկ որպես գործառնական նպատակ՝ կարճաժամկետ տոկոսադրույքը: Ընդ որում ՀՀ ԿԲ-ն միջանկյալ և գործառնական նպատակների ընտրության հարցում լիովին անկախ է:

Գնաճի նպատակադրման ռազմավարություն իրականացնելիս որպես գործառնական նպատակ ընդունվում է կարճաժամկետ տոկոսադրույքը, այսինքն՝ ԿԲ-ն, փոփոխելով վերաֆինանսավորման կամ ռեպո տոկոսադրույքը, ներգործում է միջբանկային շուկայի տոկոսադրույքների մակարդակի վրա, որի փոփոխությունները ազդում են համախառն պահանջարկի, հետևաբար նաև գնաճի մակարդակի վրա: Փաստորեն, ԿԲ-ն հայտարարում է միայն տոկոսադրույք և դրանով ազդակներ է փոխանցում ֆինանսական շուկային: Ֆինանսական շուկայի մասնակիցները ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության ուղղությունների մասին տեղեկատվություն ստանում են տոկոսադրույքի միջոցով: Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը սահմանվում է՝ ելնելով նրանից, թե որ ուղղությամբ և որքանով է շեղվում տարեկան գնաճի նպատակային ցուցանիշը կանխատեսվածից:

Աղյուսակ 1

ՀՀ ֆինանսական շուկայի միջին տարեկան տոկոսադրույքները¹

Տարեթիվ	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք	4.2	4.8	6.95	6	6.95	8.1	8	8	7.25	10.2	7.1
ԿԲ ռեպո	4.3	4.8	6.9	6.4	8.5	9.4	9.6	8.2	8.6	10.1	7.7
Միջբանկային ռեպո	4.7	5.2	7.89	7.3	7.7	8.9	9.7	8.5	8.4	10.9	7.5

1 ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տեղեկագիր (2006-2016թթ):.

Տնտեսագիտություն

Կարճաժամկետ պարտատոմսերի եկ.	5	6.02	7.84	9	9.87	8.7	9.4	9.1	7.6	12.5	9
Միջնաժամկետ պարտատոմսերի եկ.	6.7	6.08	8.3	12	13.9	13.8	14.3	13.1	9.8	14.4	12.4
Երկարաժամկետ պարտատոմսերի եկ.	9.35	7.7	10.4	13.9	15.6	15.5	15.8	15	11.6	16.1	15.1

2010թ.ԿԲ-ն բարձրացրել է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը, ինչը կազմել է միջինը 6.95%: Պետական պարտատոմսերի շուկայում ևս նկատվել է պարտատոմսերի եկամտաբերությունների աճ, կարճաժամկետ հատվածում՝ 9.87%, միջնաժամկետում՝ 13.9%, իսկ երկարաժամկետում՝ 15.6%: 2010թ. ընթացքում շարունակել է ակտիվանալ միջբանկային վարկերի շուկան(overnight bursa): 2010թ. 3-րդ եռամսյակում միջբանկային վարկերի ծավալը կազմել է 127.5մլրդ դրամ, իսկ արդեն 4-րդ եռամսյակի ընթացքում՝ 347.1 մլրդ դրամ:

2011թ. ընթացքում ԿԲ-ն ձեռնամուխ է եղել դրամավարկային քաղաքականության կոշտացմանը, և ԿԲ խորհուրդը տարվա ընթացքում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը բարձրացրել է մինչև 8.1%: ԿԲ-ն շարունակել է յուրաքանչյուր չորեքշաբթի առաջարկել ռեպո համաձայնագրերի կնքում: Արդյունքում իրականացված ռեպո գործառնությունների միջին տոկոսադրույքը կազմել է 9.4%: Ակտիվ է գործել նաև միջբանկային վարկերի շուկան: Պետական պարտատոմսերի շուկայում միջին եկամտաբերությունները գրեթե չեն փոփոխվել. կարճաժամկետ պարտատոմսերի միջին եկամտաբերությունը կազմել է 8.7%, միջնաժամկետ հատվածում՝ 13.8%, իսկ երկարաժամկետում՝ 15.5%:

Հաշվի առնելով թույլ և հավասարակշռված գնաճային միջավայրի պահպանումը՝ ԿԲ խորհուրդը 2012թ. շարունակել է իրականացնել չեզոք դրամավարկային քաղաքականություն՝ պահպանելով վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը 8 % մակարդակում: Ռեպո համաձայնագրերի միջին տոկոսադրույքը տարվա ընթացքում կազմել է 9.6%, իսկ գործարքների ծավալը՝ 1 567 մլն դրամ:

2013թ. տարեկգրքին ԿԲ-ն շարունակել է ծրագրով նախատեսված չեզոք դրամավարկային քաղաքականության իրականացումը, իսկ տարեվերջին ԿԲ խորհուրդը արձագանքել է դրամավարկային պայմանների աստիճանական մեղմացմանը: ԿԲ հիմնական գործիքի տոկոսադրույքի կայուն մակարդակի (8%) պահպանման արդյունքում կարճաժամկետ շուկայական տոկոսադրույքները դրսևորել են թույլ նվազող վարքագիծ: Տարեվերջին արդեն նկատվել է ֆինանսական շուկայի տոկոսադրույքների նվազում. ԿԲ ռեպո գործառնությունների միջին տարեկան տոկոսադրույքը կազմել է 8.2%, իսկ միջբանկային ռեպո գործառնություններինը՝ 8.5%: Տոկոսադրույքների նվազման վարքագիծը դրսևորվել է նաև պետական կարճաժամկետ պարտատոմսերի շուկայում, որը, բացի ԿԲ քաղաքականության ազդակից, կրել է նաև ՀՀ ֆինանսների նախարարության կողմից պետա-

կան պարտքի կառավարման քաղաքականության էական ազդեցությունը: Արդյունքում պետական կարճաժամկետ պարտատոմսերի միջին տարեկան եկամտաբերությունը կազմել է 9.1%, միջնաժամկետինը՝ 13.1%, իսկ երկարաժամկետ պարտատոմսերինը՝ 15%:

2014թ. ԿԲ խորհուրդը շարունակել է թուլացնել դրամավարկային պայմանները՝ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը իջեցնելով մինչև 7.25%: ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի փոփոխությանը համապատասխան արձագանքել են նաև պետական պարտատոմսերի շուկայում՝ նախորդ տարվա համեմատ կարճաժամկետ հատվածում նվազելով 1.5, միջնաժամկետում՝ 3.3, իսկ երկարաժամկետում 3.4 տոկոսային կետով: 2014թ. չորրորդ եռամսյակի ընթացքում Կենտրոնական բանկը ձգգրտել է դրամավարկային քաղաքականության ուղղությունները գնաձի նպատակի իրագործման, ինչպես նաև համաշխարհային տնտեսության և տարածաշրջանի զարգացումների ազդեցությամբ ֆինանսական և արժույթային շուկաներում ձևավորված լարվածության մեղմման նպատակով: Քաղաքականության ձգգրտումն ուղեկցվել է դրամավարկային գործիքակազմի ակտիվ կիրառմամբ և բազմաթիվ հայտարարություններով: Նոյեմբերի վերջից ԿԲ-ն երկու անգամ վերանայել է լոմբարդային ռեպո գործիքի տոկոսադրույքը՝ բարձրացնելով մինչև 21%: Տեղի է ունեցել նաև փոխարժեքի ձգգրտում՝ դրամի արժեզրկմամբ: ԿԲ-ն վերջին տարիներին առաջին անգամ պարտադիր պահուստավորման մեխանիզմը կիրառեց որպես դրամավարկային քաղաքականության գործիք. արտարժույթով ներգրաված միջոցների համար պահուստավորման դրույքը 12%-ից բարձրացվեց մինչև 24%-ի: Փոխարժեքի տատանումները հարթելու և արտարժույթային շուկայում հավասարակշռությունը վերականգնելու համար ՀՀ ԿԲ-ն մինչև տարեվերջ կիրառեց նոր մոտեցում՝ ամենօրյա սակարկությունների միջոցով իրականացնելով արտարժույթի վաճառք՝ նախապես հայտարարված առավելագույն սահմանաքանակով:

2015թ. ԿԲ հիմնական գործիքի տոկոսադրույքի նվազմամբ պայմանավորված, ֆինանսական շուկայում կարճաժամկետ տոկոսադրույքները դրսևորել են նվազման միտում: Տարվա վերջի դրությամբ դրամավարկային պայմանների կտրուկ թուլացման արդյունքում հիմնականում հաղթահարվել են առաջացած գնաձային ռիսկերը :

Աղյուսակ 2

ՀՀ ֆինանսական շուկայի միջին եռամսյակային տոկոսադրույքները¹

	I եռ. 2016թ.	II եռ. 2016թ.	III եռ. 2016թ.	IV եռ. 2016թ.
ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք	8.25	7.5	6.75	6.25
ԿԲ ռեպո տոկոսադրույք	8.92	8.13	7.35	6.54

1 Գնաձի հաշվետվություն. դրամավարկային քաղաքականության 2016թ. IV եռամսյակի ծրագրի կատարման հաշվետվություն

Տնտեսագիտություն

Միջբանկային ռեպո տոկոսադրույք	8.73	8.01	7.27	6.19
Պետական կարճաժամկետ պարտատոմսերի եկամտաբերություն	11.33	10.25	7.87	6.65
Պետական միջնաժամկետ պարտատոմսերի եկամտաբերություն	14.51	13.88	11.36	10.13
Պետական երկարաժամկետ պարտատոմսերի եկամտաբերություն	16.33	16.37	14.16	13.65

2016թ. չորրորդ եռամսյակի ընթացքում ԿԲ-ն շարունակել է մեղմացնել դրամավարկային պայմանները և իջեցրել է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը մինչև 6.25% : Թերևս բանկային համակարգում առկա բարձր իրացվելիությամբ էր պայմանավորված այն իրավիճակը, երբ միջբանկային տոկոսադրույքները գտնվել են ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքից ցածր մակարդակում: 2016թ. չորրորդ եռամսյակում միջբանկային ռեպո տոկոսադրույքի միջին եռամսյակային ցուցանիշը նվազել է 1.08 տոկոսային կետով և կազմել է 6.19%: Եռամսյակի ընթացքում շարունակվել է պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների նվազման միտում, ավելին՝ կարճաժամկետ պարտատոմսերի եկամտաբերությունները գտնվել են ԿԲ քաղաքականության տոկոսադրույքից ցածր մակարդակում:

2017թ. ընթացքում շարունակվել են շուկայական տոկոսադրույքների նվազման միտումները: Փետրվար ամսին վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը, դրամական միջոցների ներգրավման տոկոսադրույքը և լոմբարդային ռեպո տոկոսադրույքները իջեցվեցին 0.25-ական տոկոսային կետով: Եթե նախկինում գերակշռում էին գնանկումային ռիսկերը, ապա այժմ դրանք հավասարակշռված են, իսկ հետագայում արդեն հնարավոր է գնաձային ռիսկերի գերակշռում: Ելնելով վերոնշյալից՝ մարտ ամսին ԿԲ խորհուրդը նպատակահարմար գտավ անփոփոխ թողնել դրամավարկային պայմանները՝ ապագային միտված այն դատողությամբ, որ ակնկալվող զարգացումներից շեղման և ցանկացած ուղղությամբ առկա ռիսկերի դրևորման դեպքում ԿԲ-ն կվերանայի դրամավարկային քաղաքականության ուղղությունները համապատասխան ուղղությամբ՝ միջնաժամկետ հատվածում ապահովելով գնաձի նպատակի իրագործումը:

Աղյուսակ 3

Արտարժույթային ավանդների միջին եռամսյակային տոկոսադրույքները

Արտարժույթային ավանդների տոկոսադրույք	I եռ. 2016թ.	II եռ. 2016թ.	III եռ. 2016թ.	IV եռ. 2016թ.
<i>Մինչև 1 փարի ժամկետ</i>				
Իրավ. Անձանցից	7.03	4.92	4.9	6.34

Ֆիզ. Անձանցից	5.58	5.4	5.15	4.86
1 փարոց ավել ժամկետ				
Իրավ. անձանցից	8.17	7.94	7.27	6.31
Ֆիզ. անձանցից	7.16	6.65	6.75	6.12
Արտարժույթային վարկերի տոկոսադրույք				
Մինչև 1 փարի ժամկետ				
Իրավ. անձանց	8.01	8.5	8.8	8.18
Ֆիզ. անձանց	14.75	14.52	13.96	14.69
1 փարոց ավել ժամկետ				
Իրավ. անձանց	9.43	9.75	9.94	9.59
Ֆիզ. անձանց	15.32	14.29	14.02	13.84

2006թ-ից ՀՀ ԿԲ կողմից գնաճի ցուցանիշի կանխատեսման համար կիրառվում է ըստ ապրանքախմբերի գնաճի կանխատեսման մոդելը, որի հիմքում ընկած է տարանջատման սկզբունքը, համաձայն որի սպառողական զամբյուղի ապրանքները բաժանվել են առանձին ապրանքախմբերի: ՀՀ-ում սպառողական զամբյուղում ընդգրկված են 470 ապրանքատեսակ, որոնց տեսակարար կշիռներն ընդհանուր սպառման մեջ վերանայվում են հարցումների հիման վրա: Առանձնացվել են հետևյալ ապրանքախմբերը՝

- պարենային ապրանքներ
- ոչ պարենային ապրանքներ
- ծառայություններ

Գնաճը սպառողական գների ինդեքսի հավելածի տեմպն է: Սպառողական գների ինդեքսը (CPI) ներկայացնում է սպառողական շուկայում գների շարժը, որի հաշվարկման համար կիրառվում է Լասպեյրեսի ինդեքսը՝

$$CPI = I(L)_{on} = \frac{\sum(P_{oj}Q_{oj}, P_{nj}P_{oj})}{\sum(P_{oj}Q_{oj})} \quad CPI = I(L)_{on} = \frac{\sum(P_{oj}Q_{oj} * P_{nj}P_{oj})}{\sum(P_{oj}Q_{oj})} * 100, \text{ որտեղ } ^1 \text{ ,}$$

$I(L)_{on}$ - n ժամանակաշրջանի ինդեքսն է՝ համեմատած o բազայինի հետ,
 P_{oj} - j ապրանքի գինն է o բազային ժամանակաշրջանում,
 P_{nj} - j ապրանքի գինն է n հաշվետու ժամանակաշրջանում,
 Q_{oj} - j ապրանքի կշիռն է բազային ժամանակաշրջանում,
 n - ապրանքների և ծառայությունների քանակը,
 $j = 1...n$ ապրանքների և ծառայությունների բազմությունը:

Աղյուսակ 4

Սպառման ապրանքների և ծառայությունների գների ինդեքսները²

Անվանում	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
ՍԳԻ	105.2	106.6	105.2	106.5	109.4	104.7	103.2	105.6	104.6	99.9	98.9

1 http://www.armstat.am/file/article/gner_09_9.pdf
 2 ՀՀ ԿԲ տարեկան տեղեկագրքեր (2006-2016թթ.)

Տնտեսագիտություն

Պարենային ապր.	106.6	109.7	103.3	102.2	114	105.8	103.1	104	106.3	96.3	99.8
Ոչ պարենային ապր.	100.5	102.5	100.2	114.6	104.6	104.3	105.7	103.5	101.6	103.4	114.6
Ծառայություններ	105.3	103.2	111.4	110.3	104.2	102.9	102.1	109.7	103	103.2	96.4

2010թ. ընթացքում ՀՀ-ում արձանագրվել է 9.4% գնաճ, որի միայն 7.5 տոկոսային կետը պարենային ապրանքների գների աճի(14%) հաշվին էր, 0.7 տոկոսային կետով ազդել են ոչ պարենային ապրանքների գների աճը(4.6%), իսկ ծառայությունների սակագների փոփոխությունը(4.2%)՝ 1.3 տոկոսային կետով:

2011թ. ընթացքում գնաճային միջավայրը մեղմվել է, ինչի արդյունքում 12-ամսյա գնաճը տարեվերջին ձևավորվել է նպատակային թիրախի սահմաններում: 2011թ. դեկտեմբերին սպառողական գների ինդեքսը աճել է 4.7%-ով, ընդ որում, պարենային ապրանքների գներն աճել են 5.8%-ով, ոչ պարենային ապրանքներինը՝ 4.3%, և ծառայությունների սակագները՝ 2.9%-ով՝ նպաստելով գնաճի ցուցանիշին համապատասխանաբար՝ 3.08, 0.67 և 0.9 տոկոսային կետերով:

Աղյուսակ 5

Եռամսյակային և տարեկան գնաճ(%) ՀՀ-ում¹

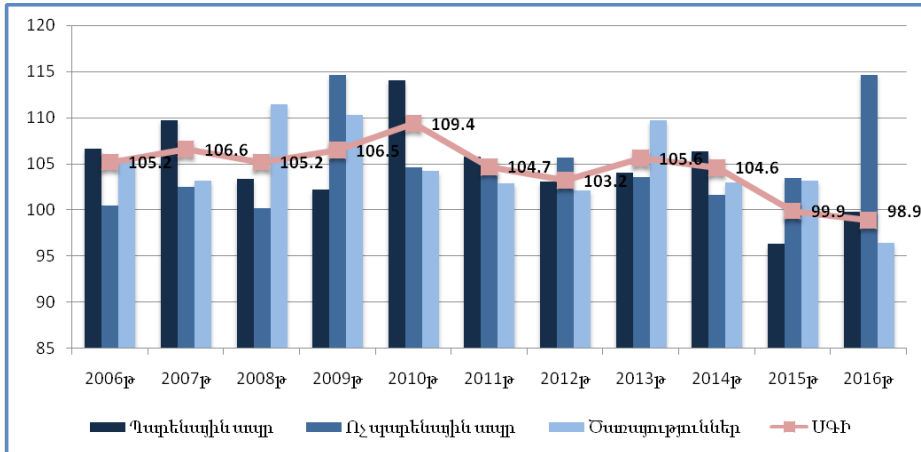
Ժամանակաշրջան	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
I եռամսյակ	2.8	2.0	4.5	0.7	2.9	5.2	2.7	2.9	1.2	2.3	0.5
II եռամսյակ	1.5	1.9	1.9	4.5	1.6	-1.6	-3.1	-0.2	-2.1	-2.3	-1.5
III եռամսյակ	-2.0	-3.9	-2.5	-2.4	0.2	-2.8	-1.1	0.5	0.2	-1.9	-2.7
IV եռամսյակ	2.8	6.8	0.9	3.8	4.5	4.1	4.8	2.3	5.4	1.9	2.6
Տարեկան	5.2	6.6	5.2	6.5	9.4	4.7	3.2	5.6	4.6	-0.1	-1.4

2012թ. փաստացի արդյունքներով գրանցվել է 12-ամսյա գնաճի 3.2% մակարդակ: Պարենային ապրանքների գների 3.1% աճը գնաճի ամփոփ մակարդակի վրա ազդել է 1.7 տոկոսային կետով, ոչ պարենային ապրանքների գների 5.7% աճը՝ 0.9 տոկոսային կետով, իսկ ծառայությունների սակագների 2.1% աճը՝ 0.6 տոկոսային կետով:

2013թ. գրանցվել է 5.6% գնաճ, որի վրա պարենային ապրանքների գների փոփոխությունը(4%) հանգեցրել է 2.1 տոկոսային կետով, ոչ պարենային ապրանքների գների փոփոխությունը (3.5%)՝ 0.5 տոկոսային կետով, իսկ ծառայությունների սակագների փոփոխությունը(9.7%)՝ 3 տոկոսային կետով:

¹ ՀՀ ԱՎԾ տարեկան տեղեկագրքեր (2006-2015թ.) և ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տվյալներ(2016թ.):

Գների և սակագների փոփոխության ազդեցությունը ՍԳԻ-ի վրա¹



2014թ.գնաձային զարգացումները կտրուկ տարբերվեցին և գերազանցեցին ակնկալիքները, քանի որ դիտվում էր ԱՄՆ տնտեսական աճի տեմպերի արագացում, և ԱՄՆ դոլարի ամրապնդում, ինչը ուղեկցվում էր մնացած երկրների արժույթների արժեզրկմամբ և գնաձային բարձր միջավայրի ձևավորմամբ: Այս ամենի հետևանքով 12-ամսյա գնաձր տարեվերջին սպասվող 3.2%-ի փոխարեն կազմեց 4.6%՝ գտնվելով նպատակային ցուցանիշին մոտ: 2015 թ. վերջում դիտվել է 12-ամսյա գնաձի՝ սպասվածից արագ տեմպերով նվազում, որն առավելապես պայմանավորվել է գյուղատնտեսության ճյուղի արտադրանքի մեծ առաջարկով: Այսինքն՝ տարեվերջին ներքին գներում մասամբ արտացոլվել էր արտաքին գների՝ վերջին շրջանում շարունակվող նվազումը, ինչն իր հերթին մեղմել է բարձր գնաձային սպասումները: Արդյունքում 12-ամսյա գնաձր տարվա վերջին կազմել է բացասական մեծություն՝ -0.1%:

2016թ. գրանցվել է 1.4% գնանկման ցուցանիշ, որի վրա ազդեցություն են ունեցել պարենային ապրանքների գների նվազումը 0.1 տոկոսային կետով, ոչ պարենային ապրանքների գների աճը 0.1 տոկոսային կետով, և ծառայությունների գների փոփոխությունը -0.8 տոկոսային կետով: Գնաձային նման զարգացումներին համահունչ ԿԲ-ն տարվա ընթացքում շարունակել է ընդլայնողական դրամավարկային քաղաքականության իրականացումը: ԿԲ խորհուրդը առավել նպատակահարմար էր գտնում դրամավարկային պայմանների աստիճանական թուլացումը՝ իջեցնելով վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը 0.25-ական տոկոսային կետերով (բացառությամբ մայիսին և սեպտեմբերին կայացրած որոշումների, որոնցով տոկոսադրույքն իջեցվել է 0.5-ական տոկոսային կետով):

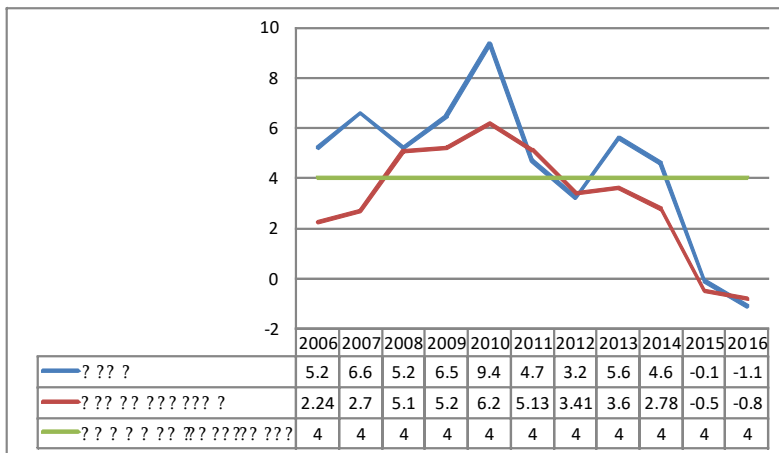
¹ ՀՀ ԿԲ տարեկան տեղեկագրերը (2006-2016թթ.)

Բնականոն գնաձի ցուցանիշն արտահայտում է գների մակարդակի ընդհանուր միտումը երկարաժամկետ հատվածում և իրենից ներկայացնում է գնաձի կայուն բաղադրամասը, որն առավելագույնս զերծ է պատահական գործոնների ազդեցությունից և բնութագրվում է ժամանակի մեջ ցածր տատանողականությամբ: Բնականոն գնաձի հաշվարկը հնարավորություն է տալիս բացահայտել դրամավարկային գործոններով պայմանավորված գնաձր՝ զերծ մնալով որոշ ապրանքների և ծառայությունների սեզոնայնությունից, առաջարկի և պահանջարկի ժամանակավոր ցնցումներից, ինչպես նաև այլ անկանխատեսելի գործոնների ազդեցությունից: Ներկայումս ՀՀ կենտրոնական բանկը հաշվարկում և հրապարակում է բնականոն գնաձի երկու ցուցանիշ՝ հաշվարկված երկու տարբեր մեթոդներով՝ «Սեզոնային տատանողական ապրանքների և վարչարարորեն կարգավորվող ծառայությունների արտաքսման» և «Արտաքսման ու ձգգրտման»: Առաջին մոտեցման հիման վրա հաշվարկված բնականոն գնաձի ցուցանիշն օգտագործվում է դրամավարկային քաղաքականության, իսկ մյուսը՝ վիճակագրական նպատակներով:

«Սեզոնային տատանողական ապրանքների և վարչարարորեն կարգավորվող ծառայությունների արտաքսման» եղանակով բնականոն գնաձը հաշվարկելու համար ընդհանուր սպառողական զամբյուղից արտաքսվում են սեզոնային ապրանքները և վարչարարորեն կարգավորվող ծառայությունները, որից հետո զամբյուղի մյուս ապրանքների և ծառայությունների գնային փոփոխությունների հիման վրա հաշվարկվում է բնականոն գնաձի ցուցանիշը¹:

Գծապատկեր 2

Գնաձ և բնականոն գնաձ(%) 2006–2016թթ.2



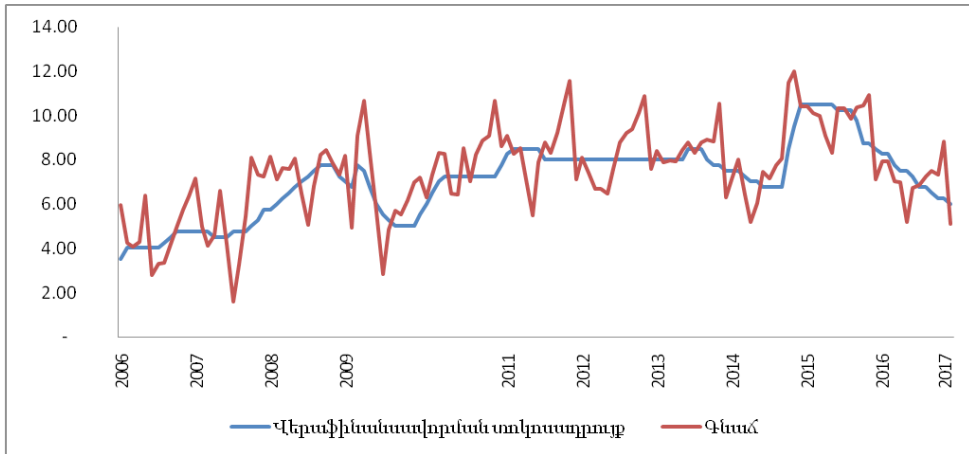
1 https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/Core%20inflation.pdf

2 ՀՀ ԿԲ տարեկան տեղեկագրքեր (2006–2015թթ.) և Գնաձի եռամսյակային հաշվետվություն 2016թ. I–IV եռ.

Ըստ գնաձի նպատակադրման ռազմավարության, նպատակային ցուցանիշ է սահմանված 4% գնաձր, իսկ թույլատրելի սահմանը՝ $4 \pm 1.5\%$: 2006–2014թթ. 12-ամսյա բանականոն գնաձր գտնվել է ավելի ցածր մակարդակում, քանի որ բնականոն գնաձի հաշվարկման ժամանակ բացառվել է որոշ ապրանքների սեզոնայնության փաստը, առաջարկի և պահանջարկի ժամանակավոր ցնցումները և այլն: 2015թ. և 2016թ. բնութագրվել են գնանկումային միջավայրով :

Գծապատկեր 3

Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույթի և գնաձի կորրեկցիոն կապը 1



2006թ. գրանցվել է 5.2% գնաձ, որի մեղմման նպատակով Կենտրոնական բանկը տարվա ընթացքում խստացրել է դրամավարկային պայմանները: Մասնավորապես օգոստոս–հոկտեմբեր ժամանակահատվածում բարձրացրել է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույթը 0.75 տոկոսային կետով:

2007թ. արտաքին գնաձային ճնշումները իրենց ազդեցությունը ունեցան գրեթե բոլոր երկրների գնաձի կառավարման գործընթացի վրա՝ էական շեղումներ առաջացնելով գնաձի նպատակային թիրախներից: Հաշվի առնելով գնաձի նպատակային թիրախից շեղման ռիսկերը՝ ԿԲ-ն 2007թ. երկրորդ կեսից մինչև տարեվերջ տոկոսադրույթներն ընդհանուր առմամբ բարձրացրել է 1.25 տոկոսային կետով: Վերջինս, զուգորդվելով 2006թ. օգոստոս–հոկտեմբեր ժամանակահատվածում տոկոսադրույթների 0.75 տոկոսային կետով բարձրացմամբ, թույլ է տվել նվազեցնել գնաձի նպատակային թիրախից շեղումները՝ հասցնելով այն 1%-ի: Արձագանքելով գնաձի զարգացումներին և կարևորելով գնաձային սպասումների մեղմման և նպատակային թիրախից շեղումների նվազեցման խնդիրը՝ ԿԲ-ն 2008թ. սկզբից շարունակել է խստացնել դրամավարկային քաղաքականության պայմանները: 2008թ. փետրվարից մինչև սեպտեմբեր բարձրաց-

1 ՀՀ ԿԲ տվյալներ (01.31.2006թ.–23.02.2017թ.)

րել է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը 2 տոկոսային կետով՝ սեպտեմբերին հասցնելով 7.75%-ի: Տարվա վերջին ԿԲ-ն թուլացրեց դրամավարկային պայմանները՝ իջեցնելով վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը 0.5 տոկոսային կետով:

2009թ. համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամի խորացման պայմաններում գնաձային գործոնները նպաստեցին տարեվերջին բարձր գնաձի ձևավորմանը: Տարեվերջին գնաձը գերազանցել է միջակայքի վերին սահմանագիծը՝ կազմելով 6.5%: Ելնելով գների կայունության ապահովման խնդիրներից՝ ԿԲ-ն աստիճանաբար իջեցրել է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը՝ սեպտեմբերին հասցնելով 5%-ի:

2010թ. ՀՀ-ում արձանագրվել է 9.4% գնաձ: Տարվա առաջին կեսին դրամավարկային պայմանների խստացման (վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի 2.25 տոկոսային կետով բարձրացում) արդյունքում ԿԲ-ին հաջողվել է 12-ամսյա գնաձը մոտեցնել նպատակային միջակայքի վերին սահմանին: Սակայն հունիսից իրավիճակը կտրուկ փոխվել է. գնաձի զարգացումները էական ներգործություն են ունեցել գյուղմթերքների առաջարկի կտրուկ նվազմանը և գների թռիչքային աճին: Հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ առաջարկի գործոնները ենթակա չեն դրամավարկային կարգավորման, ԿԲ-ն տարվա երկրորդ կեսին առավելապես վարեց պահպանողական քաղաքականություն՝ ձեռնպահ մնալով դրամավարկային պայմանների խստացումից:

2011թ. գնաձի նպատակի իրագործման ընթացքը և դրամավարկային քաղաքականության ուղղությունները պայմանավորվել են գնաձային միջավայրի շարունակական թուլացման միտումներով: 2011թ. ԿԲ-ն շարունակել է իրականացնել չեզոք դրամավարկային քաղաքականություն: Ստեղծված ցածր գնաձային միջավայրում ՀՀ ԿԲ-ն 2012թ. առաջին կեսին անփոփոխ է թողել վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը՝ 8%: 12-ամսյա գնաձը գտնվել է նպատակային ցուցանիշի սահմաններում՝ 4.7%: Տարվա երկրորդ կեսին ՀՀ ԿԲ-ն պահպանել է քաղաքականության գործիքի տոկոսադրույքի անփոփոխ մակարդակը: 2013թ. մայիս-հուլիս ժամանակահատվածում առկա էր գնաձի արագացում, սակայն ԿԲ-ն շարունակել է իրականացնել չեզոք դրամավարկային քաղաքականություն՝ հաշվի առնելով գնաձի նպատակային սահմանում գտնվելուն: Սեպտեմբերից գնաձային միջավայրն աստիճանաբար մեղմվել է՝ պայմանավորված ԿԲ կողմից դրամավարկային պայմանների խստացմամբ: Մինչև տարեվերջ ԿԲ-ն աստիճանաբար իջեցրել է ընդհանուր առմամբ 0.75 տոկոսային կետով՝ դեկտեմբերի վերջին սահմանելով 7.75%:

2014թ. գնաձային զարգացումները կտրուկ տարբերվեցին և գերազանցեցին ակնկալիքները տարեվերջին, երբ աշխարհում խորացան աշխարհաքաղաքական հիմնախնդիրները: Հետագա գնաձային ճնշումները մեղմելու նկատառումով ԿԲ-ն տարեվերջին 1.75 տոկոսային կետով բարձրացրեց վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը՝ սահմանելով 10.5 %-ի:

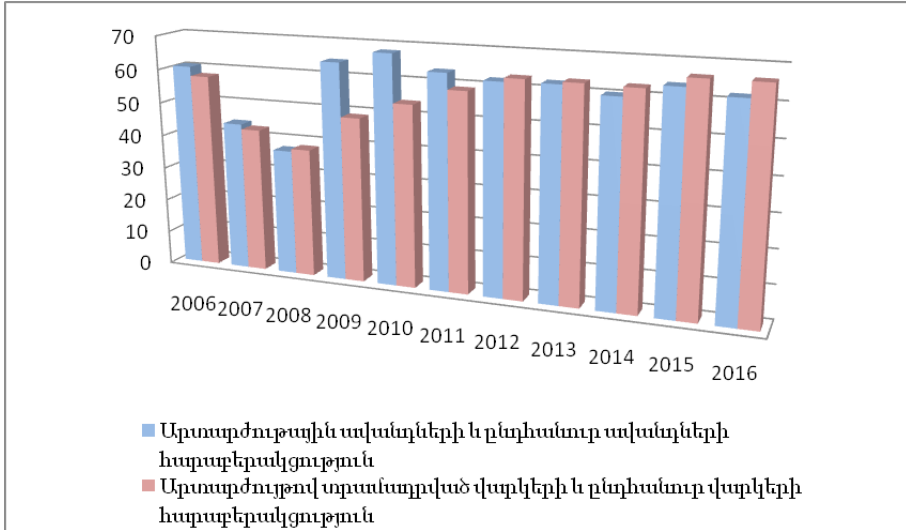
2015թ. դիտվել է 12-ամսյա գնաճի՝ սպասվածից արագ տեմպերով նվազում: Արդյունքում 12-ամսյա գնաճը դեկտեմբերի վերջին կազմել է բացասական մեծություն: Այս իրավիճակում զգալիորեն թուլացրել է դրամավարկային պայամանները՝ նվազեցնելով վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը 1.5 տոկոսային կետով՝ դեկտեմբերի վերջին սահմանելով 8.75%: Հիմնականում հաղթահարված էին նախորդ տարեվերջից առաջացած գնաճային ռիսկերը, և դրամավարկային պայամանների նման կտրուկ թուլացման արդյունքում վերադարձ էր կատարվում մինչև 2014թ. նոյեմբերն առկա բնականոն իրավիճակին:

2016թ. ընթացքում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքն իջեցվել է 2.5 տոկոսային կետով. դեկտեմբերի վերջին սահմանվել է 6.25%: Այս ժամանակահատվածում գործել է փոխանցման բարձր արդյունավետություն, քանի որ զգալիորեն նվազել են նաև շուկայական տոկոսադրույքները և պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը: Իրականացված դրամավարկային քաղաքականությունը բավարար խթաններ է ձևավորել գնանկումային միջավայրի հաղթահարման և գնաճի նպատակային ցուցանիշի իրագործման համար:

2017թ. փետրվարին գնաճի ցուցանիշը մոտ է եղել ԿԲ կանխատեսումներին. ամսվա ընթացքում արձանագրվել է 0.9% գնանկում՝ նախորդ տարվա նույն ամսվա 1.4%-ի դիմաց, որի պարագայում 12-ամսյա գնաճը շարունակել է վերականգնվել՝ կազմելով -0.2%: Վերջին 1.5 տարվա ընթացքում պահպանվող գնանկումային միջավայրը մեծապես կրել է 2015-2016թթ. արտաքին հատվածում ձևավորված գնանկումային միջավայրի ազդեցությունը, որն առաջին հերթին փոխանցվել է պարենային ապրանքների, իսկ 2016թ.ից՝ նաև ոչ պարենային ապրանքների գների վրա: Նշված ժամանակահատվածում ցածր գների ձևավորմանը նպաստել են նաև գյուղատնտեսության ճյուղի դրական զարգացումները, և գազի ու էլեկտրաէներգիայի սակագների մի քանի փուլով իջեցումները: Գնաճային նման զարգացումներ են դիտվել նաև ԵՄ, Արևելյան Եվրոպա և ԱՊՀ 40 երկրներում. միջին գնաճը 2016թ. կազմել է 1.8%(նախորդ տարի 2.8%), իսկ դրանցից 12-ում գրանցվել է գնանկում:

Դոլարայնացման բարձր մակարդակը հանդիսանում է լուրջ հիմնախնդիր դրամավարկային քաղաքականության իրականացման ընթացքում, քանի որ ԿԲ-ն սահմանում է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը ՀՀ դրամի համար, իսկ երկրում առկա է բարձր դոլարիզացիայի մակարդակ, ուստի վերջինս դառնում է լուրջ պատճառ փոխանցման մեխանիզմի խանգարման համար:

Դոլարայնացման մակարդակը ՀՀ-ում ավանդների և վարկերի գծով¹



2006թ. արտարժույթային ավանդները կազմել են ընդհանուր ավանդների 60.6%-ը, իսկ արտարժույթային վարկերի տեսակարար կշիռը վարկավորման ընդհանուր ծավալում կազմել է 57.9%: 2007թ. տեղի է ունեցել ավանդների արժույթային կառուցվածքի էական փոփոխություն. արտարժույթային ավանդների տեսակարար կշիռը ավանդների ընդհանուր ծավալում կազմել է 44.3%: Այս տարվա ընթացքում ավելացել են թե՛ դրամով, թե՛ արտարժույթով վարկավորման ծավալները, սակայն դրամով վարկերի աճի տեմպերը զգալիորեն գերազանցել են արտարժույթով վարկերի աճի տեմպերը: Արտարժույթային վարկերի տեսակարար կշիռը ընդհանուր վարկերում կազմել է 42.9%: 2008թ. թեև դիտվել է վարկավորման աճ, այդուհանդերձ դրամով վարկերի աճի տեմպերը շարունակել են գերազանցել արտարժույթով վարկերի աճի տեմպերը: 2008թ.-ին արտարժույթային վարկերը կազմել են 38.2%, իսկ արտարժույթային ավանդները՝ 37.4%: 2009թ. դոլարայնացման տեմպերի արագացման հետևանքով ավանդների կառուցվածքում փոխվել է դրամ/արտարժույթ ավանդների հարաբերակցությունը՝ հոգուտ արտարժույթայինի. արտարժույթային ավանդները կազմել են ընդհանուր ավանդների 64.6%-ը: Նույն երևույթը նկատվել է նաև ընդհանուր վարկերի ծավալում, որտեղ արտարժույթային վարկերը կազմել են 48.9%: 2010թ. ընթացքում մշտապես պահպանվել են արտարժույթային ավանդների և վարկերի ծավալները՝ համապատասխանաբար կազմելով 68.1% և 54%: 2011թ. արտարժույթային ավանդները կազմել են ընդհանուր ավանդների 63.6%-ը, իսկ արտարժույթային վարկերը՝ ընդհանուր վարկերի

¹ ՀՀ ԿԲ տեղեկագիր (2006-2016թթ.)

59%-ը: Արտարժույթային վարկերի աճի ամենաբարձր տեմպերը նկատվել են 4-րդ եռամսյակում: 2012թ. ընդհանուր ավանդների տեսակարար կշռում արտարժույթային ավանդները շարունակել են պահպանել գրեթե նույն մակարդակը՝ 62.1%, իսկ վարկավորման արժույթային կառուցվածքում արտարժույթային վարկերի ծավալները շարունակել են մեծանալ՝ կազմելով 63.2%: 2013թ. ընթացքում արտարժույթային ավանդների և վարկերի գրեթե անփոփոխ մակարդակը իր արտացոլումն է գտել տնտեսության դոլարայնացման ցուցանիշում: 2014թ. շարունակել են գերակշռել արտարժույթային վարկերն ու ավանդները՝ կազմելով ընդհանուր վարկերի ու ավանդների համապատասխանաբար՝ 62.8% և 60.2%: 2015թ. ընդհանուր վարկերի ծավալում արտարժույթային վարկերը կազմել են 66.3 %, իսկ ընդհանուր ավանդների ծավալում արտարժույթային ավանդների տեսակարար կշիռը կազմել է 63.8%: 2016թ. ընթացքում դրամային ավանդների աճը պայմանավորվել է գնաձային սպասումների նվազմամբ, ինչն էլ հանգեցրել է դոլարայնացման մակարդակի նվազման՝ 61%, իսկ վարկերի գծով դոլարայնացման մակարդակը կազմել է 66%:

Ашот Мардоян

*Заведующий кафедрой управления и информационных технологий
Международного университета Евразия, доцент Армянского государственного
экономического университета, кандидат экономических наук*

АНАЛИЗ ОПЕРАТИВНОЙ ЦЕЛИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ РА КАК ОСНОВНОЕ НАПРАВЛЕНИЕ ДЛЯ ДОСТИЖЕНИЯ КОНЕЧНОЙ ЦЕЛИ

В статье представлены важнейшие аспекты, связанные с основными проблемами центрального банка РА, исследованы влияние политики центрального банка «дешевые деньги» на процессы экономического развития и подробно представлено ее влияние на объем кредитов РА, и указана совокупность мероприятий, с помощью которых центральный банк сможет более эффективно выполнять свои оперативные задачи. Представлена связь между ставкой рефинансирования и инфляцией за последние годы, а также объем кредитования экономики.

Ключевые слова: монетарная политика, анализ, инфляция, прогнозы.

Ashot Mardoyan

*Head of Chair of Management and IT at Eurasia International University,
associate professor at Armenian State University of Economics
PhD in Economics*

THE ANALYSIS OF THE FUNCTIONAL OBJECTIVE OF RA CREDIT POLICY AS THE MAIN WAY TO REACH THE FINAL GOAL

The article presents the main theses related to the main problem of the RA Central Bank. A study has been done related to the influence of the “cheap money” policy implemented by the RA Central Bank in the process of economic development. The article also gives details of the impact of the “cheap money” on the size of credits in RA. The article presents the whole system of the activities with the help of which the Central Bank can effectively reach the functional goals. The article presents the linkage between the price rise and refinancing percentage in the past few years, as well as crediting size.

Kew words: monetary policy, analys, inflation, prediction.