

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ԱՅՐՈՒ ՄՅԱՆ ԱՐԹՈՒՐ ԿԱՐԱՊԵՏԻ

**ԳՆԱՃԻ ՆՊԱՏԱԿԱԴՐՄԱՆ ԵՎ ԵՐԿԱՐԱԺԱՄԿԵՏ
ԿԱՅՈՒՆ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ԱՃԻ ԱՊԱՐՈՎՄԱՆ
ՀԻՄՆԱԽԱԴԻՐՆԵՐԸ**

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒ ԹՅՈՒՆ

**Ը.00.01 - «Ընդհանուր տնտեսագիտություն»
մասնագիտությունը տնտեսագիտության
թեկնածուի գիտական աստիճանի հայցման**

**Գիտական ղեկավար՝
տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր**

ԱՂԱՋԱՆՅԱՆ ՀՈՎՍԵՓ ԻՎԱՆԻ

ԵՐԵՎԱՆ - 2019

ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

ԱՌԱՋԱԲԱՆ

.....3

ԳԼՈՒԽ 1. ԳՆԱՃԻ ՆՊՍԱԿԱԴՐՄԱՆ ՌԱԶՄԱՎԱՐՈՒԹՅԱՆ ԱՆՏՆԵԼՈՒ ՆԱԽԱԴՐՅԱԼՆԵՐԸ ԵՎ ԿԱՅՈՒՆ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ԱՃԻ ԱՊԱՐՈՎՄԱՆ ԶԻՄՆԱԽԱԴՐՆԵՐԸ

1.1 Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության տեսամեթոդական հիմքերը8

1.2 Կայուն տնտեսական աճի ապահովման վրա գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ազդեցության վերաբերյալ մոտեցումները23

ԳԼՈՒԽ 2. ԳՆԱՃԻ ՆՊՍԱԿԱԴՐՄԱՆ ՌԱԶՄԱՎԱՐՈՒԹՅԱՆ ԵՎ ԵՐԿԱՐԱԺԱՍԿԵՏ ԿԱՅՈՒՆ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ԱՃԻ ԿԱՊԸ

2.1 Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության կիրառման միջազգային փորձը35

2.2 Տնտեսական աճի վրա գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ուղղակի և անուղղակի ազդեցությունների էմպիրիկ հետազոտությունների վերլուծությունը46

ԳԼՈՒԽ 3. ԳՆԱՃԻ ՆՊՍԱԿԱԴՐՄԱՆ ՌԱԶՄԱՎԱՐՈՒԹՅԱՆ ՆԵՐՔՈ ԳՆԱՃԻ ԵՎ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ԱՃԻ ՓՈԽԱՊԱՃՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ԳՆԱՐԱՏՈՒՄԸ

3.1 ՀՀ-ում տնտեսական աճի և գնաճի փոխառնչությունների գնահատումը62

3.2 Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ներքո դրամավարկային քաղաքականության հիմնական փոխանցումային մեխանիզմի գնահատման մոտեցումները ՀՀ-ում75

3.3 Գնաճի օպտիմալ մակարդակի գնահատումը87

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ

.....98

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ

ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ

ՑԱՆԿ

.....104

ՀԱՎԵԼՎԱԾՆԵՐ

.....113

ԱՌԱՋԱԲԱՆ

Ատե նախտ սու թյ ան թե մայ ի արդի ակամու թյ ու նը:

Գնաճի նպատակադրման արդյունավետությունը պայմանավորված է այն գործիքակազմի ընտրությամբ, որով իրականացվում է գնաճի կառավարում համապատասխան ժամանակահատվածում: Բարձր և տատանողական գնաճը բացասաբար է ազդում տնտեսական աճի վրա, քանի որ այն ստեղծում է լրացուցիչ անորոշություն: Գնաճի նպատակադրման միջոցով, խարսխելով գնաճային սպասումները, նվազեցվում է այս անորոշությունը և ստեղծվում մի այնպիսի միջավայր, որտեղ դրական արտադրողականության ցնցումները կփոխակերպվեն ներդրումների և արտադրության աճի, ինչն էլ վերջինս հաշվով կարող է արագացնել երկարաժամկետ կայուն տնտեսական աճի տեմպերը: Դրամավարկային քաղաքականության խնդիրներից գնաճի կարգավորումը կարևոր տեղ է զբաղեցնում ցանկաված երկրի մակրոտնտեսական քաղաքականության մեջ, քանի որ վերջինիս սոցիալական հետևանքները բազմազան են և առնչվում են բնակչության լայն շրջանակների հետ: Ավելին, գնաճի կարգավորման կարևոր ուղղություններից մեկը վերջինիս մակարդակի կանխատեսումն է կառավարումն է, հակառակ դեպքում այն կարող է առաջացնել ռիսկեր տնտեսական անկայունության, գործարար ակտիվության նվազման, գործազրկության մակարդակի աճի և այլ բացասական երևույթների ուղղությամբ:

Մասնագիտական գրականության մեջ առանձնացվում են դրամավարկային քաղաքականության չորս ռազմավարություններ՝ փոխարժեքի նպատակադրում, փողի ագրեգատների նպատակադրում, գնաճի նպատակադրում, դրամավարկային քաղաքականության՝ առանց «անվանական խարսխի»:

Դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարություններին ցածր առավել ճկուն զնաճի նպատակադրումն է, հատկապես՝ տնտեսության առանձին գործընթացներում առաջացած խնդիրների, ճգնաժամերի հաղթահարման տեսանկյուններից:

Ուսումնասիրվող թեմայի առանձին խնդիրներով, ճիշտ է, զբաղվել են բազմաթիվ գիտնականներ, սակայն զնաճի նպատակադրման և երկարաժամկետ կայուն տնտեսական աճի հիմնախնդիրների լուծմանն առնչվող հետազոտությունները չի կարելի համարել ամբողջական, բավարար ընդգրկուն: Հետևաբար զնաճի նպատակադրման և երկարաժամկետ կայուն տնտեսական աճի փոխառնչությունների բացահայմանն ու գնահատմանն ուղղված հետազոտությունների իրականացումը անհրաժեշտ է և հրատապ:

Հետազոտության նպատակը և խնդիրները: Հետազոտության նպատակը զնաճի նպատակադրման և երկարաժամկետ կայուն տնտեսական աճի փոխառնչությունների բացահայտումն ու գնահատումն է: Նպատակի իրագործման տեսանկյունից ատենախոսությունում կարևորվել և դրվել են հետևյալ խնդիրները՝

- ուսումնասիրել զնաճի նպատակադրման ռազմավարության տեսամեթոդական հիմքերը,
- ուսումնասիրել և համակարգված ներկայացնել զնաճի նպատակադրման ռազմավարության առավել ություններն ու թերությունները,
- մեկնաբանել զնաճի նպատակադրման մոտեցումները,
- ուսումնասիրել և համակարգված ներկայացնել զնաճի նպատակադրման ռազմավարության և կայուն տնտեսական աճի փոխառնչությունների տեսական մոտեցումները,
- ուսումնասիրել զնաճի նպատակադրման միջազգային փորձը և վերլուծել այդ ռազմավարության արդյունքները տարբեր երկրներում,
- բացահայտել զնաճի և տնտեսական աճի միջև առկա կապը,
- բացահայտել զնաճի և ՀՆԱ-ի ճեղքի միջև առկա կապը,

- գնահատել գնաճի նպատակադրման շրջանակում դրամավարկային քաղաքականության հիմնական փոխանցումային ուղին ՀՀ-ում,

- գնահատել գնաճի օպտիմալ մակարդակը:

Հետազոտության օբյեկտը և առարկան: Հետազոտության օբյեկտը գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունն է, իսկ առարկան վերջինիս ազդեցությունն երկարաժամկետ կայուն տնտեսական աճի վրա:

Հետազոտության տեսամեթոդական և տեղեկատվական հիմքերը: Հետազոտության համար տնտեսական հիմք են ծառայել հայ և օտարազգի գիտնականների և մասնագետների աշխատությունները, ոլորտը կարգավորող օրենսդրական և ենթաօրենսդրական նորմատիվ իրավական ակտերը:

Ատենախոսության նպատակին և դրված խնդիրներին համապատասխան կիրառվել են գիտական արատեստիկ, համակարգային, դինամիկ վերլուծությունների, համեմատական, գործնական վերլուծությունների, վիճակագրական և էկոնոմետրիկ մեթոդներ:

Ատենախոսության համար տեղեկատվական հիմք են ծառայել Արժույթի միջազգային հիմնադրամի, Համաշխարհային բանկի, ՀՀ կենտրոնական բանկի, ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի, Տնտեսական հետազոտությունների ազգային բյուրոյի, տարբեր երկրների կենտրոնական բանկերի կողմից հրատարակված տեղեկագրերը, պաշտոնական տվյալները, նյութերը, էլեկտրոնային տեղեկատվական աղբյուրները:

Հետազոտության հիմնական գիտական արդյունքները և նորոլյթը: Ատենախոսության գիտական նորոլյթը պայմանավորված է հետազոտության ընթացքում ստացված տնտեսական, մեթոդական և գործնական միջարքարդյունքներով, որոնք ինքնուրույն են և չեն կրկնում մյուս հետազոտողների կողմից իրականացված ուսումնասիրությունների արդյունքները: Հետազոտության ընթացքում մշակվել և ստացվել են տնտեսական և գործնական նշանակություն ունեցող և նորոլյթի տարրեր պարունակող հետևյալ արդյունքները.

1. տնտեսական աճի վրա գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ուղղակի և անուղղակի ազդեցությունների էմպիրիկ հետազոտությունների հենքի վրա մեկնաբանվել է գնաճի նպատակադրում իրականացնող երկրներում գնաճի վարքագիծը և գնահատվել է գնաճի տատանողականության ազդեցությունը երկարաժամկետ սպասումների ձևավորման, հատկապես գնաճային սպասումների, ինչպես նաև երկարաժամկետ տոկոսադրույքների տատանողականության վրա, բացահայտվել, որ երկրների՝ արտադրողականությունների աճերի տարբերությամբ պայմանավորված իրական փոխարժեքների ճշգրտումները, մեծամասամբ իրականանալու են անվանական փոխարժեքի միջոցով,
2. հիմնավորելով ՀՀ-ում գնաճի և տնտեսական աճի փոխառնչությունների՝ նորքեյնսյան Ֆիլիպսի կորի տրամաբանությամբ մեկնաբանման նպատակադրմանը, հիմք ընդունելով այն հիմնավորումը, որ գնաճի վրա ազդում է ոչ թե տնտեսական աճը, այլ ՀՆԱ-ի ճեղքը, գնահատվել են ՀՆԱ-ի ճեղքի և փաստացի գնաճի՝ թիրախային մակարդակից շեղումների կապը, ինչպես նաև ՀՆԱ-ի ճեղքի լագային ազդեցությունները գնաճի վրա,
3. հիմնավորելով այն, որ ՀՆԱ-ի ճեղքի և փաստացի գնաճի՝ թիրախից շեղման միջև առկա է նշանակալի և լագային կապ՝ գնահատվել է գնաճի վրա ՀՆԱ-ի ճեղքի լագային և ՀՆԱ-ի ապագա ճեղքերի վերաբերյալ սպասումների՝ գնաճի վրա ունեցած ազդեցությունները՝ բացահայտելով, որ ՀՀ տնտեսությունում ներկայիս գնաճի վրա առավել նշանակալի ազդեցություն է ունենում ՀՆԱ-ի ապագա դրական ճեղքերի սպասումներից բխող ԿԲ վարած քաղաքականության զսպող ազդեցությունը,
4. կառուցվել է գնաճի նպատակադրման պայմաններում դրամավարկային քաղաքականության հիմնական փոխանցումային մեխանիզմը, որի շրջանակում գնահատվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի՝ տարբեր շուկերին արձագանքը և դրա ազդեցությունը (ուղղություն, չափ, հարատևություն)

տնտեսական աճի վրա,

5. համակարգված ներկայացնելով բարձր գնաճի թիրախի դրական և բացասական կողմերը, գնահատվել է ՀՆԱ-ի աճն առավել ազուլյնի հասցնող գնաճի օպտիմալ մակարդակը (թիրախը):

Հետազոտության արդյունքների գործնական նշանակությունը և օգտագործումը: Հետազոտության արդյունքները կարող են օգտագործվել դրամավարկային և հարկաբյուջետային քաղաքականությունների մշակման և կիրառման գործընթացում Կենտրոնական բանկի, Ֆինանսների նախարարության, տնտեսական քաղաքականության մշակմամբ զբաղվող այլ պետական կառույցների, ինչպես նաև՝ տարբեր հետազոտողների կողմից:

Ատենախոսության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումները: Ատենախոսության հիմնադրույթները և ուսումնասիրության արդյունքները քննարկվել են «Գործարար միջավայրի բարելավման և միջազգային տնտեսական համագործակցության ընդլայնման արդի հիմնախնդիրները ՀՀ-ում» ՀՊՏՀ 26-րդ գիտաժողովում և ՀՊՏՀ «Տնտեսագիտության տեսություն» ամբիոնում:

Ատենախոսության հիմնական արդյունքներն ու բովանդակությունն արտացոլված են հրապարակված 8 (ութ) գիտական հոդվածներում:

Ատենախոսության կառուցվածքը և ծավալը: Ատենախոսությունը բաղկացած է առաջաբանից, երեք գլուխներից, եզրակացություններից և առաջարկություններից, օգտագործված գրականության ցանկից և հավելվածներից: Ատենախոսության տեքստը շարադրված է 112 էջի վրա՝ ներառյալ օգտագործված գրականության ցանկը:

ԳԼՈՒԽ 1. ԳՆԱԾԻ ՆՊԱՏԱԿԱԴՐՄԱՆ ՌԱԶՄԱՎԱՐՈՒԹՅԱՆՆ ԱՆՑՆԵԼՈՒ ՆԱԽԱԴՐՅԱԼ ՆԵՐԸ ԵՎ ԿԱՅՈՒՆ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ԱՃԻ ԱՊԱՅՈՎՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ

1.1 Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության տեսամեթոդական հիմքերը

Դրամավարկային քաղաքականությունը փողի առաջարկի կամ փողի գնի՝ տոկոսադրույքի կարգավորման գործընթացն է¹:

Տրեդերիկ Միշկինն իր՝ «Դրամավարկային քաղաքականության տարբեր ռազմավարությունների միջազգային փորձը» աշխատությունում առանձնացնում է դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարության 4 հիմնական տեսակ՝

1. փոխարժեքի նպատակադրում,
2. փողի ագրեգատների նպատակադրում,
3. գնաճի նպատակադրում,
4. դրամավարկային քաղաքականություն՝ առանց բացահայտ անվանական խարսխի²:

Դրամավարկային քաղաքականության ամենապարզ անվանական խարսխը ամրագրված փոխարժեքն է, որի առավելությունը հատկապես անցումային տնտեսությամբ երկրներում գնաճի սպասումներն անմիջականորեն չեզոքացնելն է: Փոխարժեքի նպատակադրման ռազմավարության ընդունումը հետապնդում է երկու հիմնական նպատակ՝ բարձր գնաճի զսպում և տնտեսական ինտեգրում³: Սակայն այդ նպատակներին հասնելու ընթացքում դրամավարկային քաղաքականության իրականացող մարմինները խիստ սահմանափակումներ ունեն ՅՆԱ-ի և զբաղվածության կարճաժամկետ խնդիրների լուծման առումով⁴: Տիքսված փոխարժեքի կողմնակիցները իրենց տեսակետը հիմնավորում են նաև մրցունակությունը պահպանելու անհրաժեշտությամբ:

Մեր կարծիքով, սակայն, մրցունակության իրական երաշխիքը ներդրումների միջոցով ավելի բարձրորակ, կապիտալ առար և

¹ ՀՀ ԿԲ պաշտոնական կայք՝ <https://www.cba.am/am/SitePages/mpobjective.aspx>

² Mishkin F., "International experiences with different monetary policy regimes", February 1999, p. 1

³ «Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի կողմից գնաճի նպատակադրման ռազմավարության հիմնավորում» փաստաթուղթ, էջ 4

⁴ Նույն տեղում, էջ 4

գիտատար ապրանքների արտադրությունն է, և պետք է շեշտը դնել փոխարժեքի միջոցով արհեստականորեն մրցունակություն և ապահովելու վրա:

Մյուս կողմից որոշ դեպքերում առանձին երկրներում փոխարժեքի ամրագրումն անհնար է, հետևաբար, շատ երկրներ ստիպված են դրամավարկային քաղաքականության այլ ռազմավարություն ընտրել, ինչպիսիք են՝ փողի ագրեգատներինը և գնաճի նպատակադրմանը:

Փողի ագրեգատների նպատակադրումը լայն տարածում է գտել 1970-ական թվականների երկրորդ կեսից, երբ տարբեր երկրների տնտեսություններ բախվում էին առաջարկի, պահանջարկի շոկերի, փլուզվեց նաև Բրետտոն Վուդսյան համակարգը: Բազմաթիվ երկրներ հրաժարվեցին տոկոսադրույքի և փոխարժեքի նպատակադրումից և անցան փողի տարբեր ագրեգատների նպատակադրման:

Փողի ագրեգատների նպատակադրումը ենթադրում է փողի ագրեգատների քանակական սահմանափակումներ՝ վերջնական նպատակին հասնելու համար⁵: Փողի ագրեգատների մակարդակի կառավարման միջոցով հնարավոր է ճկուն արձագանքել տնտեսությունում փոխարժեքի և տնտեսական աճի կարճաժամկետ տատանումներին, իսկ գների կայունությունը ձևավորվում է արդեն մակրոտնտեսական որոշակի հաշվեկշռվածության ձեռքբերումից հետո⁶: Փողի ագրեգատների նպատակադրման ռազմավարությունը ենթադրվում է, որ գնաճի ցուցանիշին կարելի է հասնել փողի ագրեգատների նպատակային մակարդակների ապահովման պարագայում⁷:

Սրանով է բացատրվում այն, որ փողի ագրեգատների նպատակադրումը նույնիսկ աշխարհի զարգացած բազմաթիվ երկրներում չէր հաջողվել: Նախ, նպատակադրումն իրականացվել էր առանց կենտրոնական բանկերի համապատասխան հաշվետվողականության, որի արդյունքում ձեռքբերված չափանիշը հաջողության բարձր հնարավորություն չի ներկայացրել: Երկրորդ, ֆինանսական նորարարության և շուկայի դերակատարման

⁵Նույն տեղում, էջ 2

⁶Նույն տեղում, էջ 2

⁷Նույն տեղում, էջ 3

հետևանքով փողի ագրեգատների և գնաճի միջև անկայունությունը փողի ագրեգատների նպատակադրումը դատապարտեց ձախողման:

Կենտրոնական բանկը փողի առաջարկի կարգավորման մենաշնորհային իրավունքով կարող է կարգավորել կարճաժամկետ տոկոսադրույքները, փողի բազան կամ դրամանախնայի քաղաքականությունը, ինչպիսիք են՝ բանկային պահուստները ԿԲ-ում, գուտարտաքին ակտիվները և ազգային արժույթով վարկը: Գործառնական նպատակները կապված են դրամավարկային քաղաքականության փոփոխական հիերարխիայի երկու առավելագույն մակարդակով. մի կողմից, դրանք հարակից են ցուցանիշային փոփոխականներին կամ միջանկյալ նպատակներին (փոխարժեք կամ փողի ագրեգատներ), իսկ մյուս կողմից՝ կենտրոնական բանկի գործիքներին (պահուստային պահանջներ, վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք): Գործառնական նպատակների ընտրությունը որոշվում է դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարության (ցուցանիշային փոփոխականների կամ միջանկյալ նպատակների բնույթով), և գործառնական նպատակներն էլ իրենց հերթին, որոշում են դրամավարկային քաղաքականության հատուկ գործիքների օգտագործումը: Սակայն, ոչ բոլոր գործիքներն են հավասարապես հարմար տարբեր տեսական փոփոխականների նպատակադրման համար: Կախված գործառնական նպատակներից, դրամավարկային մարմինները կատարում են իրենց ընտրությունը, իսկ երկրի ֆինանսական համակարգի զարգացման աստիճանը որոշում է անհրաժեշտ գործիքների շարքը: Կենտրոնական բանկը դրամավարկային քաղաքականության իրականացման ընթացքում կարող է դիմել շուկայի կարգավորմանը կամ կիրառել վարչական միջոցներ: Առաջին դեպքում այն հիմնվում է անուղղակի գործիքների վրա, իսկ երկրորդ դեպքում՝ դրամավարկային քաղաքականության ուղղակի գործիքների վրա: «Ուղղակի» տերմինը վերաբերում է գործիքների և դրամավարկային քաղաքականության գործառնական նպատակների միջև անկառուղի կապին: Ուղղակի գործիքները ներառում են տոկոսադրույքների վերահսկում, վարկային առաստաղներ և ուղղակի կամ նպատակային վարկեր: Անուղղակի դրամավարկային քաղաքականության գործիքները ներառում են կարճաժամկետ

վերաֆինանսավորման գործառնություններ, միջամտություններ և պահուստային պահանջներ:

Դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարություններից առավել ճկունը գնաճի նպատակադրումն է, հատկապես՝ տնտեսական գործընթացներում առաջացած խնդիրների, ճգնաժամերի հաղթահարման տեսանկյուններից:

Գնաճի նպատակադրումը դրամավարկային քաղաքականությունների ակնացնելու ծրագիր է, որը բնութագրվում է գնաճի մեկ տարվա կամ որոշակի ժամանակահատվածի պաշտոնական ծրագրային ցուցանիշի (կամ միջակայքի) հրապարակային հայտարարմամբ, նշելով, որ ցածր և կայուն գնաճի ապահովումը դրամավարկային քաղաքականության առաջնային երկարաժամկետ նպատակն է⁸:

Գնաճի նպատակադրումը ճկուն ռազմավարությունն է և այս իմաստով գնաճի նպատակադրման ռազմավարության անցած բոլոր կենտրոնական բանկերը ոչ միայն ձգտում են գնաճը պահել թիրախի մոտ, այլև որոշակի կշիռ են տալիս իրական տնտեսությունը կայունացնելուն, օրինակ՝ բացահայտ կամ ոչ բացահայտ կայունացնում են ռեսուրսների օգտագործման այնպիսի ցուցանիշն, ինչպիսին ՀՆԱ-ի ճեղքն է (փաստացի և ներուժային ՀՆԱ-ի տարբերությունը)⁹:

Ըստ մեկ այլ աղբյուրի՝ գնաճի նպատակադրումն իրենից ներկայացնում է գնաճի նպատակային ցուցանիշի սահմանում, գնաճի կանխատեսում նույն ժամանակահատվածի համար, այնուհետև նպատակառդղված քաղաքականության իրականացում՝ նպատակային և կանխատեսված ցուցանիշների միջև շեղումը վերացնելու համար¹⁰:

Անգլիայի բանկի նախկին ղեկավար Մերվին Քինգը նշում է, որ գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը ներառում է երկու հստակորեն տարանջատված տարրեր.

ա) միջնաժամկետում գնաճի համար սահմանված ստույգ թվային թիրախ,

⁸ Նույն տեղում, էջ 6

⁹ Svensson L., "Inflation targeting", NBER, working paper 16654, December 2010, p.13

¹⁰ «Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի կողմից գնաճի նպատակադրման ռազմավարություն հիմնավորում» փաստաթուղթ, էջ 6

բ) արձագանք տնտեսական ցնցումներին կարճաժամկետ հատվածում¹¹:

Նրա բնորոշմամբ գնաճի թիրախը ենթադրում է կանոնին հակված համակարգի գոյություն, որի հիման վրամասնավոր հատվածը կարող է խարսխել իր հետագա գնաճային սպասումները:

Յուրաքանչյուր երկրի կենտրոնական բանկ պետք է որոշում կայացնի այն մասին, թե գների կայունությունը գործնականում է ինչ է նշանակում իր համար: Այսպես, ըստ Ալան Գրինսպենի՝ գների կայունությունը և ցածր գնաճային սպասումները նվազեցնում են տնտեսական պլանավորումներում ի հայտ եկող են անորոշությունները և կապիտալ ներդրումների ռիսկի հավելվածարը¹²: Այնուհետև ավելացնում է. «Մենք կլինենք գների կայունության մակարդակում այն ժամանակ, երբ տնային տնտեսությունները և ձեռնարկություններն իրենց որոշումների կայացման ժամանակ հաշվի չեն առնի գների միջին մակարդակի սպասվող փոփոխությունները»¹³:

Գների կայունության այս սահմանումը, կարելի է ասել, որ բավականին խելամիտ է և գործնականում կիրառելի, քանի որ գնաճի թիրախի ցանկացած մակարդակ, օրինակ 0-3%, համապատասխանում է գնաճի նպատակադրման գաղափարախոսությանը:

Սակայն որոշ տնտեսագետներ, օրինակ՝ Ֆելդշտեյնը, այն տեսակետն ունեն, որ գնաճն իջեցնելու համար ՀՆԱ-ի և գործազրկության կորուստը մեկ անգամյա է, մինչդեռ ցածր գնաճի դրական կողմերը մշտական բնույթ են կրում¹⁴:

Տնտեսագետների մեկ այլ խումբ՝ Ակեռլոֆը, Դիքենսը և Փերին, պնդում են հակառակը. երկարաժամկետում գնաճի գրոյական մակարդակի սահմանումը ավելացնում է գործազրկության մակարդակը և իջեցնում է թողարկման մակարդակը¹⁵:

¹¹ King M., "Monetary Policy: Practice Ahead of Theory", Bank of England, London, 2005. p. 6

¹² Greenspan A. "Testimony before the Subcommittee on Economic Growth and Credit Formation of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, U.S. House of Representatives", February 22, 1994, p. 4

¹³ Նոյն տեղում, էջ 5

¹⁴ Feldstein M., "The costs and benefits of going from low inflation to price stability." University of Chicago Press, 1997, p. 124

¹⁵ Akerlof G., Dickens W., Perry G., "The Macroeconomics of Low Inflation," Brookings Papers on Economic Activity 1, 1996, p. 2

Միշկինը նույնպես արտահայտվել է գնաճի զրոյական մակարդակը երկարատև գնաճային թիրախ դարձնելու դեմ. եթե որպես թիրախ է դիտարկվում 0-ն, ապա հավանական է դառնում դեֆլյացիան, ինչը կարող է հանգեցնել ֆինանսական անկայունության՝ առավել խորացնելով տնտեսական ճգնաժամերը¹⁶:

ՀՀ ԿԲ կողմից գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ընդունման հիմնավորման փաստաթղթում գնաճի նպատակադրումը մեկնաբանվում է ոչ թե որպես զուտ գնաճի նպատակային ցուցանիշի ապահովում, այլ որոշակի կանոնների վրա հիմնված դրամավարկային քաղաքականության մոտեցում: Կարևորվում է բարձր թափանցիկության և հաշվետվելիության սկզբունքների կիրառումը¹⁷:

Գնաճի նպատակադրման առավել ամբողջական սահմանում է ներկայացվել Հեմոնդի կողմից, ըստ որի՝ գնաճի նպատակադրումը ոչ այնքան դրամավարկային քաղաքականության կոնկրետ կանոն է, այլ մի հայեցակարգ է (framework), որի առանցքային տարրերն են¹⁸.

- գների կայունությանը բացահայտ ճանաչվում է դրամավարկային քաղաքականության հիմնական նպատակը,
- գնաճի նպատակային թիրախի հրապարակային հայտարարում,
- դրամավարկային քաղաքականությանը հիմնված է տեղեկատվության լայն շրջանակի վրա՝ ներառյալ գնաճի կանխատեսումը,
- թափանցիկությանը և հաշվետվողականությանը:

Գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունն ընդունել են նախկինում ինչպես փոխարժեքի ամրագրման, այնպես էլ փողի ազրեգատների նպատակադրման ռազմավարություն կիրառող երկրները: Առաջինները մեծապես տուժել են վերը նշված խնդիրների առկայությունից, որի հետևանքով այդ երկրների տնտեսարար կշիռն ընդհանուրի մեջ 50%-ից նվազել է 25%-ի, իսկ փողի ազրեգատների նպատակադրման ռազմավարություն

¹⁶ Mishkin F., "Issues in Inflation Targeting," in Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy, (Bank of Canada: Ottawa, Canada, forthcoming 2001), p. 39

¹⁷ «Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի կողմից գնաճի նպատակադրման ռազմավարության հիմնավորում» փաստաթուղթ, էջ 6

¹⁸ Hammond G., "State of the Art of Inflation Targeting," Centre for Central Banking Studies Handbook-No. 29, London: Bank of England, 2012, p. 5

իրականացնող երկրներում ապակայունացել է փողի ագրեգատների և գնաճի միջև կապը¹⁹:

Շվեդի հետազոտող L. Սվենսոնի կողմից որպես գնաճի նպատակադրման բնութագրիչներ առանձնացվել են հետևյալ երեքը²⁰:

1. հայտարարված գնաճի թիրախի թվային ցուցանիշ,
2. այնպիսի դրամավարկային քաղաքականության իրականացում, որը գնաճի կանխատեսմանը տալիս է գլխավոր դեր և կոչվում է «թիրախավորման կանխատեսում»,

3. հաշվետվողականության և թափանցիկության բարձրաստիճան:

Ըստ առաջին մոտեցման՝ գնաճի նպատակադրման ժամանակային հորիզոնի հիմքում ընկած է մակրոտնտեսական վիճակի գնահատման անհրաժեշտությունը, ինչը համակցվում է Կենտրոնական բանկի հետ՝ գնաճի նպատակադրման արդյունքները հրապարակելու համար:

Ըստ երկրորդ մոտեցման՝ գնաճի նպատակադրման արդյունավետությունը պայմանավորված է այն գործիքակազմի կիրառման հնարավորությունից, ինչը հնարավորինս ճշգրիտ չափով կանխատեսում է գնաճի փոփոխման միտումները միջնաժամկետ և երկարաժամկետ հատվածներում: Ընդ դրում, անհրաժեշտ է կանխատեսման արդյունքները հրապարակել՝ շուկայի մասնակիցների որոշումների ընդունման արդյունավետությունը բարձրացնելու, փողի շուկայի բացասական ազդեցությունը տնտեսության վրավերացնելու նպատակներով:

Ըստ երրորդ մոտեցման՝ գնաճի նպատակադրման թափանցիկությունն ու հաշվետվողականությունն իրականացվում են Կենտրոնական բանկի միջոցով, ինչը «Կենտրոնական բանկի» մասին օրենքով պետք է ձեռնարկի գների կայունության ապահովմանն ուղղված միջոցառումներ: Գների կայունության նպատակն իրագործելու համար Կենտրոնական բանկը մշակում,

¹⁹ «Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի կողմից գնաճի նպատակադրման ռազմավարության հիմնավորում» փաստաթուղթ, էջ 6

²⁰ Svensson L., “Inflation targeting”, NBER, working paper 16654, December 2010, p. 1.

հաստատում և իրականացնում է դրամավարկային քաղաքականության ծրագրերը²¹:

Գնաճի և դրա վրա ազդող գործոների վերաբերյալ իրականացվել են բազմաթիվ ուսումնասիրություններ ինչպես այլազգի²², այնպես էլ՝ հայ հեղինակների կողմից²³: Ճիշտ է, ուսումնասիրություններում դիտարկվում է հարցադրումների լայն շրջանակ, սակայն, ընդհանուր առմամբ, գնաճի նպատակադրման և տնտեսական աճի կապի վերաբերյալ ուսումնասիրություններ գրեթե չեն իրականացվել կամ դրանց շրջանակը բավականին նեղ է հասցեավորված:

Տնտեսական զարգացման ներկա փուլում, հակազնաճային քաղաքականությունը ենթադրում է համալիր միջոցառումների իրականացում, որն առնչվում է հասարակական վերարտադրության բոլոր փուլերին: Դրամավարկային քաղաքականության մոդելի սկզբունքներն ու խնդիրներն առաջին անգամ մշակել է Նոբելյան մրցանակակիր Յան Թիմբերգենը: Նրա կողմից որպես նորամուծություն է դիտարկվել «դրամավարկային քաղաքականության» նպատակ հասկացությունը, ինչը ենթադրում է հաստատուն քանակական ցուցանիշ, որին հասնելու համար դրամավարկային քաղաքականությունը պետք է ձգտի ընտրել քաղաքական գործիքների կամ գործիքային փոփոխականների արժեքները: «Տնտեսական քաղաքականության տեսություն» մեջ Թիմբերգենը ցույց է տվել, որ քաղաքականության գործիքների թվաքանակը հավասար պետք է լինի նպատակների քանակին:

Թիմբերգենի հայեցակարգի համաձայն, դրամավարկային քաղաքականությունը բնութագրվում է որպես թիրախային փոփոխությունների հիերարխիա՝ վերջնական նպատակ, միջանկյալ նպատակ, ռազմավարական նպատակներ, կենտրոնական բանկի քաղաքական գործիքներ:

²¹ «Հայաստանի Հանրապետության օրենքը կենտրոնական բանկի մասին», գլուխ 1, հոդված 4, կետ 2

²² Laurence B. "What causes inflation?", Business review, march/april 1993, pp. 3-12, Kia A. "Deficits, Debt Financing, Monetary Policy and Inflation in Developing Countries: Internal or External Factors?", October 2004, pp. 1-56

²³ Թավադյան Ա. «Գնաճի վրա ազդող գործոնների համակարգումը», «21-րդ դար», թիվ 2 (36), 2011թ., էջ 94-103

Յուրաքանչյուր երկրի կենտրոնական բանկ ունի որոշակի ինդիքներ, որոնց լուծման համար կիրառում է դրամավարկային քաղաքականության տարբեր գործիքներ: Վերջիններս պայմանավորված են նրանով, թե ինչ նպատակ է սահմանվել և ինչ պիսիք են այդ նպատակին հասնելու համար կիրառվող տեսական և գործնական մոտեցումները: Օրինակ՝ ոսկու ստանդարտի դարաշրջանում, վերջնական նպատակը եղել է ոսկու կայուն գնի կամ ֆիքսված փոխարժեքի պահպանումը:

Բրետտոն Վուդսյան համակարգի ժամանակահատվածում Կենտրոնական բանկի վերջնական նպատակը, ընդհանուր առմամբ եղել է «ազգային արժույթի ներքին և արտաքին կայունությանը» (ցածր գնաճը և ֆիքսված փոխարժեքը):

Սակայն, լողացող փոխարժեքների անցման փուլում, գների կայունությանը դարձել է վերջնական նպատակ: Վերջինս, տնտեսական գրականության մեջ բնորոշվում է որպես գների նման աննշան աճ, ինչը գործակալները որոշումներ կայացնելիս հաշվի չեն առնում: Իրականում, գների կայունությանը նշանակում է զրոյական գնաճ, սակայն, մի շարք տեխնիկական պատճառներով (օրինակ, վիճակագրական սխալները, տեղեկատվության թարմացման հետաձգումը և այլն) Կենտրոնական բանկերը կենտրոնացած չեն զրոյական գնաճի վրա: Արդյունքում, գործնականում գների կայունությանը նշանակում է ոչ զրոյական, բայց և ցածր գնաճ: Գների կայունության պահպանման համար մի շարք երկրներ փորձարկեցին դրամավարկային քաղաքականության մեկ կամ մի քանի խարիսխ, ինչը Կենտրոնական բանկի քաղաքականության միջանկյալ նպատակն էր:

Գների կայունությանը հասնելու համար դրամավարկային քաղաքականությանն անհրաժեշտ է անվանական խարիսխ: Գիտական հանրույթում անվանական խարիսխը ոչ միանշանակ է մեկնաբանվում:

Անվանական խարիսխը ենթադրում է երկարաժամկետում գների մակարդակն իջեցնող անվանական փոփոխականի ֆիքսում²⁴:

²⁴ Hammond G., "State of the Art of Inflation Targeting," Centre for Central Banking Studies Handbook-No. 29, London: Bank of England, 2012, p. 5

Անվանական խարիսխը սահմանվում է նաև որպես փողի առաջարկի սահմանափակում, որը հաջողված դրամավարկային քաղաքականությունն իրականացնելու անհրաժեշտ տարր է²⁵: Ֆրեդերիկ Միշկինի կարծիքով, անվանական խարիսխն անհրաժեշտ է երկու պատճառով: Նախ այն ապահովում է այնպիսի պայմաններ, որոնց դեպքում խարսխում են գնաճային սպասումները: Երկրորդ, այն օգնում է թուլացնել ժամանակային անհամապատասխանություն²⁶ խնդիրը՝ երկարաժամկետում առավել հավանական դարձնելով գների կայունությունն ապահովումը:

Մեր համար ուղենշային է ՀՀ ԿԲ-ի՝ անվանական խարսխի սահմանումը, այն է. «անվանական խարիսխը քաղաքականության ցուցանիշ է, որը հրապարակվում է որպես վերջնական կարգավորման ենթակատնտեսական երևույթ արտահայտող ցուցանիշ: Այն սերտևամուրկապի մեջ պետք է լինի դրամավարկային քաղաքականության վերջնական նպատակի հետև դրան հասնելու օժանդակ միջոց է»²⁷:

Նկատի ունենալով այն հանգամանքը, որ Կենտրոնական բանկն ի վիճակի չէ ուղղակիորեն հասնել վերջնական նպատակին, այն անուղղակիորեն գործում է նպատակադրման միջանկյալ նպատակների միջոցով:

Գնաճի նպատակադրմանն անցած երկրներում ակնհայտ առավելություններ են արձանագրվել մակրոտնտեսական վիճակի առումով: Գնաճի նպատակադրման առավելությունները բացատրվում են դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի առանձնահատկություններով: Փողի ագրեգատների նպատակադրման մեջ ներառված են միայն երեք փոխանցումային ուղիներ՝ բանկային վարկավորումը, դրամականը և փոխարժեքինը: Բոլոր երեք ուղիները նախատեսված են բանկային համակարգի պահուստների ծավալը կարգավորելու համար, ինչը թույլ է տալիս ազդել փողի միավորի վրա: Բանկային վարկավորման ուղու գաղափարն առաջին

²⁵ Mishkin F. “International experiences with different monetary policy regimes”, February 1999, p. 1

²⁶ Ժամանակային անհամապատասխանություն խնդիրն առաջանում է, քանի որ քաղաքականությունն մշակողներն առավել հակված են լուծելու կարճաժամկետ խնդիրները՝ չնայած նրան, որ երկարաժամկետում կունենան առավել վատ արդյունքներ, ինչը պայմանավորված է տնտեսական գործակալների ապագային միտված վարքագծով:

²⁷ «Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի կողմից գնաճի նպատակադրման ռազմավարության հիմնավորում» փաստաթուղթ, էջ 1

անգամ առաջ է քաշվել Ռ.Ռուզի կողմից 1951թ., այնուհետև՝ մանրամասնորեն վերլուծել են Բ.Բերնանկեն և Ա.Բլինշերը 1988թ.: Դրա էությունը հանգում է հետևյալին. կենտրոնական բանկը բարձրացնում է առևտրային բանկերի պարտադիր պահուստավորման նորմատիվը, ինչը կրճատում է նրանց տրամադրության տակ եղած դրամական միջոցների ծավալը, որն էլ իր հերթին կրճատում է վարկավորման ծավալը: Իսկ այն ֆիրմաներն ու տնային տնտեսությունները, որոնք մեծապես կախված են բանկային վարկերից և այլընտրանք չունեն, տվյալ դեպքում նրանց մնում է միայն կրճատել ծախսերը: Դրամական ուղին առաջարկվել է մոնետարիզմի ժամանակակից կողմնակից Ա.Մելթգերի կողմից 1995թ.: Ուղին մոնետարիստական է այն իմաստով, որ այն նկարագրում է դրամական միջոցների անմիջական ազդեցությունն ակտիվների գների վրա: Ըստ Մելթգերի, պորտֆելի ակտիվները կատարյալ փոխարինողներ չեն, դրամավարկային քաղաքականության գործիքների օգտագործումը հանգեցնում է կուտակված ակտիվների կառուցվածքի և դրանց համեմատական գների ճշգրտմանը, ինչն, ի վերջո, ազդում է տնտեսության իրական հատվածի վրա: Ի դեպ, տոկոսադրույքը հատուկ դեր չի խաղում, իսկ դրամավարկային խթանման փոփոխությունները փոխանցվում են փողի բազայի միջոցով: Մակրոտնտեսական մոդելի մակարդակով մոնետար ուղին լիարժեք չէ, քանի որ այն կարող է օգտագործվել կոնկրետ վերլուծության մեջ, ինչպես, օրինակ, 1990-ականների վերջին ճապոնիայում՝ գրոյական տոկոսադրույքների դեպքում: Տեղական արժույթի ամրապնդումն անխուսափելիորեն հանգեցնում է գուտարտահանման և համախառն պահանջարկի կրճատմանը:

Գնաճի նպատակադրման մեջ ներգրավված են այլ փոխանցումային ուղիներ ևս, ինչպիսիք են՝ ուղղակի տոկոսադրույքի ուղին, կուտակված ֆինանսական ակտիվների ուղին (բարեկեցության ուղի), ֆինանսական արագացուցչի ուղին, փոխարժեքի ուղին և գնաճային սպասումների ուղին: Դրանց օգնությամբ կարգավորվում են ոչ թե բանկային համակարգի պահուստներն, այլ՝ տոկոսադրույքները:

Տոկոսադրույքի ուղու գաղափարը հետևյալն է. կենտրոնական բանկը փողի շուկայի միջոցով ազդում է ֆինանսական շուկայում առկա վարկերի և ավանդների տոկոսադրույքների վրա, ինչն իրազդեցությունն է ունենում ներդրումների և խնայողությունների որոշումների վրա²⁸:

Ֆինանսական արագացուցչի ուղին գործում է, եթե տոկոսադրույքի ճշգրտումն ազդում է ֆինանսական գործարքների տրամադրման արժեքի վրա: Տոկոսադրույքների աճը հանգեցնում է գրավի արժեզրկմանը և փոխառության ծախսերի ավելացմանը: Իսկ գնաճային սպասումների ուղին թույլ է տալիս Կենտրոնական բանկին ազդել տնտեսական գործակալների գնաճային սպասումների վրա՝ դրամավարկային քաղաքականության գնաճային չափանիշների փոփոխության միջոցով:

Ամփոփելով, կարելի է ասել, որ տոկոսադրույքը, որպես դրամավարկային քաղաքականության գործառնական նպատակ, կարող է արդյունավետ լինել մի քանի դեպքերում՝

- տնտեսության մեջ բարձր մրցակցությամբ ֆինանսական համակարգի բաց զարգացումը,
- երբ ՀՆԱ-ում ֆինանսական պարտավորություններն ավելի մեծ բաժին են կազմում,
- ձեռնարկությունների ընդլայնումը հիմնականում իրականացվում է արտաքին ներդրումային աղբյուրների հաշվին,
- երկիրը վերցնում է գուտ պարտապանի դիրքը (եկամտի վրա տոկոսադրույքի փոփոխության բացասական ազդեցությունը անհրաժեշտ է),
- վճարային հաշվեկշռում կապիտալի հաշվին զգալի սահմանափակումներ չկան:

Ինչպես նշել է Յեմմոնդը, բազմաթիվ երկրներում գնաճի նպատակադրման՝ որպես դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարության ընդունումը, համընկավ «մեծ կայունություն» հետ, ինչին բնորոշ է հավասարակշռված և ցածր տատանողական գնաճ և քիչ

²⁸ Gigineishvili N., "Determinants of Interest Rate Pass-Through: Do Macroeconomic Conditions and Financial Market Structure Matter?", IMF working paper/11/176, July 2011, p.4

տատանողական ՅՆԱ²⁹: Գնաճի նպատակադրմամբ, շուկայի ցանկացած մասնակից տիրապետում է գնաճի չափանիշներին, որոնց համար պատասխանատու են դրամավարկային մարմինները:

Հետևաբար, այս ամենը մեծացնում է տնտեսական որոշումների կայացման արդյունավետությունը, ինչը մեծացնում է նաև ՅՆԱ աճի տեմպը: Գնաճի նպատակադրման անցած երկրներում անվանական ՅՆԱ-ի աճի միջին արժեքը գերազանցում է փողի ագրեգատների նպատակադրման անցած երկրների նույն ցուցանիշը՝ 5%-6%-ի փոխարեն 2.5%-4%: Օուքենի օրենքի համաձայն, գնաճը նպատակադրած երկրներում զբաղվածության մակարդակը ավելի բարձր է:

Գնաճի նպատակադրման թերությունների շարքում պետք է նշել երկու ամենակարևոր թերությունները. առաջինը, ԱՄՆ-ի նախկին փոխնախագահ Սթենլի Ֆիշերի խոսքերով, Կենտրոնական բանկը գնաճի նպատակադրման ժամանակ արող է դառնալ «մոնոմանյակ», որին, բացի գների դինամիկայից, այլևս ոչինչ չի մտահոգում: Սակայն, դա ընդունելի է միայն կարճաժամկետում, իսկ միջին և երկար ժամանակահատվածում Կենտրոնական բանկը նպատակադրված է գների որոշակի բարձրացմանը, դրանով իսկ սահմանելով այլ մակրոտնտեսական փոփոխականների արժեքներ: Դա ազդում է գործազրկության մակարդակի (տնտեսագիտական գրականությունում գնաճի և գործազրկության միջև կապը ներկայացվում է Ֆիլիպսի կորի միջոցով) և ՅՆԱ-ի ներուժային մակարդակի (գործազրկության և ՅՆԱ-ի միջև կապը ներկայացվում է Օուքենի օրենքով) վրա: Երկրորդ, գնաճի նպատակադրման քննադատողները մատնանշում են, որ Կենտրոնական բանկը ի վիճակի չէ ուղղակիորեն ազդել գնաճի վրա և իրականում դուրս է մնացել վերջիններիս վերահսկողության ոլորտից: Այսպես, Կենտրոնական բանկն անմիջականորեն չի վերահսկում M2 ագրեգատը, անվանական ՅՆԱ-ն կամ արդյունավետ փոխարժեքը:

Գնաճի նպատակադրման տնտեսական մոդելը վերաբերում է կենտրոնական բանկի գործառնական գործիքների օգտագործմանը, որպեսզի հասնի գնաճի քանակական չափորոշիչին, որի համար

²⁹ Hammond G., "State of the Art of Inflation Targeting," Centre for Central Banking Studies Handbook-No. 29, London: Bank of England, 2012, p. 16

պատասխանատու է դրամավարկային մարմինը: Տեսականորեն, գնաճի նպատակադրումը լավագույնս նկարագրվում է որպես դրամավարկային քաղաքականության վերաբերյալ որոշումներ կայացնելու գործառնական մոդել: Հետևաբար, դրամավարկային քաղաքականության գործառնական մոդելը Կենտրոնական բանկի քաղաքականության տրամաբանական կամ մաթեմատիկական սահմանումն է: Կենտրոնական բանկը գնաճային նպատակի հասնելու համար գործում է դրամավարկային քաղաքականության որոշակի կայուն (ստանդարտ) ընթացակարգով («կանոն»): Ստանդարտ ընթացակարգը հատուկ բանաձև է, որի միջոցով դրամավարկային քաղաքականության գործիքը (տոկոսադրույք կամ փողի բազա), հաշվի առնելով ՀՆԱ-ի ճեղքն, արձագանքում է գնաճի փոփոխությանը ներքին: Ժամանակակից դրամավարկային քաղաքականությունը ենթադրում է փողի առաջարկի գործիքների կիրառման որոշակի հստակ մոտեցումների մշակում, որոնք արտահայտվում են որպես դրամավարկային քաղաքականության կանոններ: Առավել հայտնի կանոններից են՝

- Ֆիքսված արտարժույթային փոխարժեքի կանոնը. կիրառվում է բոլոր այն երկրներում, որտեղ կենտրոնական բանկը որդեգրել է փոխարժեքի նպատակադրման ռազմավարություն: Այն դրսևորվում է որպես որևէ երկրի արժույթի կամ միջազգային արժույթի նկատմամբ ազգային արժույթի փոխարժեքի փոխկապակցման ռեժիմ:
- Դրամական համակարգի արդյունավետ կառավարման տոկոսադրույքի կանոնը, որը ձևակերպվել է 1898թ. շվեդ տնտեսագետ Կնուտ Վիքսելի կողմից, ով ներմուծել է «տոկոսադրույքի բնական մակարդակ» հասկացությունը և սահմանել է այն որպես գների կայուն մակարդակին համապատասխանող տոկոսադրույք³⁰: Այն ընկած է բազմաթիվ կենտրոնական բանկերի կողմից վարվող դրամավարկային քաղաքականության հիմքում, ըստ որի՝ կենտրոնական բանկը

³⁰ Wichksell. K, "Interest and Prices". 1898, p. 102

պետք է փոփոխի բանկային տոկոսադրույքը՝ ելնելով գների մակարդակից:

- Փողի զանգվածի հաստատուն աճի կանոնը: Ֆրիդմանը ձևակերպեց իր հանրահայտ կանոնը, ըստ որի՝ փողի օպտիմալ քանակությունն այնպիսի դեֆլյացիայի ձեռքբերումն է, որն անվանական տոկոսադրույքը հավասարեցնում է զրոյի³¹:
- Ըստ Մաքքալլմի կանոնի կենտրոնական բաները պետք է որպես թիրախ ընտրեն անվանական ՅՆԱ-ի աճի տեմպը՝ որպես գործառնական գործիք օգտագործելով փողի քաճան³²:
- Թեյլորի կանոնը, արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$i=r^*+\pi^*+1.5(\pi-\pi^*)+0.5y^{33} \quad (1.1.1)$$

որտեղ տրվում է քաղաքականության տոկոսադրույքի, իրական հավասարակշիռ տոկոսադրույքի, գնաճի թիրախի, գնաճի ներկա մակարդակի և ներկա ժամանակաշրջանի ՅՆԱ-ի ճեղքի միջև առկա կապը³⁴:

- Ռուդեբուշի և Սվենսոնի «գնաճային կանխատեսման վրա հիմնված կանոններ»։ կենտրոնական բանկը փոխում է պաշտոնական տոկոսադրույքը, երբ գնաճի կանխատեսումը շեղվում է թիրախից³⁵: Նմանատիպ «կանոններ» գործում են Նոր Զելանդիայում, Կանադայում, Անգլիայում: Ստորին ընթացակարգերի մեկ այլ խմբի համաձայն, կենտրոնական բանկը կարգավորում է ոչ թե կանխատեսվող գնաճի վրա հիմնված քաղաքականությունն, այլ գնաճի ներկա շեղումը: Նման «կանոններ» հիմնականում արձանագրվել են զարգացող երկրներում, ինչպիսիք են՝ Չիլիև կամ Իսրայելը:

Այս դիտարկման լույսով հիմք ունենք եզրակացնելու, որ դրամավարկային քաղաքականությունների

³¹ Friedman M. "The optimum quantity of money", 1969, pp. 296

³² Abubakar M., Yaaba B., "Monetary Policy in Nigeria: Any Role for McCallum Rule?", American Journal of Economics 2014, 4(2), p. 115

³³ Հավասարման մեջ i -ն՝ քաղաքականության անվանական տոկոսադրույքն է, r^* -ն՝ իրական հավասարակշիռ տոկոսադրույքն է, π^* -ը՝ կենտրոնական բանկի գնաճի թիրախն է, π -ն՝ գնաճի ներկա մակարդակն է, իսկ y -ը՝ ներկա ժամանակաշրջանի ՅՆԱ-ի ճեղքն է

³⁴ Hofmann B., Bogdanova B., "Taylor rules and monetary policy: a global "Great Deviation"?", BIS Quarterly Review, September 2012, p. 38

³⁵ Rudebusch G., Svensson L., "Policy rules for inflation targeting", NBER working paper 6512, April 1998, pp. 1-3

նազմավարող թյուր ներքին առավել ճկուն զնաճի նպատակադրումն է հատկապես տնտեսական գործընթացներում առաջացած խնդիրների, ճգնաժամերի հետևանքների հաղթահարման և երկարաժամկետ կայուն տնտեսական աճի ապահովման տեսանկյունից: Գնաճի նպատակադրման նազմավարող թյուր կենտրոնական բանկերին հնարավորություն է տալիս կենտրոնական տնտեսության ներքին խնդիրների վրա: Այն արդյունավետ նազմավարող թյուր է հատկապես զարգացող երկրների համար, սակայն չպետք է անտեսել այն, որ գնաճի նպատակադրման նազմավարող թյան արդյունավետությունը մեծապես պայմանավորված է ֆինանսական համակարգի կայունությամբ, պետական բյուջեի և վճարային հաշվեկշռի ընթացիկ հաշվի ցածր պակասությունների առկայությամբ և դոլարայնացման ոչ բարձր մակարդակով:

1.2 Կայուն տնտեսական աճի ապահովման վրա գնաճի նպատակադրման նազմավարող թյան ազդեցության վերաբերյալ մոտեցումները

Գնաճի նպատակադրման նազմավարող թյուր պլանավորված գնաճի ստեղծումն է, որը խթանում է արտադրող թյուր և օգնում է տնտեսության զարգացմանը:

Հարց է առաջանում, թե ինչ է նախադրյալներ են անհրաժեշտ գնաճի նպատակադրման համար: Այս հարցին փորձել են պատասխանել տարբեր տնտեսագետներ: Ներկայացնենք նրանցից երկուսի՝ Նիկոլետա Բատինիի և Դուգլաս Լաքստոնի մոտեցումը³⁶: Նրանց կարծիքով գնաճի նպատակադրման նազմավարող թյուրն արդյունավետորեն իրագործելու համար անհրաժեշտ նախապայմաններն են.

- Ինստիտուցիոնալ անկախություն: Կենտրոնական բանկը պետք է ունենա լրիվ իրավական ինքնուրույնություն, զերծ լինի իր հիմնական նպատակի իրականացմանը հակասող հարկաբյուջեային և քաղաքական ճշումներից:

³⁶ Batini N., Laxton D., “Under what conditions can inflation targeting be adopted? The experience of emerging markets”, Central bank of Chile, Working papers, No 406, 2006, pp. 20-21

- Լավ զարգացած տեխնիկական հնարավորություններ և բարձր որակավորում ունեցող աշխատակազմ: Կենտրոնական բանկը պետք է ունենա գնաճի կանխատեսման և մոդելավորման հնարավորություններ, անհրաժեշտ տվյալներ դրանք գործարկելու համար, ինչպես նաև պատրաստված և պրոֆեսիոնալ աշխատակազմ:
- Տնտեսության կառուցվածքը: Գները պետք է լինեն ամբողջությամբ չկարգավորվող, տնտեսությունը չպետք է շատ կախված լինի հումքի գներից և փոխարժեքից, իսկ դուրսարյանացման մակարդակը չպետք է բարձր լինի:
- Առողջ \$ֆինանսական համակարգ: Ֆինանսական կայունության նպատակի հետ հակասությունները նվազագույնի հասցնելու, ինչպես նաև արդյունավետ դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմ ունենալու նպատակով երկիրը պետք է ունենա զարգացած բանկային համակարգ և \$ֆինանսական շուկաներ:

Եթե այս նախապայմանները բավարարվեն, ապա գնաճի նպատակադրումը կարող է հաջողել: Կերջիններիս կատարումը, ըստ էության, բավարար է երկրի համար գնաճի նպատակադրման սկզբունքին համապատասխան դրամավարկային քաղաքականություն վարելու համար: Այս դեպքում դրամավարկային քաղաքականության իրականացումը պետք է պարունակի հետևյալ տարրերը՝

- առաջիկա ժամանակահատվածի համար գնաճի նպատակի սահմանում,
- ընտրված նպատակի առաջնահերթություն ընդգծում,
- համապատասխան մակրոտնտեսական մոդելի կառուցում,
- ակնկալվող գնաճին արձագանքելու հստակ սկզբունքների կիրառում:

Այս ամենը ցույց է տալիս, որ կենտրոնական բանկերն ունեն տեխնիկական և ինստիտուցիոնալ կարողություններ՝ կանխատեսելու համար ապագա գնաճը, գնահատել գործիքների ազդեցությունն ապագա գնաճի վրա և հասկանալ, թե դրամավարկային քաղաքականությունը ինչպես է ազդում մակրոտնտեսական հիմնական ցուցանիշների վրա: Այն երկրներում, որոնք չեն

բավարարում վերոնշյալ պայմաններին, գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանը շտապ անցում կատարելը կարող է լինել չափազանց ռիսկային, քանի որ այդ դեպքում կենտրոնական բանկերը կարող են արագորեն կորցնել գնաճի նկատմամբ վերահսկողությունը: Գնաճային սպասումները պետք է խարսխվեն, որպեսզի թույլ չտան տնտեսությանը ընկնել ռեցեսիայի մեջ, որի արդյունքում գնաճի նկատմամբ վերահսկողությունը կարող է ամբողջությամբ կորսվել:

Այնուամենայնիվ, կան փաստարկներ, որոնք ցույց են տալիս, որ բավարարելով այս բոլոր պայմանները, ցանկալի է անցնել գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանը: Ուսումնասիրելով տարբեր երկրների փորձը՝ գալիս ենք այն եզրահանգման, որ, գրեթե ոչ մի անցումային տնտեսություն, որն անցել է գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանը, ամբողջությամբ չի բավարարել բոլոր անհրաժեշտ նախապայմաններին: Այդուհանդերձ, գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ոչ մի ակնհայտ ձախողում չի արձանագրվել, այդ բոլոր երկրները կարողացել են նվազեցնել գնաճի մակարդակը և միաժամանակ պահպանել տնտեսության կայունությունը: Համապատասխանությունը պահանջվող պայմաններին պարզապես օգնում է ավելի ճշգրիտ կատարել ընտրված նպատակները:

Գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունն, ինքնին, ենթադրում է լողացող փոխարժեքի քաղաքականություն: Տնտեսագիտական գրականությունում կան չափանիշներ՝ ի օգուտ լողացող փոխարժեքի քաղաքականության: Դրանցից է դոլարայնացման մակարդակը: Այն երկրներում, որտեղ վերջինս բարձր է, արժույթային ռեժիմների ընտրության ժամանակ նախապատվությունը տրվում է փոխարժեքի ամրագրմանը: Ճիշտ է, հիմնավորված է այն, որ գների կայունության՝ որպես կենտրոնական բանկի հիմնական նպատակի ընտրությունն աներկբա է, սակայն դոլարայնացման բարձր մակարդակը խոչընդոտ է գնաճի նպատակադրման ռազմավարության արդյունավետ գործարկելու տեսանկյունից: Որպես օրինակ դոլարայնացման ցուցանիշների շարժընթացը ՀՀ-ում ներկայացված է հավելված 1-ում:

Գնաճի նպատակադրումը գնաճի դեմ պայքարի ժամանակակից եղանակներից մեկն է: Այն տարեցտարի լայն տարածում է գտնում տարբեր երկրների կենտրոնական բանկերի շրջանում: Նման քաղաքականությունն վարելը նշանակում է հրապարակայնորեն հրապարակել գնաճի թիրախ, որի համար պատասխանատու է կենտրոնական բանկը: Ինչպես տնտեսական զարգացման պատմությունը ցույց տվեց, գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը հիմնված է երկու սկզբունքների վրա, մասնավորապես³⁷

- առաջինը՝ գնաճը դառնում է հիմնական փոփոխական, որի հիման վրա կառուցվում է կենտրոնական բանկի երկարաժամկետ քաղաքականությունը,
- երկրորդ՝ տնտեսությունում տեղի ունեցող տատանումներից խուսափելու համար կենտրոնական բանկը պետք է թափանցիկ և կանխատեսելի քաղաքականություն հրականացնի՝ օգտագործելով բնակչության վստահությունը: Վստահությունը անհրաժեշտ է, որպեսզի կարողանան ազդել տնտեսվարողների գնաճային սպասումների վրա:

Հիմնական թվարկված սկզբունքների գործնական կիրառումը ենթադրում է լուրջ գաղափարական փոփոխություններ դրամավարկային քաղաքականության վարման մեջ:

ՀՀ-ում Կենտրոնական բանկը դրամավարկային քաղաքականությունն հրականացնում է՝ հիմնվելով գնաճի նպատակադրման ռազմավարության և լողացող փոխարժեքի քաղաքականության սկզբունքների վրա: Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ներքո գների կայունության ապահովումը դրամավարկային քաղաքականության առաջնային երկարաժամկետ նպատակն է, որին հասնելու համար Կենտրոնական բանկն ապահովում է թափանցիկության և հաշվետվողականության բարձր մակարդակ՝ հրապարակային դարձնելով դրամավարկային քաղաքականության ծրագրերը, խնդիրները, նպատակները, ինչպես նաև այդ նպատակներին

³⁷ Petursson G., "The Effects of Inflation Targeting on Macroeconomic Performance", Central Bank of Iceland Working Paper 23, June 2004, pp. 32-33

հասնելու ուղիները: Առաջնորդվելով վերոնշյալ սկզբունքներով, առաջարկի շուկերի գերակայության, դրանցով պայմանավորված երկրորդային ազդեցությունների և գնաճային սպասումների պայմաններում, ներկայումս ԿԲ-ն իրականացնում է միջնաժամկետ հատվածում գների կայունության ապահովմանն ուղղված այնպիսի քաղաքականություն, որն առավելագույնս ընկալելի է հասարակության համար³⁸:

Այս առումով, ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականության գնաճի նպատակադրման ռազմավարության իրականացման ժամանակ լուծվել են հետևյալ խնդիրները՝

- գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ներքուկանխատեսման և քաղաքականության վերլուծության համակարգի, ինչպես նաև դրանց մեթոդաբանության շարունակական կատարելագործում և զարգացում՝ միջազգային լավագույն փորձի ներդրման և որակապես նոր տեղեկատվության օգտագործման միջոցով,

- բաց, թափանցիկ, հասարակության համար առավել ընկալելի և կայուն սպասումներ ձևավորող դրամավարկային քաղաքականության իրականացում,

- գնաճի բնույթի փոփոխման և համընդհանուր գնաճային զարգացումների պայմաններում կենտրոնական բանկի նկատմամբ հասարակության վստահության բարձր մակարդակի ապահովում և գնաճային սպասումների խարսխում գնաճի նպատակային թիրախի շրջանակներում³⁹:

Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության իրականացման հստակ մեխանիզմները տարբեր երկրներում տարբեր են, սակայն կան բազմաթիվ ընդհանուր հատկանիշներ, որոնք գնաճի նպատակադրման առանձնահատկություններն են՝

- երկարաժամկետ ցածր և կայուն գնաճը սահմանվում է որպես դրամավարկային քաղաքականության կարևորագույն խնդիրը,
- գնաճը քանակապես արտահայտված է,

³⁸ «ՀՀ Կենտրոնական բանկի 2012-2014թթ. Ռազմավարությունը» ԿԲ հրատարակում, էջ 10

³⁹ Նույն տեղում, էջ 10

- գնաճի նպատակադրման բնութագիրն այն է, որ կենտրոնական բանկը ինքնուրույն որոշում է տոկոսադրույքի մակարդակը կամ դրամավարկային քաղաքականությունն իրականացնելու համար օգտագործվող գործիքակազմը,

- կենտրոնական բանկերի քաղաքականությունը, որը նպատակաուղղված է գնաճի զսպմանը, թափանցիկ է, ինչն էլ հաշվի է առնվում որոշումների կայացման ժամանակ: Թափանցիկությունը թույլ է տալիս ավելի կանխատեսելի դարձնել դրամավարկային քաղաքականությունը: Գնաճի նպատակադրումը հստակ և հասկանալի ցույց է տալիս դրամավարկային քաղաքականության իրականացման ընթացքում ընտրությունն կատարելու հիմքերը: Գործնականում կենտրոնական բանկերը թափանցիկությունն ապահովում են տարբեր ձևերով. մասնավորապես՝ կազմակերպում են մամլո ասուլիսներ, տարածում են մամլո հաղորդագրություններ, հրապարակում են գնաճի հետ կապված զեկույցներ, դրամավարկային քաղաքականության հաշվետվություններ, ծրագրեր:

Այսպիսով՝ գնաճի նպատակադրումը, ըստ էության նաև կենտրոնական բանկերի թափանցիկության և հաշվետվողականության բարձրացման քաղաքականությունն է:

Գնաճի թիրախն, այսպես ասած, ունի խարսխի դերակատարություն, այսինքն՝ այն հստակ ազդակներ է ուղարկում տնտեսությանը, թե կենտրոնական բանկերից ինչպիսի գործողություններ պետք է սպասել: Արդյունքում, տնտեսությունը, որպես մեկ միասնական ամբողջություն, պաշտպանված է կենտրոնական բանկի անսպասելի գործողություններից:

Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության կիրառման համար Կենտրոնական բանկը պետք է որոշի վերահսկվող այնպիսի ցուցանիշ, որը բնութագրում է երկրի տնտեսության գների աճի տեմպը: Պետք է նշել, որ կենտրոնական բանկերում հիմնականում որպես գնաճի ցուցանիշ օգտագործվում է սպառողական գների ինդեքսը (ՍԳԻ): Այն ներառում է ապրանքների և ծառայությունների խմբերը, որոնց գները ենթակա են Կենտրոնական բանկի վերահսկողությունից դուրս գործող այնպիսի գործոնների

ազդեցությունը, ինչպիսիք են գների վարչական կարգավորումը, անուղղակի հարկերի ավելացումը, ներմուծվող ապրանքների գների բարձրացումը և այլն: ՍԳԻ-ն հիմնականում չի հաշվարկվում կենտրոնական բանկերի կողմից՝ շահերի բախման դեպքերը բացառելու համար:

Որպես Կենտրոնական բանկի կողմից հաշվարկվող գնաճի տեմպը բնութագրող ցուցանիշ, օգտագործվում է բնականոն գնաճը (ճշգրտված, «զտված» ցուցանիշը): Այս դեպքում որոշ ապրանքների և ծառայությունների անհատական խմբեր դուրս են մնում բնականոն սպառողական գների ինդեքսից, որոնց գները կարգավորվում են կառավարության կողմից կամ ենթակա են զգալի տատանումների՝ անկախ կենտրոնական բանկի գործողություններից⁴⁰: ԿԲ կողմից այս ցուցանիշի ընտրությունը պայմանավորված է նրանով, որ բնականոն գնաճի ցուցանիշն արտահայտում է գների մակարդակի ընդհանուր միտումը երկարաժամկետ հատվածում և իրենից ներկայացնում է գնաճի կայուն բաղադրամասը, որն առավելագույնս զերծ է պատահական գործոնների ազդեցությունից և բնութագրվում է ժամանակի մեջ ցածր տատանողականությամբ⁴¹:

Ցանկացած կանխատեսում կապված է ապագայի անորոշության առկայության հետ և միշտ էլ, որ կանխատեսումը համընկնում է իրադարձությունների իրական զարգացումների հետ: Գնաճի կանխատեսումը որոշիչ դեր է խաղում դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի աշխատանքի համար: Այնուհանդերձ, այս կանխատեսումը ոչ միշտ է կատարյալ, նույնիսկ կայուն տնտեսությունն ունեցող երկրներում, քանի որ փոխանցումային մեխանիզմի ժամանակային լագերը և պիքները ենթակա են մշտական փոփոխությունների, ինչն, անշուշտ, ազդում է կանխատեսման որակի վրա: Կանխատեսումների ճշգրտությանը նույնպես խոչընդոտում է այն գործոնների առկայությունը, որոնք դժվար է կանխատեսել, սակայն զգալի ազդեցություն ունեն տնտեսության գների մակարդակի վրա:

⁴⁰ Բնականոն գնաճի հաշվարկման մեթոդաբանությունը մանրամասն ներկայացված է https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/Core%20inflation.pdf հղմամբ:

⁴¹ Նույն տեղում, էջ 1

Ներկայացնենք գնաճի նպատակադրման ռազմավարության վերաբերյալ տնտեսագիտական հանրույթում առկա կողմ և դեմ տեսակետները:

Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ակնհայտ առավելություններից մեկն այն է, որ գնաճի նպատակադրումը շրջանցում է փողի պահանջարկի անկայունության խնդիրը:

Գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը բնութագրվում է դրամավարկային քաղաքականության իրականացման բացոլյալ՝ շնորհիվ հասարակությանը հիմնական որոշումների ընդունման վերաբերյալ տեղեկացնելու՝ ինչն իր հերթին բարձրացնում է կենտրոնական բանկերի հաշվետվողականությունը⁴²:

Բեն Բերնանկեն և Ֆրեդերիկ Միշկինն իրենց «Գնաճի նպատակադրում. դրամավարկային քաղաքականության նոր հայեցակարգ»⁴³ աշխատության մեջ որպես գնաճի նպատակադրման առավելություններ նշում են թափանցիկությունն ու քաղաքականության համաձայնեցվածությունը, որտեղ կարող է տեղ գտնել բավական ճկուն՝ նույնիսկ հայեցողական դրամավարկային քաղաքականության գործողություններ:

Արմինիո Ֆրագան, Իլան Գոլդֆայնը և Անդրե Մինելան գնաճի նպատակադրման առավելություններից կարևորում են դրամավարկային քաղաքականության հստակ թիրախի սահմանումը⁴⁴:

Գիլ Յեմոնդը գնաճի նպատակադրման առավելություններից առանձնացնում է դրամավարկային քաղաքականության որոշումների և գնաճի թիրախային ցուցանիշի միջև առկա հստակ կապը⁴⁵:

Նիկոլետա Բատինին և Դուգլաս Լաքստոնը որպես գնաճի նպատակադրման առավելություններ առանձնացնում են⁴⁶.

⁴² Толстолесова Л.А. “Инфляционное таргетирование: преимущества и ограничения использования” Международный научно-исследовательский журнал, No 11(42), Часть 1, Декабрь 2015, стр. 117

⁴³ Bernanke B. and Mishkin F., “Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?”, American Economic Association, The Journal of Economic Perspectives, Vol. 11, No. 2 (Spring, 1997), p. 98

⁴⁴ Fraga A., Goldfajn I., Minella A., “Inflation targeting in emerging market economies”, October 2003, p. 43

⁴⁵ Hammond G., “State of the Art of Inflation Targeting,” Centre for Central Banking Studies Handbook—No. 29, (London: Bank of England), 2011, p. 17

⁴⁶ Batini N., Laxton D., “Under what conditions can inflation targeting be adopted? The experience of emerging markets”, Central bank of Chile, Working papers, No 406, 2006, pp. 4-5

- գնաճի նպատակադրումը կարող է օգնել բարձրացնել կենտրոնական բանկի նկատմամբ վստահությունը և խարսխել գնաճային սպասումները ավելի հեշտևարագ,
- գնաճի նպատակադրումը ապահովում է առավել ճկունություն,
- գնաճի նպատակադրումն ժամանակ դրամավարկային քաղաքականության ձևափոխումների հետևանքով առաջացած ծախսերը ավելի ցածր կլինեն:

Ֆրեդերիկ Միշկինը և Ապոստոլոս Սեռլետիսը իրենց «Փողի, բանկային գործի և ֆինանսական շուկաների տնտեսագիտություն» աշխատության մեջ ներայացնում են գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանը դեմ արտահայտվողների կողմից ներկայացվող չորս թերությունները⁴⁷.

- գնաճի թիրախն ունակ չէ ուղարկել արագ արձագանք հասարակությանը և շուկաներին դրամավարկային քաղաքականության դիրքորոշման վերաբերյալ,
- գնաճի նպատակադրումը քաղաքականություն մշակողների համար սահմանում է կոշտ կանոններ և սահմանափակումներ՝ անսպասելի իրավիճակներում արձագանքելու տեսանկյունից,
- միակ ուշադրությունը հատկացնելով գնաճին՝ ունենում ենք շատ կոշտ դրամավարկային քաղաքականություն այն դեպքերի համար, երբ գնաճը թիրախից բարձր է՝ առաջացնելով թողարկման մեծ տատանումներ,
- ցածր տնտեսական աճ և զբաղվածության աճ:

Միշկինը գնաճի նպակադրման թերություններին անդրադառնում է նաև իր՝ «Գնաճի նպատակադրում» հետազոտության մեջ⁴⁸.

- Գնաճի նպատակադրումը կարող է թուլացնել կենտրոնական բանկի հաշվետվողականությունը, քանի որ գնաճը դժվար է կառավարել և երկար լագեր գոյություն ունեն դրամավարկային քաղաքականության գործիքների և գնաճի

⁴⁷ Mishkin F., Serletis A., "The economics of money, banking and financial markets", 4th Canadian edition, 2011, p. 470

⁴⁸ Mishkin F., "Inflation targeting", National Bureau of Economic Research, 2001, p. 3

վերջնական արդյունքի միջև՝ հատկապես զարգացող երկրներում,

- գնաճի նպատակադրումը չի կարող կանխել հարկաբյուջե տային գերակայությունը
- գնաճի նպատակադրման համար անհրաժեշտ փոխարժեքի ճկունությունը կարող է առաջացնել ֆինանսական անկայունություն՝ հատկապես զարգացող երկրներում:

Գնաճի նպատակադրման առավելություններն ու թերությունները համակարգված կերպով ներկայացրել ենք աղյուսակ 1.2.1-ում:

Աղյուսակ 1.2.1 Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության առավելություններն ու թերությունները⁴⁹

<p>Առավելություններ</p>	<ul style="list-style-type: none"> • փողի պահանջարկի անկայունություն խնդրի շրջանցում, • գնաճի տատանողականության նվազում, • կենտրոնական բանկի թափանցիկության և հաշվետվողականության բարձրացում, • տնտեսությունում գնաճի վերաբերյալ անորոշությունների նվազեցում, • կենտրոնական բանկի նկատմամբ վստահության բարձրացում և գնաճային սպասումների խարսխում, • կենտրոնական բանկի անկախության ամրապնդում՝ հստակ կողմնորոշելով մեկ նպատակի իրականացմանը,
--------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

⁴⁹ Կազմվել է հեղինակի կողմից:

	<ul style="list-style-type: none"> • գնաճի բարձր տեմպերի և գնաճային սպասումների բավականին արագ արձագանքում և նվազեցում, • դրամավարկային քաղաքականության հստակ թիրախի սահմանում:
Թերություններ	<ul style="list-style-type: none"> • Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության վրա ազդող գործոնների գնահատման բարդություններ, • ցածր տնտեսական աճ և ցածր զբաղվածության աճ, • կենտրոնական բանկի հաշվետվողականության թուլացում՝ կապված գնաճի դժվար կառավարելիությամբ և դրամավարկային քաղաքականության գործիքների ու գնաճի վերջնական արդյունքի մրջևառկա երկար լագերով (հատկապես զարգացող երկրներում), • հարկաբյուջե տային գերակայության կանխումը չկարողանալը, • Ֆինանսական անկայունության առաջացում (հատկապես զարգացող երկրներում)՝ կապված գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ժամանակ առկա փոխարժեքի ճկունությամբ, • գնաճի նպատակադրման ռազմավարության վերլուծական տվյալների հավաքագրման և կանխատեսման բարդություններ:

Ավելացնենք գնաճի նպատակադրման ռազմավարության մի դրական կողմ ևս: Գնաճի կարգավորումը գրեթե բոլոր երկրների կենտրոնական բանկերի հիմնական նպատակն է: Վերջինիս հասնելու ամենանպատակահարմար ճանապարհը, մեր կարծիքով, գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունն է, քանի որ միայն այս ռազմավարության ժամանակ է կենտրոնական բանկը որպես նպատակ սահմանում հենց գնաճը:

Մեր կարծիքով գնաճի նպատակադրման ռազմավարության կողմ արտահայտվողների տեսակետներն առավել հիմնավոր և ծանրակշիռ են, քան դեմ արտահայտվողներինը: Այսպիսով՝ գալիս ենք այն

եզրահանգման, որ գնահի նպատակադրման ռազմավարությունը գնահը թիրախին մոտպահելու և ավագույն ռազմավարությունն է:

Գնահի և երկարաժամկետ կայուն տնտեսական աճի միջև կապը դիտարկենք օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների (ՕՌՆ) ներգրավման տեսանկյունից: ՕՌՆ-երը երկրի մակրոտնտեսական վիճակի կարևորագույն ազդակներից և երկարաժամկետ կայուն տնտեսական աճի գլխավոր նախադրյալներից են, քանի որ նրանք ավելացնում են երկրի տնտեսական աճի ներուժը: Արժույթի միջազգային հիմնադրամի երկու հետազոտողներ՝ Բոյլո Լոկոն և Մեյմ Աստոու Դիոլֆը⁵⁰ իրենց ուսումնասիրության մեջ հիմնվորել են, որ գնահի ցածր մակարդակը նպաստում է ավելի շատ ՕՌՆ-երի ներգրավմանը:

Բորնսթայնը, Գրեգորիոն և Լին⁵¹ ուսումնասիրել են օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ազդեցությունը տնտեսական աճի վրա՝ օգտագործելով զարգացած երկրներից դեպի 69 զարգացող երկրներ ուղղված ՕՌՆ-երը 1970-1989թթ.-ին: Նրանց հետազոտությունը ցույց է տվել, որ ՕՌՆ-երը տեխնոլոգիաների փոխանցման կարևոր միջոց են և հարաբերականորեն ավելի շատ են նպաստում տնտեսական աճին, քան ներքին ներդրումները: Այնուամենայնիվ, ՕՌՆ-երը ունենում են բարձր արդյունավետություն, այն երկրներում, որոնք ունեն մարդկային կապիտալի նվազագույն շեմ: ՕՌՆ-երը նպաստում են տնտեսական աճին այն դեպքում, երբ ընդունող տնտեսությունն օժտված է բարձր տեխնոլոգիաները կլանելու կարողությամբ:

Ամփոփելով կարող ենք նշել, որ կայուն տնտեսական աճի ապահովման համար չափազանց կարևոր նախադրյալ է կայուն մակրոտնտեսական միջավայրի առկայությունը: Գների կայունության ապահովումն իր հերթին մակրոտնտեսական կայունության ապահովման կարևորագույն տարրերից է, ինչը հատկապես շատ է կարևորվում օտարերկրյա ներդրողների կողմից: Մակրոտնտեսական կայունությանը նպաստում է ՕՌՆ-երի

⁵⁰ Loko B. and Diouf M., "Revisiting the Determinants of Productivity Growth: What's New?", IMF working paper, October 2009, p. 5

⁵¹ Borensztein E., De Gregorio J., Lee J., "How does foreign direct investment affect economic growth?", Journal of International Economics 45 (1998), p.115

ներգրավմանը: Բազմաթիվ հեղինակների կողմից կատարված հետազոտությունները, ինչպես նաև մեր եզրահանգումները փաստում են այն մասին, որ գների կայունությունը լավագույնս ապահովվում է գնաճի նպատակադրման ռազմավարության միջոցով:

ԳԼՈՒԽ 2. ԳՆԱՃԻ ՆՊԱՏԱԿԱԴՐՄԱՆ ՈԱԶՄԱԿԱՐՈՒ ԹՅԱՆ ԵՎ ԵՐԿԱՐԱԺԱՄԿԵՏ ԿԱՅՈՒՆ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ԱՃԻ ԿԱՊԸ

2.1 Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության կիրառման միջազգային փորձը

20-րդ դարի վերջին քառորդում համաշխարհային տնտեսության զարգացումները ցույց են տալիս, որ ցածր և կայուն գնաճը շուկայական տնտեսության պայմաններում տնտեսական աճի ապահովման կարևոր նախադրյալ է: Ընդ որում, այն որ գների կայունությունը պետք է լինի դրամավարկային քաղաքականության գլխավոր նպատակը, բացահայտ կամ ոչ բացահայտ ընդունում են

տնտեսական քաղաքականություն մշակող բոլոր մարմինները⁵²: Իսկ այդ նպատակին հասնելու ուղիների, դրան համապատասխան անվանական խարսխի ընդունման և ռազմավարության ընտրության վերաբերյալ մոտեցումները տարբեր են և կախված են երկրի առանձնահատկություններից⁵³:

Գնաճի նպատակադրման արդյունավետությունը պայմանավորված է այն գործիքակազմի ընտրությունից, ինչով իրականացվում է գնաճի կառավարում երկարաժամկետում կայուն տնտեսական աճի և զարգացման ապահովման համատեքստում:

Տարբեր երկրներ տարբեր տարիների են անցել գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանը: Այսպես, առաջինը գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանը անցել է Նոր Չեչանդիան՝ 1990թ.-ին⁵⁴:

Ինչպես այլ երկրներին, այնպես էլ Նոր Չեչանդիային մինչ գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանն անցումը, 1970-1980թթ. բնորոշ է եղել գնաճի բարձր մակարդակ. 1987 թվականի երկրորդ եռամսյակում գնաճը հասել է մինչև 18.9%⁵⁵: Գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանն անցնելու հենց առաջին տարվա (1990թ.) չորրորդ եռամսյակում՝ Նոր Չեչանդիայում գնաճը գահավիժեց և կազմեց 4.9%⁵⁶:

Նոր Չեչանդիայում գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանն անցումը կարելի է համակարգված ներկայացնել հետևյալ քայլերով՝

- սահմանվել են դրամավարկային քաղաքականության հիմնական նպատակները, որոնց ինդիքը գնաճի կառավարումն ու վերահսկումն է,
- հաստատվել է Կենտրոնական բանկի անկախությունը,
- ընդլայնվել է Կենտրոնական բանկի պատասխանատվությունը՝ ի նպաստ գնաճի կառավարման:

⁵² «Չայաստանի Չանրապետության կենտրոնական բանկի կողմից գնաճի նպատակադրման ռազմավարության հիմնավորում» փաստաթուղթ, էջ 1

⁵³ Նոյն տեղում, էջ 1

⁵⁴ McDermott J., Williams R., "Inflation targeting in New Zealand: an experience in evolution", A speech delivered to the Reserve Bank of Australia conference on central bank frameworks, in Sydney, 12 April 2018, p. 7

⁵⁵ <https://countryeconomy.com/countries-cpi/new-zealand?sector=CPI+%28overall+index%29&sc=IPC-IG>

⁵⁶ Նոյն տեղում

Նոր Չեչանդիայի՝ գնաճի նպատակադրման ռազմավարության անցնելու և գնաճը մեղմելու հաջողված փորձը նաև կիրառվել է այլ երկրներում: 1990-ականների սկզբներին այս ռազմավարությունը որդեգրեցին Չիլի (1990թ. Սեպտեմբեր), Կանադան (1991թ. փետրվար), Իսրայելը (1992թ. հունվար) Մեծ Բրիտանիան (1992թ. հոկտեմբեր), Շվեդիան (1993թ. հունվար), Ավստրիան (1993թ. ապրիլ)⁵⁷:

Անցումային տնտեսությունն ունեցող առաջին երկիրը, որը գործնականում կիրառել է գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը, Չեխիան է (1998թ. հունվար), իսկ զարգացող երկրներից առաջինը՝ Բրազիլիան (1999թ. հունիս)⁵⁸:

Ըստ Արժույթի միջազգային հիմնադրամի՝ ներկայումս գնաճի նպատակադրման ռազմավարության անցում են կատարել 40 երկրներ, որոնք են՝ Ալբանիա, Արգենտինա, Հայաստան, Բրազիլիա, Կոլումբիա, Վրաստան, Գանա, Գվատեմալա, Հունգարիա, Իսլանդիա, Հնդկաստան, Ինդոնեզիա, Իսրայել, Ղազախստան, Կորեա, Մոլդովա, Նոր Չեչանդիա, Պարագվայ, Պերու, Ֆիլիպիններ, Ռումինիա, Հարավային Աֆրիկա, Թաիլանդ, Թուրքիա, Ուգանդա, Ուկրաինա, Ուրուգվայ, Ավստրալիա, Կանադա, Չիլի, Ճապոնիա, Մեքսիկա, Նորվեգիա, Լեհաստան, Ռուսաստան, Շվեդիա, Միացյալ Թագավորություն, Դոմինիկյան Հանրապետություն, Չեխիա, Սերբիա⁵⁹:

ԵԱՏՄ անդամ երկրներում հատկանշական են գնաճի նպատակադրման ռազմավարության անցման առանձնահատկությունները, որոնք պայմանավորված են եղել կոնկրետ երկրի տնտեսական իրավիճակից, սեզոնային, հանքահումքային ապրանքների գների տատանումներից և տնտեսվարող սուբյեկտների գնաճի սպասումներից:

Համեմատական վերլուծությունն իրականացնելու նպատակով ընտրվել են ԵԱՏՄ անդամ հանդիսացող ՌԴ-ն և Ղազախստանը, որտեղ գնաճի նպատակադրմանը անցում է կատարվել համապատասխանաբար 2014թ. վերջին⁶⁰ և 2015թ.-ի կեսին⁶¹: ճիշտ է, համեմատելու

⁵⁷ Pétursson G., “Inflation targeting and its effects on macroeconomic performance”, SUERF – The European Money and Finance Forum, Vienna 2005, p. 14

⁵⁸ Նոլլ և տեղում, էջ 14

⁵⁹ IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2017, pp. 5-8

⁶⁰ Козырь Н., Абречь З., “Инфляционное таргетирование в российской федерации: предпосылки применения и перспективы стабилизации экономики”, Финансы и кредит 7 (2016), с. 53

տեսանկյունից առկա է խնդիր, քանի որ ՀՀ-ն գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունն իրականացնում է 2006 թվականից, սակայն կարծում ենք այդ երկրներում նույնպես գնաճի նպատակադրմանն անցումը ապահովել է դրական արդյունքներ:

Այսպես, ՀՀ-ում գնաճի ամենաբարձր ցուցանիշն արձանագրվել է 2008թ թվականին, որը համընկել է համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի հետևանքների՝ ՀՀ տնտեսությունում դրսևորվելու սկզբնական փուլի հետ: Նույն տարում գնաճի ցուցանիշը կանխատեսվող 5.8%-ի փոխարեն փաստացի կազմել է 9%՝ թիրախավորված գնաճի վերին սահմանը գերազանցելով 3.5 տոկոսային կետով: **(Աղյուսակ 2.1.1):**

Աղյուսակ 2.1.1 2000-2017թթ. տարեկան գնաճը ՀՀ-ում, (%)⁶²

Ժամանակաշրջան	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Կանխատեսվող	-	-	3	3	3	3	3	4.2	5.8
Փաստացի	-0.8	3.1	1.1	4.7	7.0	0.6	2.8	4.4	9.0
2009-2017թթ.									
Ժամանակաշրջան	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Կանխատեսվող	3.5	3.9	4	3.4	4	5.1	4.4	2.3	-0.5
Փաստացի	3.4	8.2	7.7	2.6	5.8	3.0	3.7	-1.4	1.0

Ինչպես ցույց են տալիս **աղյուսակ 2.1.2**-ի տվյալները մինչ գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանն անցնելը ՌԴ-ում մշտապես եղել է բարձր գնաճ: Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ընդունումը համընկավ Ռուսաստանի դեմ ուղղված տնտեսական և քաղաքական պատժամիջոցների հետ: Այդ է պատճառը, որ 2015թ.-ին գնաճի փաստացի մակարդակը գերազանցեց կանխատեսվող մակարդակին ավելի, քան 3 անգամ:

Աղյուսակ 2.1.2 2000-2017թթ տարեկան գնաճը Ռուսաստանում, (%)⁶³

Ժամանակաշրջան	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Կանխատեսվող	18	12-14	12-14	10-12	8-10	6.5-8.5	5.5-7.5	8.5	6-7
Փաստացի	20.8	18.6	15.1	12	11.7	12.7	9.7	9	14.1
2009-2017թթ.									
Ժամանակաշրջան	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017

⁶¹ <https://informburo.kz/cards/chto-takoe-inflyacionnoe-targetirovanie-i-kak-ono-vliyaet-na-kurs-tenge.html>

⁶² ՀՀ ԿԲ Դրամավարկային քաղաքականության ծրագիր (Գնաճի հաշվետվություններ)՝ 2002-2018թթ.

⁶³ ЦБ РФ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики 2000-2018гг., Федеральная служба государственной статистики, Российский статистический ежегодник.

ն									
Կանխատեսվող	5.5-6.5	5-6	5-6.8	5-7	5-6	5	4,5	4	4
Փաստացի	11.7	6.9	8.4	5.1	6.8	7.8	15.5	7.1	2.5

2017թ.-ին, սակայն, ՌԴ-ում փաստացի գնաճն արդեն կազմել է 2.5 %՝ կանխատեսվող 4%-ի փոխարեն: Ինչպես տեսնում ենք գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունն իր դրական ազդեցությունն ունեցել է գնաճի փաստացի մակարդակի և գնաճային սպասումների խարխաման վրա:

Ղազախստանի Կենտրոնական բանկն անցում է կատարել գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանը 2015 թվականին և, ըստ **ԱՆՅ ՈԼՍԱԿ 2.1.3**-ի տվյալների, նույն ժամանակահատվածում փաստացի գնաճն ամենաբարձրն է եղել՝ 13,6 տոկոս՝ կանխատեսվող գնաճի՝ 6-8%-ի փոխարեն: 2016-2017թթ. Ղազախստանում փաստացի գնաճը կազմել է միջինը 7.8%՝ 2015 թվականի՝ 13.6%-ի փոխարեն՝ շնորհիվ գնաճի նպատակադրման ռազմավարության անցման:

ԱՆՅ ՈԼՍԱԿ 2.1.3 2000-2017թթ տարեկան գնաճը Ղազախստանում⁶⁴

Ժամանակաշրջան	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Կանխատեսվող	-	-	-	-	5-7	5.2-6.9	6.9-8.5	6.9-8.5	6.9-8.5
Փաստացի	9.8	6.4	6.6	6.8	6.7	7.5	8.4	18.8	9.5

(Շարունակություն)

	2009-2017թթ.								
Ժամանակաշրջան	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Կանխատեսվող	7.9-9.9	6-8	6-8	6-8	6-8	6-8	6-8	6-8	6-8
Փաստացի	6.2	7.8	7.4	6	4.8	7.4	13.6	8.5	7.1

Կան բազմաթիվ էմփիրիկ հետազոտություններ, որոնց արդյունքները փաստում են դրամավարկային քաղաքականության՝ կայուն տնտեսական աճի վրա անմիջական ազդեցություն ունենալը⁶⁵: Հետազոտությունների գերակշիռ մասը բացահայտում է գնաճի նպատակադրման ռազմավարության և տնտեսական աճի միջև

⁶⁴ НБ Казахстана, государственная денежно-кредитной политика, Обзор инфляции 2000-2018гг., Министерство национальной экономики РК комитет по статистике, Динамика основных социально-экономических показателей, Основные социально-экономические показатели Республики Казахстан

⁶⁵ Smith C., "The long-run effects of monetary policy on output growth", Reserve Bank of New Zealand: Bulletin, Vol. 67, No. 3, pp. 6-18, Twinoburyo E., Odhiambo N., "Monetary Policy and Economic Growth: A Review of International Literature", Journal of Central Banking Theory and Practice, 2018, 2, pp. 123-137

առկա դրական կախվածությունը⁶⁶: Այն հիմնավորվում է նրանով, որ գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը նվազեցնում է գնաճի սպասումները, մակարդակը և փոփոխվելու հավանականությունը: Գների կայունությունն իր հերթին բերում է իրական տոկոսադրույքի և անորոշության ընդհանուր մակարդակի նվազմանը: Այս երկու գործոնները դրական ազդեցություն են ունենում իրական ներդրումների դինամիկայի վրա և, ի վերջո, հանգեցնում են ներուժային ՅՆԱ-ի ավելացմանը:

Ուսումնասիրենք Բրազիլիայի փորձը: Այն հատկապես հետաքրքրական է այն առումով, որ այնտեղ գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունն անցնելու հենց առաջին տարիներին Կենտրոնական բանկը բախվեց բազմաթիվ մարտահրավերների: Մասնավորապես կարգավորվող գների աճը և փոխանակային կուրսի արժեզրկումն առաջացրեցին մեծ գնաճային ճնշումներ՝ դժվարացնելով կենտրոնական բանկի խնդրի կատարումը: Բրազիլիայի կենտրոնական բանկի մի խումբ աշխատակիցներ իրենց վերլուծությունում⁶⁷ նշում են, որ հենց գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանն անցման շնորհիվ նրանք հաղթահարեցին այս բոլոր մարտահրավերները: Ըստ նրանց գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը շատ կարևոր դեր է խաղացել մակրոտնտեսական կայունության ապահովման հարցում: Նրանք գալիս են այն եզրահանգման, որ գնաճի թիրախները մեծ դեր են ունեցել գնաճային սպասումների ձևավորման և շուկայի մասնակիցների գնաճային սպասումների կառավարման հարցում: Այդ ժամանակահատվածում Բրազիլիայի Կենտրոնական բանկը արագորեն արձագանքել է գնաճային սպասումներին՝ ինչի շնորհիվ գնաճի մակարդակի, գնաճի և տնտեսական աճի տատանողականության մակարդակները նվազել են: Բրազիլիայի Կենտրոնական բանկն այս

⁶⁶ Ayres K., Belasen A.R., Kutun A.M. “Does inflation targeting lower inflation and spur growth?” Journal of Policy Modeling, 2014, vol. 2, no. 36, pp. 373–388

Картаев Ф. С. “Оценка влияния монетарной политики на экономический рост для различных групп стран”, Финансы: теория и практика. 2018. Т. 22. № 1. С. 50–63,

Cecchetti S. and Ehrmann M. (1999): “Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers’ Preferences and Outcomes”. NBER Working Paper no. 7426. Cambridge, Mass., pp. 1-35

⁶⁷ Minella A., Springer de Freitas P., Goldfajn I, Kfoury Muinhos M. “Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges”, Working paper series 53, November 2002, pp. 1-47

մարտահրավերները հաղթահարեց իր բարձր թափանցիկության և հաշվետվողականության շնորհիվ (դրամավարկային քաղաքականության կոմիտեի որոշումների և գնաճի եռամսյակային հաշվետվության հրապարակում):

Ուշագրավ է Ֆ. Կարտաևի՝ կայուն տնտեսական աճի վրա դրամավարկային քաղաքականության տարբեր ռազմավարությունների ազդեցությունը գնահատող հետազոտությունը⁶⁸: Յետազոտությունն իրականացվել է 188 երկրների 1999-2014թթ. տարեկան պանելային տվյալների հիման վրա: Կախյալ փոփոխական է դիտարկվել իրական ՅՆԱ-ն, իսկ անկախ փոփոխականներ են ընտրվել փոխարժեքի, գնաճի, փողի ազրեգատների նպատակադրման ռեժիմները⁶⁹: Բազային ճշգրտամբ փոփոխականները գնահատելու համար կիրառվել է հաստատուն ազդեցությունների մոդելը, որտեղ դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարությունը բնութագրող փոփոխականները ընդգրկված են լազային հավասարման մեջ՝ էնդոգեն ռիսկերը նվազեցնելու համար: Մոդելի տարբեր բնորոշումներում լազերը տատանվել են երեքից հինգ տարի: Մոդելը հնարավորություն է ընձեռել գնահատելու երկարաժամկետ դինամիկ բազմարկիչը: Իրականացված հետազոտությունն ուշագրավ է այն առումով, որ վեկահսկող փոփոխականների վեկտորում ներառվել են բնակչության թվաքանակի լոգարիթմը, ՅՆԱ-ում ներդրումների տեսակարար կշիռը և մարդկային կապիտալը (կրթության ընդգրկման մակարդակը): Երկրների՝ միջազգային առևտրում ներգրավվածությունը հաշվի առնելու համար օգտագործվել է տնտեսության բացության աստիճանը գնահատող արտաքին առևտրաշրջանառություն/ՅՆԱ հարաբերակցության ցուցանիշը:

⁶⁸ Картаев Ф.С. “Влияет ли режим монетарной политики на реальный выпуск?” Вестник Института экономики Российской академии наук, 2017. № 1. С. 81–92.

⁶⁹ Գնահատվել է հետևյալ բնորոշված հավասարումը.

$$\ln GDP_{i,t} = \sum_{j=1}^p \alpha_j ERT_{i,t,j} + \sum_{j=1}^p \beta_j IT_{i,t,j} + \sum_{j=1}^p \gamma_j MT_{i,t,j} + \delta X_{i,t} + \mu_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2.1.1)$$

որտեղ՝ i -ն բնութագրում է երկիրը, t -ն ժամանակահատվածն է, $\ln GDP$ -ն՝ իրական ՅՆԱ-ի լոգարիթմն է, ERT -ն, IT -ն և MT -ն համապատասխանաբար փոխարժեքի, գնաճի, փողի ազրեգատների նպատակադրման ռեժիմների կեղծ փոփոխականներն են, X -ը՝ վերահսկող փոփոխականների վեկտորն է, μ_i -ն՝ ֆիքսված երկրների հետևանքներն են, $\varepsilon_{i,t}$ -ն՝ պատահական սխալներն են:

Մոդել ու մ ներառվել է նաև փոփոխական, որը բնութագրում է երկրի քաղաքական կայունության մակարդակը՝ հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ թողարկման շարժընթացը էականորեն պայմանավորված է երկրի ինստիտուցիոնալ առանձնահատկություններով: Չեն անտեսվել նաև տնտեսության ֆինանսական հատվածի զարգացման մակարդակը բնութագրող ցուցանիշները (մասնավորապես՝ վարկեր/ՅՆԱ, ավանդներ/ՅՆԱ): Մոդելի գնահատման արդյունքներից հեղինակն եզրակացրել է, որ անկախ օգտագործված լազերի քանակից, գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանն անցումն իր կայուն դրական ազդեցությունն է ունենում իրական թողարկման վրա: Ինչպես առանձին փոփոխականների գործակիցները, այնպես էլ դրանց գումարը, որոնք բնութագրում են գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանն անցնելու երկարաժամկետ արդյունքը, դրական են⁷⁰:

Յեղինակին հաջողվել է գնահատել դրամավարկային քաղաքականության տարբեր նպատակային կողմորոշիչների անցման ազդեցության երկարաժամկետ արդյունքները ինչպես բոլոր երկրներում, այնպես էլ զարգացող երկրներում: Գնահատումները փաստել են, որ զարգացող երկրներում գնաճի նպատակադրման ռազմավարության անցման դրական արդյունքը մի փոքր քիչ է երկրների լրիվ ընտրանքի համեմատ:

Ֆ. Կարտաևը երկարաժամկետ տնտեսական աճի խթանման տեսանկյունից օպտիմալ դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարության բացահայտման համար ընդլայնել է հետազոտության շրջանակները⁷¹: Յետազոտությունն իրականացվել է 188 երկրների 1999-2015թթ. տարեկան պանելային տվյալների հիման վրա: Վերլուծությունում ընդգրկված երկրները՝ հաշվի առնելով տարածաշրջանային ընդգծված տարբերությունները, դասակարգվել են հետևյալ խմբերում.

- Եվրոպական երկրներ,
- Ասիական երկրներ,

⁷⁰ Картаев Ф.С. “Влияет ли режим монетарной политики на реальный выпуск?” Вестник Института экономики Российской академии наук, 2017. № 1. С. 87

⁷¹ Картаев Ф. С. “Оценка влияния монетарной политики на экономический рост для различных групп стран”, Финансы: теория и практика. 2018. Т. 22. № 1. С. 50–63.

- Աֆրիկյան երկրներ,
- Յարավային Ամերիկայի երկրներ:

Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ընտրությունն ու ազդեցությունը կայուն տնտեսական աճի վրա դիտարկվել է ոչ թե երկրների աշխարհագրական դիրքը հաշվի առնելով, այլ և նրանով, թե այդ երկրները դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության բարձրացման համար որ ռազմավարությանն են նախապատվություն տվել: Առանձին վերլուծվել են երկրների մի քանի խմբեր, որոնց դասակարգման ժամանակ հաշվի է առնվել էթնիկ լինգվիստիկ բազմազանությունը: Ըստ այդ հայտանիշի՝ առանձնացվել են երկրների երեք խմբեր՝ բազմազանության բարձր, միջին և ցածր մակարդակներով: Յեղիսակի իրականացրած մոդելավորման արդյունքները ներկայացված են հավելված 2-ում: Ստացված բոլոր արդյունքներում գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանն անցնելու դինամիկ բազմարկիչը դրական է և վիճակագրորեն նշանակալի: Յեղիսակն եզրակացրել է, որ գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանն անցնելու հետևանքները դրական են երկրների բոլոր խմբերի համար, անկախ դրանց առանձնահատկություններից: Սակայն, դրամավարկային քաղաքականության այլ ընտրանքային թիրախների օգտագործումը թույլ չի տալիս նույն կայուն դրական ազդեցությունն ունենալ իրական ՅՆԱ-ի երկարաժամկետ դինամիկայի վրա:

«Եվրոպա», «Ասիա», «Յարավային Ամերիկա» և «Աֆրիկա» ընտրանքների համար համապատասխան երկարաժամկետ բազմարկիչները զրոյից վիճակագրորեն աննշան են տարբերվում: Յատկանշական է այն, որ անցումային տնտեսություններում, օրինակ, փոխարժեքի կամ փողի ագրեգատների օգտագործումը թիրախային կետ է, և նշանակալի դրական ազդեցություն ունի ՅՆԱ-ի վրա: Յետևաբար՝ անցումային տնտեսություններում անվանական խարսխի օգտին հայեցողական քաղաքականության մերժումը հնարավոր է դարձնում գնաճային սպասումների նվազեցումը՝ ապահովելով գների կայունությունը, ինչը նպաստում է ներդրումների աճին և, ի վերջո, խթանում տնտեսական աճը: Այսպիսով, այդ երկրների համար գնաճի նպատակադրումը

դրամավարկային քաղաքականության նախընտրելի տարբերակն է, քանի որ այս ռազմավարության կիրառման դեպքում երկարաժամկետ դինամիկ բազմարկիչը ոչ միայն դրական է, այլև՝ բացարձակ արժեքով ամենամեծը:

Տնտեսական զարգացումներն առավել խորքային դրսևորումներ ունեցան, քանի որ դրամավարկային քաղաքականությունն իրականացնող մարմինը լիովին անկախ չէր, ինչն էլ, իր հերթին հանգեցրեց վերջինիս հանդեպ ստահության մակարդակի անկման:

Այսպիսով, դրամավարկային քաղաքականության տարբեր անվանական խարիսխների ընտրությունն իր հետևանքներն է ունենում տվյալ երկրի կայուն տնտեսական աճի ապահովման գործում: Կենտրոնական բանկի կողմից այս կամ այն նպատակին նախապատվություն տալը կախված է նրանից, թե տնտեսության զարգացման հեռանկարում ո՞ր մարտահրավերներն են գերակա և ի՞նչ ժամանակահատվածում:

Փաստորեն, տարբեր չափանիշների հիման վրա առանձնացված երկրների խմբերում ստացվել է կայուն արդյունք: Այն հաստատում է վաղ ուսումնասիրությունների եզրակացությունները, որոնք ստացվել են ավելի փոքր ընտրանքի վերլուծության արդյունքում: Երկարաժամկետ հեռանկարում անցումը գնաճի նպատակադրման, դրականորեն է ազդում իրական ՀՆԱ-ի շարժընթացի վրա: Հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ ստացված գնահատականները հաշվարկվել են որպես 3-5 տարի կուտակված դինամիկ բազմարկիչներ, հետազոտության⁷² արդյունքները կարելի է մեկնաբանել որպես հասցեագրված դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարության իրականացման երկարաժամկետ արդյունք:

Պետք է նշել, որ այլ ընտրանքային թիրախները (փողի ազրեգատների նպատակադրումը կամ \$իքսված փոխարժեքի նպատակադրումը), ի տարբերություն հայեցողական դրամավարկային քաղաքականության, ապահովում են ՀՆԱ-ի զգալի աճ միայն մի քանի երկրների խմբերի համար (բոլոր այն երկրների

⁷² Картаев Ф. С. “Оценка влияния монетарной политики на экономический рост для различных групп стран”, Финансы: теория и практика. 2018. Т. 22. № 1. С. 50–63.

տնտեսությունների և անցումային տնտեսությամբ երկրների համար, որոնք բնութագրվում են բազմազանության բարձր մակարդակով): Սակայն, միևնույն ժամանակ գնահատման այս ցուցանիշը գնաճի թիրախավորման համեմատ դեռևս մնում է ցածր: Դեռևս բազմաթիվ երկրներում փոխարժեքի և փողի արգելափակումների նպատակադրման ռազմավարությունների կիրառումը բացատրվում է այդ ռազմավարությունների իրականացման համեմատական տեխնիկական պարզությամբ, գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանն անցնելու համար ֆինանսական շուկաների զարգացման անբավարար մակարդակով: Հետևաբար, ֆինանսական շուկաների զարգացումը և դրամավարկային քաղաքականության գործիքների բարելավումը նույնպես նպատակահարմար է այնպիսի տնտեսությունների համար, որոնք նախադրյալներ կարող են ստեղծել մաքուր կամ խառը գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանն անցնելու համար:

Այսպիսով՝ գնաճի նպատակադրման միջազգային փորձի ուսու մնասիրությունը ցույց է տալիս, որ զարգացած, անցումային տնտեսությամբ և զարգացող երկրներում գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանն անցումը տվել է իր դրական արդյունքները, որոնցից հարկ է առանձնացնել գնաճի մակարդակի, գնաճի և տնտեսական աճի տատանողականության նվազումն ու գնաճային սպասումների խարսխումը նպատակային ցուցանիշի շուրջ: Մեզ դեռևս հայտնի չէ որևէ երկիր, որն, ընդունելով գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը, հետագայում այն փոխել է: Եհիշտ է, Ֆինլանդիան, Սլովակիան և Իսպանիան մտնելով եվրոգոտի հրաժարվել են գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունից, սակայն դա պարտադրված է եղել ինտեգրացիոն կառույցի մեջ մտնելու փաստով և պայամանվորված չէ գնաճի նպատակադրման ռազմավարության թերություններով

**2.2 Տնտեսական աճի վրագնահի նպատակադրման
ռազմավարության ուղղակի և անուղղակի ազդեցությունների
Էմպիրիկ հետազոտությունների վերլուծությունը**

Գնահի և դրա վրա ազդող գործոնների, գնահի նպատակադրման ռազմավարության, դրա համար անհրաժեշտ նախադրյալների, ցածր և կայուն գնահի և տնտեսական աճի վերաբերյալ ակադեմիական աշխարհում իրականացվել են բազմաթիվ հետազոտություններ⁷³: Պետք է նկատել, որ այդ ուսումնասիրությունների շրջանակը բավականին լայն է, ինչը ներառում է գնահի նպատակադրման ռազմավարության ներքո ինչպես մակրոտնտեսական հիմնական ցուցանիշների տատանողականությունն ու դրանց միջին մակարդակների վերլուծությունը, այնպես էլ այդ ցուցանիշների վրա գնահի նպատակադրման ռազմավարության ուղղակի և անուղղակի ազդեցությունները, մասնավորապես՝ ինչպես է ազդում գնահի նպատակադրման ռազմավարությունը օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ներգրավման վրա զարգացող երկրներում⁷⁴: Մեր կարծիքով, գնահի նպատակադրման ռազմավարության և երկարաժամկետ կայուն տնտեսական աճի կապը պետք է ուսումնասիրել հետևյալ խողովակներով՝

- մի կողմից գնահի նպատակադրման ռազմավարության ընդդիմադիրները նշում են, որ գնահի թիրախավորող կենտրոնական բանկը, այլ հավասար պայմաններում, պետք է շատ ավելի մեծ ուղղորդություն դարձնի գնահին (հատկապես բնականոն գնահին), և հետևաբար, շատ ավելի խիստ արձագանքի՝ թիրախից փաստացի գնահի շեղումներին, ինչը շատ դեպքերում կարող է առաջացնել

⁷³ Laxton D. and Freedman C. “IT Framework Design Parameters”, International Monetary Fund WP/09/87, pp. 1-16,

“Why inflation targeting?”, International Monetary Fund WP/09/06, 2009, pp. 1-25

Clarida R., Gali J., Gertler M., “The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective”, Journal of Economic Literature, 1999, pp. 1661-1707

Fraga A., Goldfajn I., and Minella A. “Inflation Targeting in Emerging Market Economies,” NBER Working Paper, No. 10019, 2003, pp. 1-50

Levin A., Natalucci F., and Piger J., “The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting,” Federal Reserve Bank of St Louis Review, 2004, pp. 51-80

⁷⁴ Tapsoba R., “Does Inflation Targeting Matter for Attracting Foreign Direct Investment into Developing Countries?”, CERDI, Etudes et Documents, E 2012. 03., pp. 1-27

թողարկման կարճաժամկետ կրճատման (գնաճ – տնտեսական աճ երկընտրանք),

- մյուս կողմից, գնաճի թիրախավորումը, հաշվի առնելով նաև նախորդ կետում նշված հանգամանքը, ինչպես նաև բազմաթիվ գործնական վերլուծությունների արդյունքները⁷⁵, ենթադրում է գնաճի ավելի ցածր տատանողականություն և ավելի խարսխված երկարաժամկետ գնաճային սպասումներ, ինչը էականորեն հեշտացնում և «էժանացնում» է երկարաժամկետ պլանավորումը (բարձրացնում է կանխատեսելիությունը), այդպիսով տնտեսությունն ավելի գրավիչ դարձնելով ներդրումների համար, հետևաբար երկարաժամկետում բարձրացնելով տնտեսական աճը (ներուժային ՅՆԱ-ի աճ): Գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը, իհարկե, ենթադրում է նաև դրամավարկային քաղաքականության իրականացում՝ որոշակի նախապես հայտարարված կանոնների միջոցով, որը նույնպես նվազեցնում է ապագա անորոշությունները և ԿԲ քաղաքականությունը տնտեսական գործակալների համար ավելի կանխատեսելի է դառնում այս դեպքում:

Ամփոփելով, վերը նշվածը, կարող ենք ասել, որ ընդհանուր առմամբ գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը կարճաժամկետում և երկարաժամկետում կարող է ունենալ տարբեր ազդեցություններ:

Յետազոտության այս հատվածում կուսումնասիրենք գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ազդեցությունը տնտեսության վրա՝ շեշտը դնելով տնտեսական աճի վրա դրա ազդեցության վերլուծությանը և նաև գնահատմանը: Կփորձենք պատասխանել այն կարևորագույն հարցին, թե արդյո՞ք գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ընդունումը, որպես կանոն, նվազեցնելով գնաճի միջին մակարդակը, բացասաբար է ազդում տնտեսական աճի միջին մակարդակի վրա:

⁷⁵ Batini N., Kuttner K., and Laxton D. “Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets?”, WEO., 2005, pp. 161-186

Վերջին երկու-երեք տասնամյակներում, վերը նշված հարցը տնտեսագիտական հանրության կողմից քննարկվող, միգուցե և, ամենահիմնական ուղղություներին մեկնելու և կան բազմաթիվ արժեքավոր ուսումնասիրություններ այս թեմայով⁷⁶: Իհարկե, կատարված էմպիրիկ հետազոտությունների արդյունքները, պայմանավորված՝ ընտրված էկոնոմետրիկ մեթոդաբանությամբ, ընտրանքում ներառված երկրներով (ներառվել են միայն զարգացած կամ զարգացող, թե գնաճ թիրախավորող գրեթե բոլոր երկրները), թվային շարքերի երկարության և իհարկե մինչև հետազոտությունն առկա փաստացի թվային բազայով, հաճախ տարբեր են, սակայն, կարելի է ասել, որ ընդհանուր առմամբ գերակշռում է այն արդյունքը, որ գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը բացասաբար չի անդրադարձնում տնտեսական աճի վրա: Ներկայացնենք, որոշ արժեքավոր հետազոտությունների արդյունքներ:

Արժույթի միջազգային հիմնադրամի հետազոտողներ Ն. Բատտինին, Բ. Քուլթեները և Դ. Լաքստոնը⁷⁷, ուսումնասիրել են գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունն ընդունած զարգացող երկրների արդյունքները (այդ պահի դրությամբ՝ թվով 13, տես նշված հետազոտության աղյուսակ 4.1), համեմատելով դրանք գնաճի ռազմավարությունը չընտրած, բայց զարգացող երկրների արդյունքների հետ (թվով 22 երկիր⁷⁸): Սկզբում ներկայացնենք գնաճ թիրախավորող և չթիրախավորող զարգացող երկրների արդյունքները:

⁷⁶ Laurence B. and Sheridan N. “Does Inflation Targeting Matter?”. IMF Working Paper 03/129, 2003, pp. 1-34,

Cecchetti S. and Ehrmann M., “Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers’ Preferences and Outcomes”. NBER Working Paper no. 7426. Cambridge, Mass., 1999, pp. 1-35,

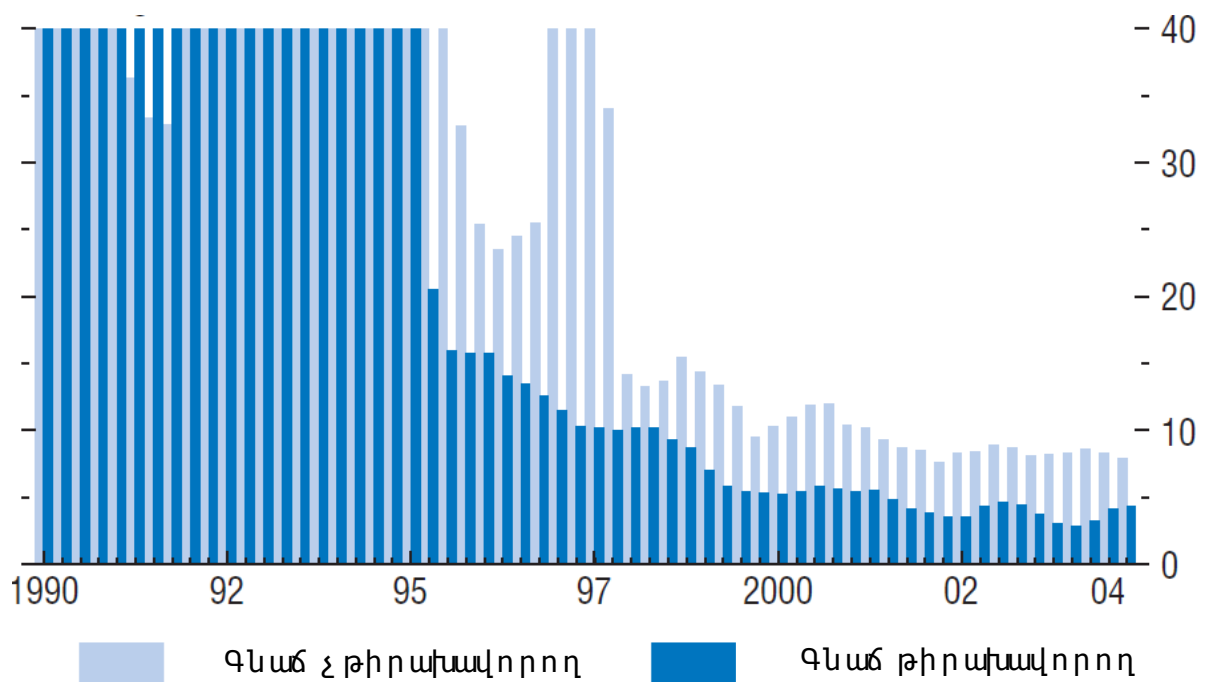
Clifton E., Hyginus L., and Wong C., “Inflation Targeting and the Unemployment-Inflation Tradeoff”. IMF Working Paper 01/166., 2001, pp. 1-42,

Ghosh A. and Phillips S., “Warning: Inflation May Be Harmful to Your Growth”, IMF Staff Papers, Vol. 45, No. 4., 1998, pp. 672-710

Sarel M., “Nonlinear Effects of Inflation on Economic Growth”. Staff Papers, International Monetary Fund, Vol. 43, March 1996, pp. 199–215.

⁷⁷ Batini N., Kuttner K., and Laxton D. “Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets?”, WEO., 2005, pp. 161-186

⁷⁸ Որպես զարգացած երկրներ ընտրվել են JPMorgan EMBI (Emerging Market Bond Index – Չարգացող երկրների արժեթղթերի ինդեքս) Index-ի մեջ ներառված երկրները և ևս 7 այլ երկիր:

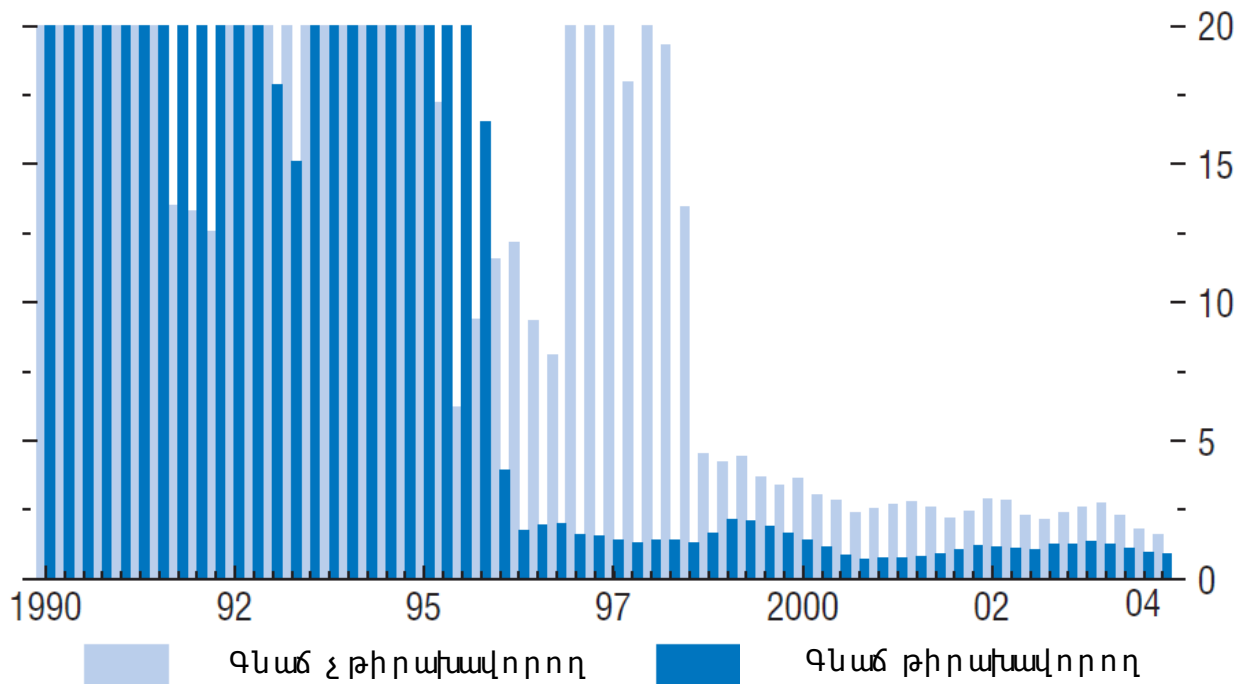


Գծապատկեր 2.2.1: Գնաճի միջին մակարդակները գնաճ թիրափավորող և չթիրափավորող զարգացող երկրներում⁷⁹

Ինչպես տեսնում ենք վերոնշյալ գծապատկերից, 90-ական թվականների սկզբին, գնաճը բավականին և ուրջ հիմնախնդիր է եղել գրեթե բոլոր զարգացող երկրների համար և շատ դեպքերում այս երկրներում միջին գնաճը եղել է 40 և ավելի տոկոս: Տասնամյակի երկրորդ կեսից, նշված երկրները սկսեցին լրջագույն ջանքեր ներդնել գնաճի դեմ պայքարում և այս ժամանակահատվածը կարելի է բնութագրել որպես դիզինֆլյացիոն շրջան: Պետք է փաստել, որ գնաճի նպատակադրումը իրականացնող երկրներում գնաճի դեմ պայքարը էականորեն ավելի արդյունավետ է եղել, քան մյուս զարգացող երկրներում: Ինչպես տեսնում ենք, նույնիսկ 2000-ականների սկզբին, *գնաճ թիրափավորող երկրներում գնաճի միջին մակարդակը գրեթե կրկնակի ավելի ցածր է եղել, քան երկրորդ խումբ երկրներում:*

⁷⁹ Աղբյուրը՝ Batini N., Kuttner K., and Laxton D. “Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets?”, WEO., 2005, p. 168

Մոտավորապես նույնն է պատկերը նաև գնաճի տատանողականության դեպքում:



Գծապատկեր 2.2.2: Պնաճի տատանողականության ու նրա⁸⁰ գնաճ թիրախավորող և չ թիրախավորող զարգացող երկրներում⁸¹

Գծապատկեր 2.2.2-ից կարող ենք փաստել, որ գնաճի տատանողականության ու նրա գնաճի նպատակադրում իրականացնող երկրներում էականորեն փոքր է: Այստեղ ևս մեկ անգամ տեղին է շեշտել, գնաճի տատանողականության ազդեցության երկարաժամկետ սպասումների ձևավորման, հատկապես գնաճային սպասումների, ինչպես նաև երկարաժամկետ տոկոսադրույքների տատանողականության վրա, որոնք էլ, օրինակ, բարելավելով տնտեսության ներդրումային գրավչությունը, դրականորեն են ազդում տնտեսության ներուժային աճի մեծացման վրա:

Այստեղ մենք կարող ենք հակադարձել հեղինակներին, նշելով, որ միգուցե գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունն ընդունել են երկրներ, որոնք ելնելով իրենց տնտեսության զարգացման պատմությունից, ինչպես նաև հասարակության՝ գնաճի նկատմամբ

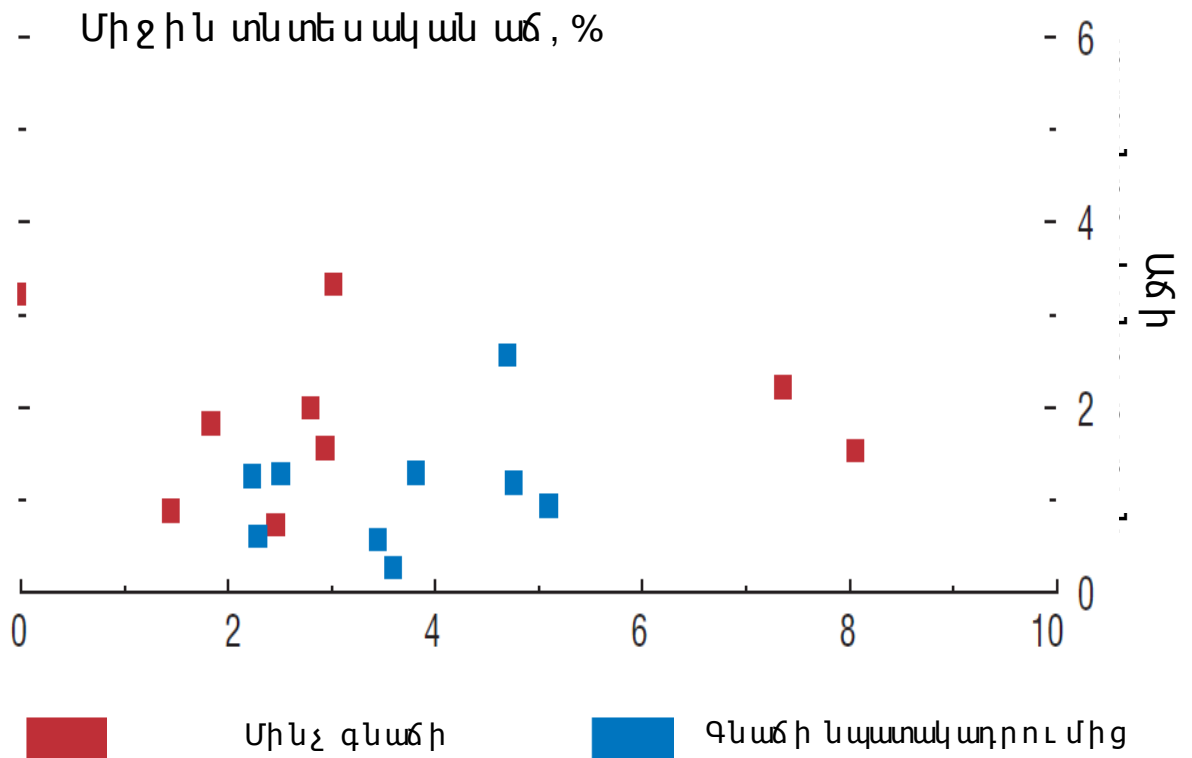
⁸⁰ Պնաճի տատանողականությունը հաշվարկված է որպես գնաճի 1 տարվա սահող ստանդարտ շեղում:

⁸¹ Batini N., Kuttner K., and Laxton D. “Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets?”, WEO., 2005, p. 168

ընկալ ու մից, ի սկզբանե ավելի կոշտ վերաբերմունք են ունեցել գնաճի նկատմամբ, և հետևաբար, առանց գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանն անցնելու էլ նշված երկրներում կգրանցվեին գնաճի ավելի ցածր մակարդակներ: Սակայն, հեղինակները հաշվարկել և ներկայացրել են նաև գնաճի նպատակադրում իրականացնող զարգացող երկրների գնաճի միջին մակարդակների և տատանողականության ցուցանիշները (գծապատկերը տես Չավելի ված 3-ում), ինչը մասամբ ծածկում է մեր կողմից բարձրացված հարցը: Ներկայացված գծապատկերից երևում է, որ *նշված երկրներում գնաճի նպատակադրմանն անցումից հետո էականորեն նվազել է գնաճի մակարդակը, ինչ պես նաև գնաճի տատանողականությանը*:

Չավելի ված 3-ի գծապատկերից, կարող ենք մեկ այլ հետաքրքիր եզրակացություն անել, այսպես, գնաճի նպատակադրումից հետո, ինչպես տեսնում ենք, տարբեր երկրների գնաճի մակարդակները միմյանց էականորեն ավելի մոտեն քան նախկինում, քանի որ գնաճի թիրախներն են միմյանց բավականին մոտ: Չետևաբար, կարող ենք եզրակացնել, որ նշված երկրների միջև, օրինակ, արտադրողականությանների աճերի տարբերությամբ (օրինակ տնտեսական աճերի տարբեր մակարդակներ) պայմանավորված իրական փոխարժեքերի ճշգրտումները, մեծամասամբ իրականանալու են անվանական փոխարժեքի միջոցով: Այսպիսով, գնաճի նպատակադրում իրականացնող երկրներում, գնաճի միջին մակարդակի և տատանողականության նվազմանը զուգընթաց, կարող է դիտվել անվանական փոխարժեքի տատանողականության աճ:

Չաջորդիվ, հեղինակներն անդրադառնում են նաև գնաճ-տնտեսական աճ կապին, որը նախկին դեպքերի համեմատ, այդքան էլ միանշանակ չէ:



Գծապատկեր 2.2.3: Իրական տնտեսական աճի միջին մակարդակը և տատանողականությունը գնաճ նպատակադրող զարգացող երկրներում⁸²

Գծապատկեր 2.2.3-ից տեսնում ենք, որ ընդհանուր առմամբ, գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունն անցած նշված զարգացող երկրներում տնտեսական աճի միջին մակարդակն ավելի բարձր է հետանցումային փուլում, ինչպես նաև ցածր է տատանողականությունը:

Այսպիսով, հեղինակները եզրակացնում են, որ բազմաթիվ տնտեսագետների այն մտավախությունը, թե գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ներքո գնաճի միջին մակարդակի նվազումը տեղի է ունենում իրական աճի տեմպերի նվազման կամ տատանողականության աճի հաշվին, առնվազն զարգացող երկրների դեպքում չի հիմնավորվում:

⁸² Աղբյուրը՝ Batini N., Kuttner K., and Laxton D. “Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets?”, WEO., 2005, p. 169

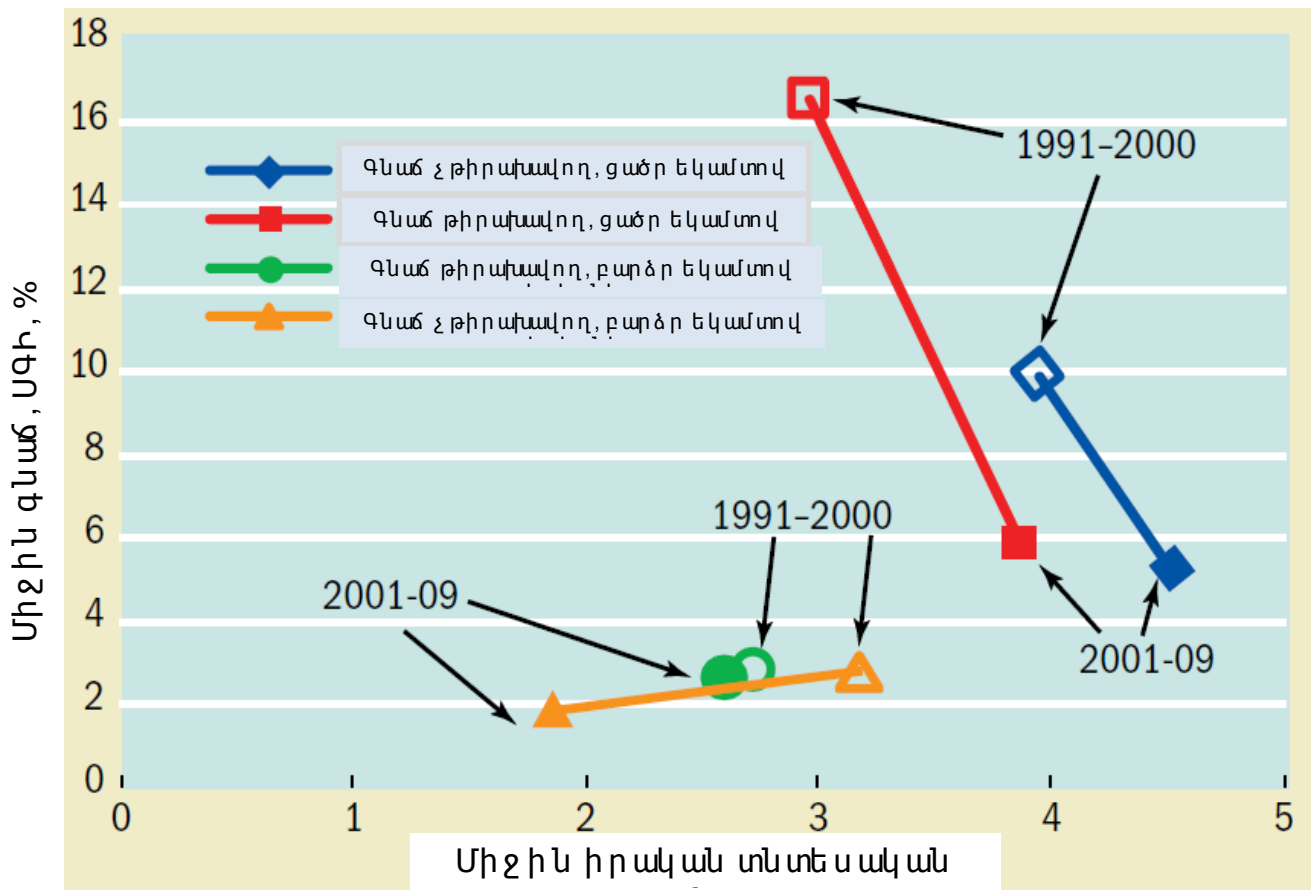
Այս տեղ կցանկանայինք նաև մեր կողմից ավելացնել, որ զարգացող երկրներում համախառն կապիտալի շարունակական կուտակմանը զուգընթաց, աստիճանաբար պետք է նվազեցնենք նաև իրական աճի տեմպերը (կապիտալի նվազող սահմանային արդյունք): Կարծում ենք, որ մեր կողմից նշված գործընթացը մասամբ չեզոքացրել է գնաճի նպատակադրման ռազմավարության դրական ազդեցությունը իրական աճի մակարդակների վրա, կամ այլ կերպ ասած, նույնիսկ հաշվի առնելով նշված գործընթացը, գնաճի նպատակադրմանն անցնելուց հետո իրական աճի ցուցանիշները փոքր ինչ բարելավվել են:

Ամփոփելով գնաճի թիրախավորման 20-ամյա պատմությունը (2010 թ.), բավականին հետաքրքիր վերլուծություն է կատարել Ռոջեռը⁸³: Փորձելով ներկայացնել տարբեր ռազմավարությունների համեմատական հաջողությունները գնաճի արդյունավետ կառավարման և տնտեսական աճի ապահովման տեսանկյունից, հեղինակը ընտրված երկրները նախդասակարգել է չորս խմբերում (գնաճ թիրախավորող բարձր կամ ցածր եկամտով, և գնաճ չթիրախավորող բարձր կամ ցածր եկամտով երկրներ), այնուհետև նաև առանձնացրել մինչև գնաճի թիրախավորմանն անցման և դրան հաջորդող ժամանակաշրջաններ⁸⁴:

Գծապատկեր 2.2.4-ից կարող ենք հստակ արձանագրել, որ լավագույն արդյունքն այս ընթացքում ապահովել են գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունն ընտրած ցածր եկամտով երկրները (ինչպիսին որ Հայաստանն է), գնաճի միջին մակարդակը նվազել է մոտ 2,5 անգամ, իսկ իրական տնտեսական աճն արագացել է մոտ 30 տոկոսով: Իհարկե, մեր կողմից ավելացնենք նաև, որ մինչև անցումն ընկած ժամանակահատվածի արդյունքների վրա իր ազդեցությունն ունի նաև «ասիական» ճգնաժամը (և տնտեսական աճի, և փոխարժեքների արժեզրկման արդյունքում գնաճի ցուցանիշների վրա), սակայն համեմատության արդյունքները ընդունելի են, քանի որ համեմատության բազան նույնն է երկրների խմբերի համար:

⁸³ Roger S., “Inflation Targeting Turns 20”, Finance & Development, March 2010, p. 46-49.

⁸⁴ Ընտրված երկրների համար գնաճի նպատակադրմանն անցման տարեթվի մեդիանան 2001 թվականի սկիզբն է ստացվել:



Գծապատկեր 2.2.4: Միջին իրական տնտեսական աճի և գնաճի ցուցանիշները մինչ գնաճի թիրախավորմանն անցումը և դրանից հետո⁸⁵, տարբեր ռազմավարություններ և զարգացման աստիճան ու նեցող երկրներում⁸⁶

Չարգացած երկրների պարագայում պատկերը մի փոքր այլ է: Այսպես, և՛ գնաճի թիրախավորման ռազմավարությունն անցած և՛ այլ ռազմավարություններ որդեգրած՝ բարձր եկամուտ ունեցող երկրներում գնաճը որոշակիորեն նվազել է (գնաճ չթիրախավորող երկրներում՝ կարելի է ասել էականորեն), սակայն գնաճի նպատակադրման ռազմավարություն իրականացնող երկրներում գնաճի միջին մակարդակի նվազումը չի ուղեկցվել տնտեսական աճի

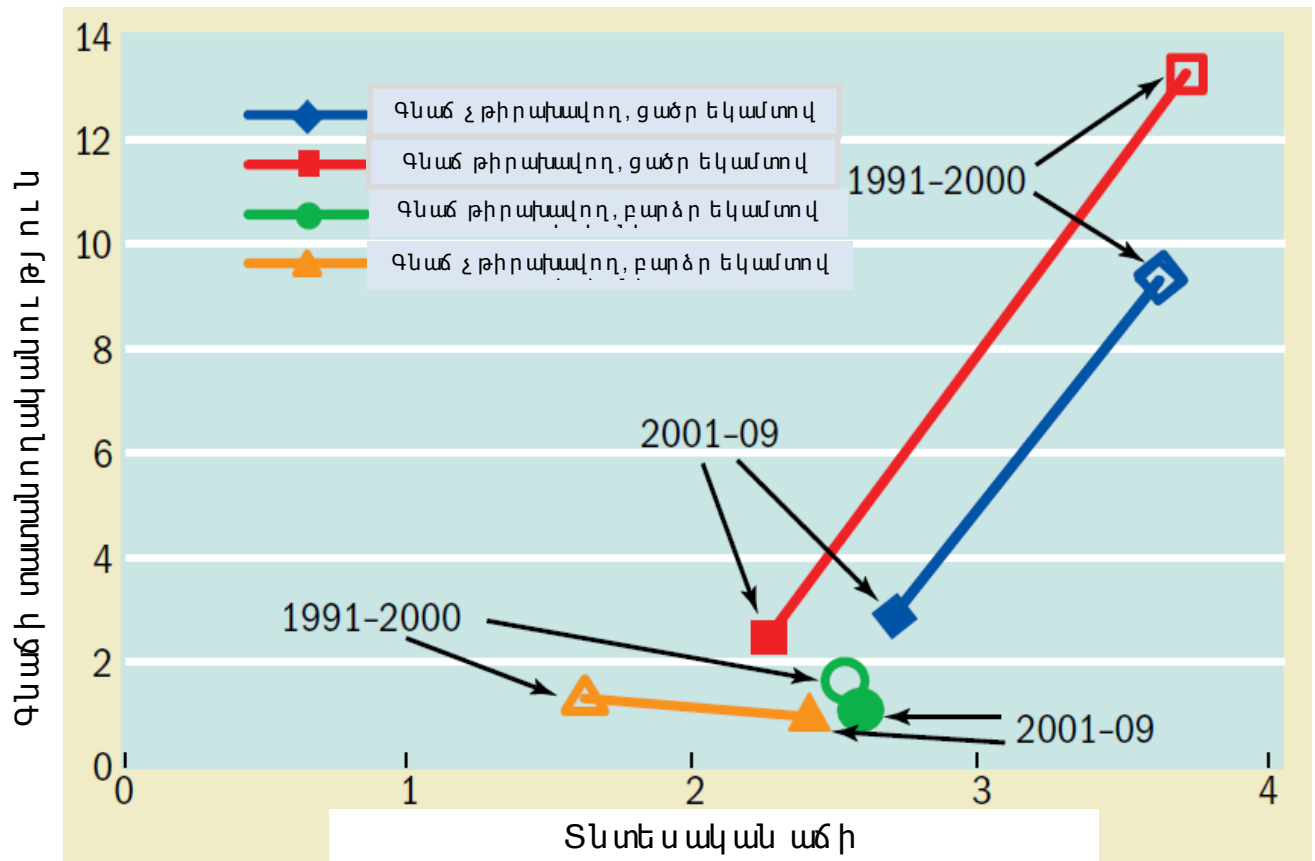
⁸⁵ Մինչ գնաճի թիրախորմանն անցման ժամանակաշրջանը ներկայացվում է չներկված կամ թափանցիկ նշաններով, իսկ հետանցումային ժամանակաշրջանը՝ ամբողջությամբ ներկված կամ մուգ նշաններով:

⁸⁶ Աղբյուրը՝ Roger S., "Inflation Targeting Turns 20", Finance & Development, March 2010, p. 47, chart 1.

միջին տեմպերի նվազմամբ, ինչը մեզ առիթ է տալիս ենթադրելու, որ այլ հավասար պայմաններում, դրամավարկային քաղաքականության տարբեր ռազմավարությունների դեպքում, ունենում ենք տարբեր տեսքի «Ֆիլիպսի կորեր»: Կարծում ենք, գնաճի նպատակադրման ռազմավարության դեպքում, ավելի «բարենպաստ» Ֆիլիպսի կորի տեսքը կարող է նաև պայմանավորված լինել այն հանգամանքով, որ այս ռազմավարությունը ենթադրում է երկարաժամկետ, առաջին հերթին ինստիտուցիոնալ, և կառուցվածքային բարեփոխումների լայն շրջանակ, ինչը անշուշտ, դրական ազդեցությունն պետք է ունենա երկարաժամկետներում ժային աճի մակարդակի վրա:

Չեղինակն, իհարկե անդրադարձել է նաև գնաճի և տնտեսական աճի տատանողականություններին: Այս դեպքում նույնպես հանգում ենք այն եզրակացությանը, որ գնաճ թիրախավորող երկրներն արձանագրել են ավելի լավ արդյունք:

Ինչպես կարող ենք տեսնել գծապատկեր 2.2.5-ից, ցածր եկամուտ ունեցող երկրները էական հաջողությունների են հասել գնաճի և տնտեսական աճի տատանողականությունների նվազեցման գործում: Սակայն, պետք է նշենք, որ արդյունքը շատ ավելի նշանակալի է գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանն անցած երկրների մոտ: Այսպես, գնաճի տատանողականությունը նվազել է մոտ 6 անգամ, ավելի ցածր լինելով արդեն մոտավորապես նույն եկամտի մակարդակ ունեցող, սակայն գնաճի կարգավորման այլ ռազմավարությունը նտրած երկրներից:



Գծապատկեր 2.2.5: Տնտեսական աճի և գնաճի տատանողականությունների ցուցանիշները մինչև գնաճի թիրախավորմանն անցումը և դրանից հետո⁸⁷, տարբեր ռազմավարություններ և զարգացման աստիճան ունեցող երկրներում⁸⁸

Տնտեսական աճի տատանողականության կրճատման ուղղությամբ ևս, գնաճի նպատակադրում իրականացնող երկրների արդյունքը շոշափելի է: Եթե նորից անդրադառնանք ցածր եկամուտ ունեցող երկրներին, ապա նրանք կարողացել են կրճատել աճի տատանողականությունը գրեթե երկու անգամ: Հետաքրքրական է, որ տնտեսական աճի տատանողականության ցուցանիշով, գնաճի թիրախավորում իրականացնող ցածր եկամուտ ունեցող երկրներն առաջ են անցել նույնիսկ զարգացած կամ բարձր եկամուտ ունեցող երկրներից:

⁸⁷ Մինչև գնաճի թիրախորմանն անցման ժամանակաշրջանը ներկայացվում է չներկված կամ թափանցիկ ֆիզուրներով, իսկ հետանցումային ժամանակաշրջանը՝ ամբողջությամբ ներկված կամ մուգ ֆիզուրներով:

⁸⁸ Աղբյուրը՝ Roger S., “Inflation Targeting Turns 20”, Finance & Development, March 2010, p. 47, chart 1.

Գնաճ չթիրախավորող բարձր եկամուտ ունեցող երկրներում 90-ականների համեմատ, 2000-ականներին փոքր ինչ նվազել է գնաճի տատանողականությունը, սակայն աճի տատանողականության, կարելի է ասել, էական բարձրացմանը զուգընթաց: Այս երևույթը գնաճի թիրախավորում իրականացնող բարձր եկամուտ ունեցող երկրներում աննշան է:

Այսպիսով, ամփոփելով՝ հեղինակները նշում են, որ գնաճի նպատակադրմանն անցումը բավականին հաջող է եղել բազմաթիվ երկրների համար: *Կարող ենք նաև ավելացնել, որ նշված ժամանակահատվածների և երկրների խմբերի համեմատական վերլուծությունը փաստում է, որ մակրոտնտեսական կարևորագույն ցուցանիշների բարելավման և նվազումն արդյունք են արձանագրել գնաճի թիրախավորման ռազմավարությանն անցած ցածր եկամուտ ունեցող երկրները:*

Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության և իրական աճի ուղղակի կապի վերաբերյալ որոշ էմպիրիկ ուսումնասիրությունների արդյունքների վերլուծությունից հետո, կարող ենք անդրադառնալ նաև անուղղակի կապին, այսինքն ներկայացնել գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ազդեցությունը որոշ կարևոր մակրոտնտեսական ցուցանիշների վրա, որոնց ներուժային մակարդակի փոփոխությունը ազդում է նաև տնտեսական աճի ներուժի վրա:

Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության և օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների կապին⁸⁹ է անդրադարձել Ռ. Տափսոբան⁹⁰: Հեղինակի կատարած վերլուծության համար հիմք են ծառայել հինգ տասնյակից ավել երկրի՝ բավականին երկար՝ 27 տարվա (1980-2007 թվականներ) թվային տվյալներ: Պանելային հետազոտության արդյունքները վկայում են այն մասին, որ միջինում, գնաճի նպատակադրման ազդեցությունն օտարերկրյա ուղղակի

⁸⁹ Հարկ է նշել, որ գնաճի նպատակադրման ռազմավարության և օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ուղիղ կապի վերաբերյալ հետազոտությունները բավականին սակավաթիվ են:

⁹⁰ TAPSOBA R., "Does Inflation Targeting Matter for Attracting Foreign Direct Investment into Developing Countries?", CERDI, 2012, pp. 1-27

Ներդրումների ներգրավման վրա դրական է: Իհարկե, ՕՈՒՆ-ների ներհոսքը շատ կարևոր է ոչ միայն կարճաժամկետում տնտեսական աճի տեմպերի արագացման, ինչպես նաև արտաքին խոցելիության նվազման համար (զարգացող երկրները մեծամասամբ ունենում են ընթացիկ հաշվի պակասուրդ, իսկ օտարերկրյա ուղղակի ներդրումները ընթացիկ հաշվի պակասուրդի ֆինանսավորման ավելի հուսալի, ոչ պարտքային գործիք են), այլև հատկապես, ենթադրելով առաջատար տեխնոլոգիաների, հմտությունների և փորձի ներհոսք, այն մեծացնում է տնտեսության երկարաժամկետ աճի հնարավորությունները:

Ակադեմիական աշխարհում, մի քանի տասնամյակ առաջ, ինտենսիվորեն քննարկվում էր գնաճ-գործազրկության կապը (Ֆիլիպսի կոր), ընդ որում գերիշխում էր դրա բացասական լինելու տեսակետը: Գիտենք, որ Ֆիլիպսի կորի տեսքը կարճաժամկետում, միջնաժամկետում և երկարաժամկետում տարբեր է:

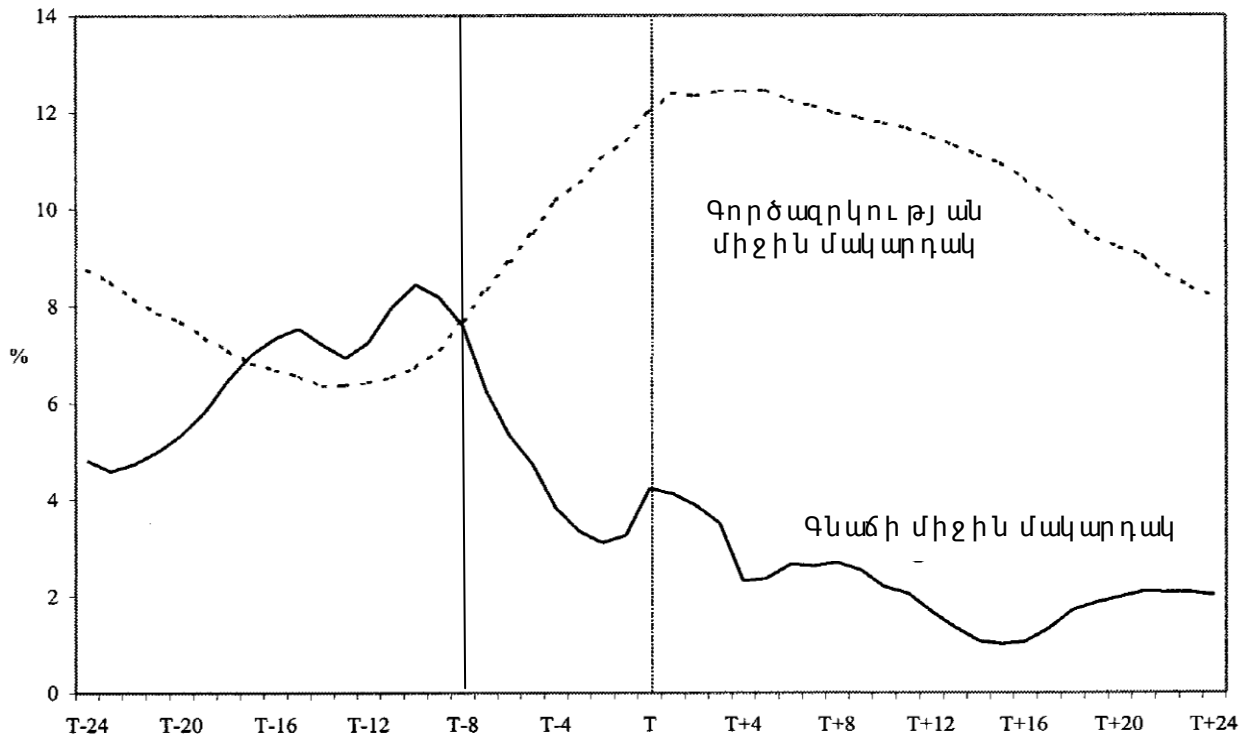
Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ներքո, գնաճ-գործազրկությունն կապին են անդրադարձել Արժույթի միջազգային հիմնադրամի տնտեսագետներ Է. Քլիֆթոնը, Յ. Լեոնը և Չ-Յ Վոնգը⁹¹: Նրանք առաջ են քաշել այն վարկածը, որ գնաճի նպատակադրման ռազմավարության իրականացման պարագայում, դրամավարկային քաղաքականության թափանցիկության աճի և դրա նկատմամբ տնտեսական գործակալների վստահության մեծացման հետևանքով առաջանում են որոշակի դրական «երևույթներ» (էֆֆեկտներ), որոնց պարագայում պետք է բարելավվի գնաճ-գործազրկությունն կապը, այսպես, գնաճի որոշ չափով կրճատումը, գոնե պետք է հանգեցնի ավելի քիչ չափով գործազրկության աճի, քան գնաճի նպատակադրում չիրականացնելու դեպքում⁹²:

Գծապատկեր 2.2.6-ը ներկայացնում է գնաճ-գործազրկությունն կապը: Բաժանելով գծապատկերն երեք հատվածի (գնաճի

⁹¹ Clifton E., Hyginus L. and Wong C., “Inflation targeting and the Unemployment-Inflation Trade-off”, IMF working paper 01/166., 2001

⁹² Հետազոտությունը կատարվել է Տնտեսական համագործակցության և զարգացման կազմակերպության անդամ՝ 6 գնաճի նպատակադրում իրականացնող և 9 այլ երկրների վիճակագրական տվյալների հիման վրա:

թիրախավորմանն անցնելու նախորդող 24-րդ եռամսյակից մինչև 8-րդ եռամսյակ, գնաճի թիրախավորմանն անցնելու նախորդող 8-րդ եռամսյակից մինչև գնաճի թիրախավորմանն անցում, և գնաճի թիրախավորման անցումից հետո), կարող ենք կատարել հետևյալ եզրահանգումները:



Գծապատկեր 2.2.6: Գնաճի և գործազրկության շարժընթացը գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանն անցած երկրներում⁹³⁹⁴

Այսպես.

- մեր կողմից առանձնացված առաջին հատվածում տեսնում ենք գնաճ-գործազրկություն «ավանդական», բացասական կապ, այսինքն գնաճի տեմպերի արագացումը զուգորդվում է գործազրկության միջին մակարդակի կրճատմամբ,
- երկրորդ հատվածը, որը կարող ենք կոչել օրինակ գնաճի նպատակադրմանն անցման «նախապատրաստական» շրջան,

⁹³ Աղբյուրը՝ Clifton E., Hyginus L. and Wong C. "Inflation targeting and the Unemployment-Inflation Trade-off", IMF working paper 01/166, Figure 1, 2001, p. 24

⁹⁴ Գծապատկերում որպես գրոյական կամ T ժամանակաշրջան ընդունված է գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանն անցման տարին:

նորից նկատվում է գնաճ-գործազրկություն և բացասական կապ, սակայն այս դեպքում գնաճի միջին մակարդակների նվազում է նկատվում և գործազրկության աճ: Կարծում ենք, պատճառն այն է, որ գնաճի նպատակադրման ռազմավարության անցման մասին կենտրոնական բանկերը, սովորաբար հայտարարում են մի քանի տարի առաջ և սկսում են իրականացնել մի շարք ինստիտուցիոնալ փոփոխություններ և հաճախ նաև «դիզինֆլյացիոն» քաղաքականություն, որը կարճաժամկետում «ցավոտ» է լինում իրական հատվածի համար, իսկ այս քաղաքականության դրական ազդեցությունը տնտեսության վրա զգացվում է միջնաժամկետ կամ երկարաժամկետ ժամանակահատվածում,

- երրորդ հատվածում, գնաճի նպատակադրման անցնելուց հետո, գնաճ-գործազրկություն կապը դրական է: Կարող ենք տեսնել, որ անցումից գրեթե անմիջապես հետո, գնաճի միջին մակարդակների էական նվազումն ուղեկցվել է գործազրկության միջին մակարդակների կայուն նվազմամբ, որը մի քանի տարի անց կայունացել է իր երկարաժամկետ կայուն մակարդակի շուրջ՝ շատ ավելի ցածր միջին գնաճային միջավայրում:

Փորձելով ամփոփել գնաճ-գործազրկություն կապը գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ներքո, կարող ենք ասել, որ *գնաճի նպատակադրման անցնելուց մի քանի տարի առաջ (2-3) կարող են նկատվել որոշակի խնդիրներ աշխատանքի շուկայում (ըստ էության սաշուկ է տնտեսության համար), որոնք սակայն երկարաժամկետում լուծվում են՝ գնաճի նպատակադրման ռազմավարության բազմաթիվ դրական կողմերի նյութականացման հետևանքով, և աշխատանքի շուկան կայունանում է իր երկարաժամկետ հավասարակշիռ մակարդակների շուրջ, սակայն շատ ավելի ցածր գնաճի մակարդակներում:*

Այսպիսով, բավականին խորն ուսումնասիրելով գնաճի նպատակադրման ռազմավարության և տնտեսական աճի

փոխկապվածության ներքին վերաբերյալ բազմաթիվ էմպիրիկ հետազոտություններ, ներկայացրեցինք նրանք, որոնց արդյունքների յուրովի մեկնաբանումն ու վերլուծությունը լավագույնս կծառայեր ատենախոսության հիմնական խնդիրների բացահայտմանը և լուծմանը: *Կարող ենք եզրակացնել, որ գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը՝ մեծացնելով դրամավարկային քաղաքականության թափանցիկությունն ու հաշվետվողականությունը, նվազեցնելով հիմնական մակրոտնտեսական ցուցանիշների տատանողականությունները, կրճատում է տնտեսության ապագայի վերաբերյալ անորոշությունները և, հետևաբար, բարելավում է ներդրումային միջավայրը, մեծացնում տեխնոլոգիաների, կառավարչական ժամանակակից մեթոդների և նոր մշակույթի, փորձի ներհոսքը դեպի տնտեսություն, որի վերջնարդյունքում, իհարկե, մեծանում է տնտեսության աճի ներուժը: Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության և երկարաժամկետ կայուն աճի փոխկապվածության նշված մեխանիզմի աշխատանքը, կարելի է ասել, որ ապացուցվեց այս բաժնում ներկայացված էմպիրիկ հետազոտությունների արդյունքներով:*

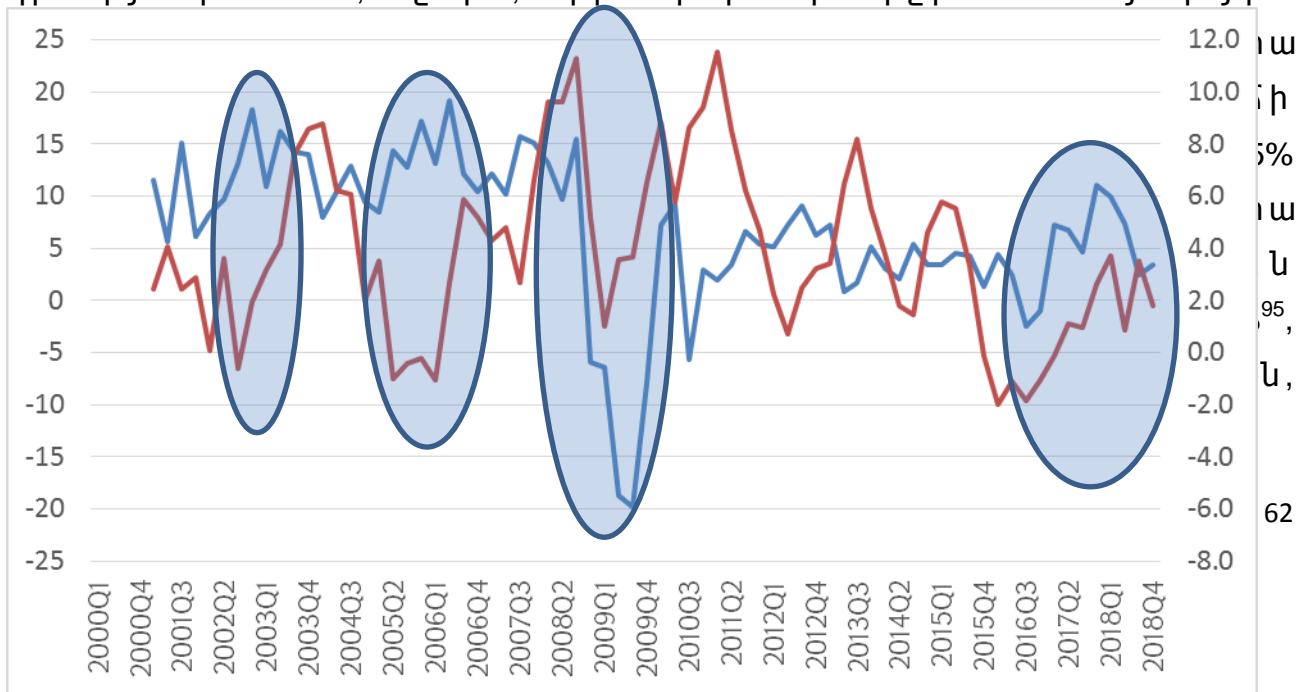
ԳԼ ՈՒ ԽՅ: ԳՆԱՃԻ ՆՊԱՏԱԿԱԴԻՄԱՆ ՈԱՉՄԱԿԱՐՈՒ ԹՅԱՆ ՆԵՐՔՈՒ ԳՆԱՃԻ ԵՎ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ԱՃԻ ՓՈԽԱԴՊԱՃՈՒ ԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ԳՆԱՅԱՏՈՒՄԸ

3.1 ՀՀ-ում տնտեսական աճի և գնաճի փոխառնչությունների գնահատումը

Գնաճի և տնտեսական աճի միջև կապերը երկկողմանի են: Ինչպես արդեն ներկայացրել ենք, գնաճն ազդում է տնտեսական աճի վրա, ընդ որում այդ կապը կարճաժամկետում և երկարաժամկետում, սովորաբար տարբեր է: Մյուս կողմից, կարող ենք նշել, որ գնաճը լինելով մոնետար քաղաքականության, ի հարկե նաև (միգուցե առաջին հերթին) տնտեսությունում ամբողջական առաջարկի և պահանջարկի համամասնությունների փոփոխման կամ համապատասխանեցման արդյունք է: Առաջին հայացքից կարող է թվալ, թե տնտեսական աճի ազդեցությունը գնաճի վրա միանշանակ դրական է (եթե ենթադրենք որ կապը գծային է, ապա միգուցե), սակայն այստեղ կարևոր է նաև ոչ միայն տնտեսական աճի չափը, այլ նաև այն, թե աճը պայմանավորված է առաջարկի թե պահանջարկի գործոնով, դրանց կառուցվածքներով և այլն:

Հետազոտության այս հատվածում կվերլուծենք և կգնահատենք տնտեսական աճի ազդեցությունը գնաճի վրա, ինչը կսկսենք նկարագրողական բնույթի վերլուծություննից:

Գծապատկեր 3.1.1-ը կառուցելիս հաշվի է առնվել մի քանի հանգամանք: Մասնավորապես վերցվել է եռամսյակի վերջի դրությամբ ՍԳԻ-ն, ոչ թե, օրինակ գնաճի միջին եռամսյակային



ՀՆԱ-ի ճեղքը մոտ է գրոյին, որին պետք է համապատասխանի գնաճի՝ թիրախային մակարդակը⁹⁶:

**Գծապատկեր 3.1.1: Տնտեսության իրական աճի և գնաճի⁹⁷
դինամիկան ՀՀ տնտեսության ու նում⁹⁸**

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկերից, տարբեր ժամանակահատվածներում տնտեսական աճի և գնաճի կապը տարբեր է ստացվել: Օրինակ, 2002-2003թթ. տնտեսական աճի արագացումն ուղեկցվել է գնաճի տեմպերի կտրուկ նվազմամբ: Նույն պատկերն է արձանագրվել նաև 2005-2006թթ., երբ միջինում 10 տոկոսից բարձր տնտեսական աճի պարագայում արձանագրվել է շատ ցածր գնաճ, որոշ շրջանում նույնիսկ գնանկում: Գնաճի և տնտեսական աճի հակառակ կապ է նկատվում նաև 2012թ. և 2013թ. առանձին եռամսյակներում: Իսկ ահա համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի ընթացքում, այս կապն ակնհայտ դրական է եղել, տնտեսական մեծ անկումն ուղեկցվել է գնաճի էական նվազմամբ, ինչը վերականգնվել է՝ տնտեսության վերականգնմանը զուգահեռ: 2016-2018 թթ. նույնպես,

⁹⁶ Գնաճային սպասումների խարսխված լինելու պարագայում (Նորքեյսյան Ֆիլիպիկոյ):

⁹⁷ Այստեղ որպես գնաճի ցուցանիշ վերցված է տվյալ եռամսյակի վերջի դրությամբ 12-ամսյա սպառողական գների ինդեքսի աճը:

⁹⁸ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ և Վիճակագրության կոմիտե:

ընդհանուր առմամբ գնաճի և տնտեսական աճի միջև դիտվում է դրական կապ:

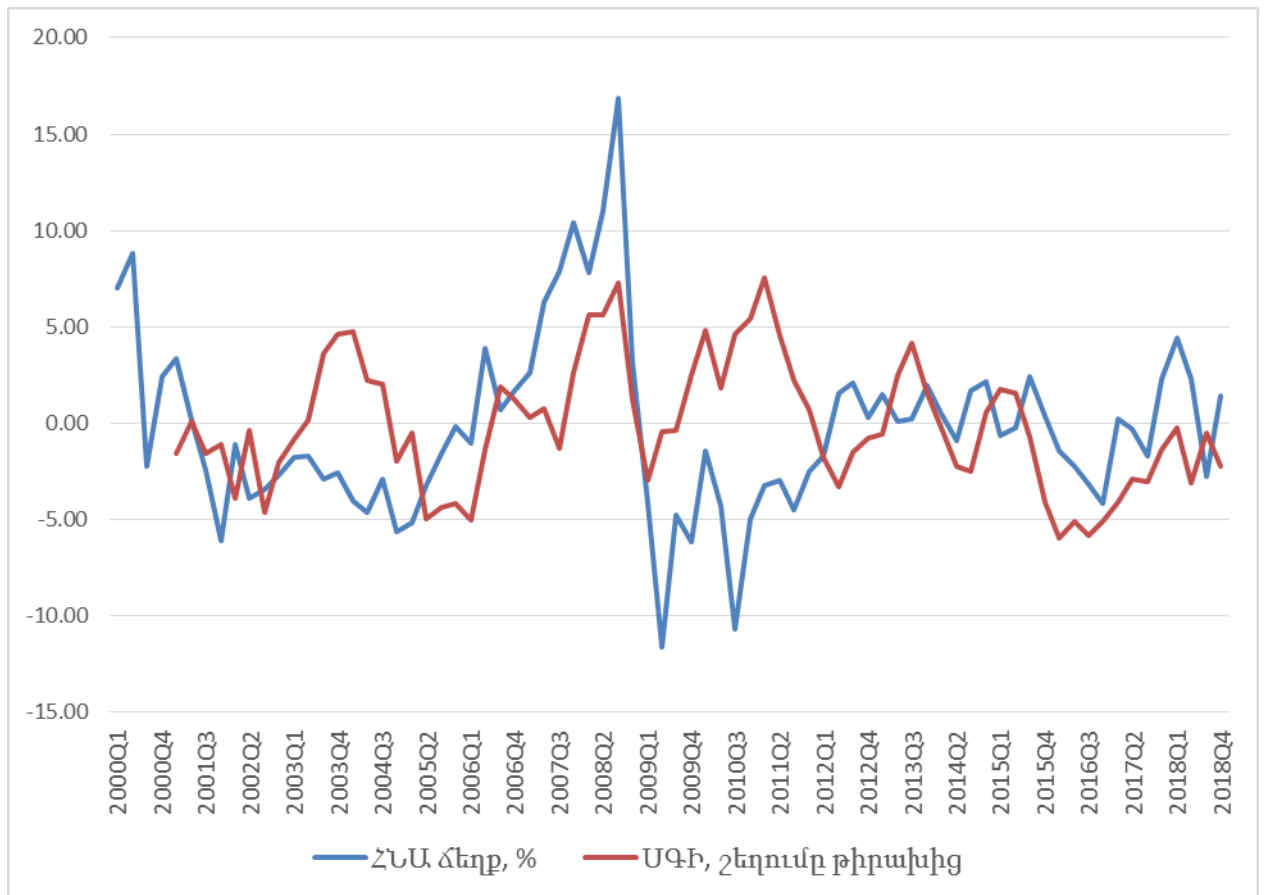
Հարկ է նաև նշել, որ գնաճի և եռամսյակային իրական աճի ցուցանիշների միջև կոռելյացիայի գործակիցը գրեթե զրոյական է, կազմում է -0.006 և ոչ նշանակալի է (անտրամաբանական է նաև նշանի առումով):

Եթե փորձենք ամփոփել վերոնշյալ քննարկումը, ապա կարող ենք ասել, որ տնտեսական աճի և գնաճի կապը տարբեր ժամանակաշրջաններում տարբեր է (ինչը կարող է փոխվել, եթե օրինակ աճի ազդեցությունը գնաճի վրա դիտարկենք լազային⁹⁹), սակայն, կարելի է նկատել մի քանի ընդհանուր միտում՝ առաջին, տնտեսական աճի արագացումները կամ նվազումները «փոխանցվում» են գնաճին 2-3 եռամսյակ լազով, երկրորդ, գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանն անցումից որոշ ժամանակ հետո սկսվել է գնաճի միջին մակարդակի էական նվազման գործընթաց, և երրորդ, տնտեսության՝ որոշակի մակարդակից (մինչև գնաժամային և հետգնաժամային ժամանակահատվածներում այդ շեմը տարբեր է¹⁰⁰) հարաբերականորեն ավելի բարձր աճի դեպքում են առաջանում գնաճային ճնշումներ: Այսպիսով, մոտենում ենք այն գաղափարին, որ գնաճի և տնտեսական աճի կապն ավելի նպատակահարմար է դիտարկել նորքեյնսյան Ֆիլիպսի կորի տրամաբանությամբ, այսինքն գնաճի վրա ազդում է ոչ թե տնտեսական աճը այլ, ՀՆԱ-ի ճեղքը: ՀՆԱ-ի ճեղքը հաշվարկել ենք որպես փաստացի իրական ՀՆԱ-ի շեղում ՀՆԱ-ի ներուժային մակարդակից: Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ներքո, անշուշտ, առավել նպատակահարմար է ներկայացնել փաստացի գնաճի՝ թիրախային մակարդակից շեղումների և ՀՆԱ-ի ճեղքի կապը, քանի որ կարելի է պնդել, որ իրական ՀՆԱ-ի ճեղքի բացակայության պայմաններում, գնաճի փաստացի մակարդակը պետք է հավասարվի դրասպասվող մակարդակին, ինչն էլ, Կենտրոնական բանկի հանդեպ բարձր վստահության

⁹⁹ Կարծում ենք, որ կապը ավելի ճշգրիտ ստանալու համար կարելի է նաև գնաճից զտել առաջարկի շոկերով պայմանավորված զարգացումները, սակայն այս թեմայի շրջանակներում նշված վերլուծությունը նպատակային չենք համարել իրականացնել:

¹⁰⁰ ՀՆԱ-ի տրենդի գնահատումը տե՛ս Հավելված 7-ում:

պայմաններում (գնաճային սպասումները խարսխված են), պետք է հավասար լինի գնաճի թիրախին, հետևաբար փաստացի գնաճը պետք է հավասարվի թիրախին: Այլ կերպ ասած, գնաճի փաստացի մակարդակը կշեղվի իր թիրախային մակարդակից, եթե ՀՆԱ-ի փաստացի մակարդակը շեղվի իր ներուժային մակարդակից: Ներկայացնենք այդ կապը մեր տնտեսության օրինակով:



Գծապատկեր 3.1.2: Փաստացի գնաճի՝ թիրախից շեղման և ՀՆԱ ճեղքի կապը ՀՀ տնտեսության օրինակով¹⁰¹

Գծապատկեր 3.1.2-ից կարող ենք տեսնել, որ գնաճի և ՀՆԱ-ի ճեղքի միջև կապն ակնհայտորեն ավելի ամուր է, քան ուղղակի գնաճի և տնտեսական աճի միջև: Եթե, դիտարկվող ժամանակահատվածում առկա են ժամանակահատվածներ, երբ այս երկու ցուցանիշների միջև կապը շեղվում է ընդհանուր միտումներից, հատկապես 2003-2004թթ., սակայն, ընդհանուր առմամբ, ցուցանիշների միջև կապը դրական է, և

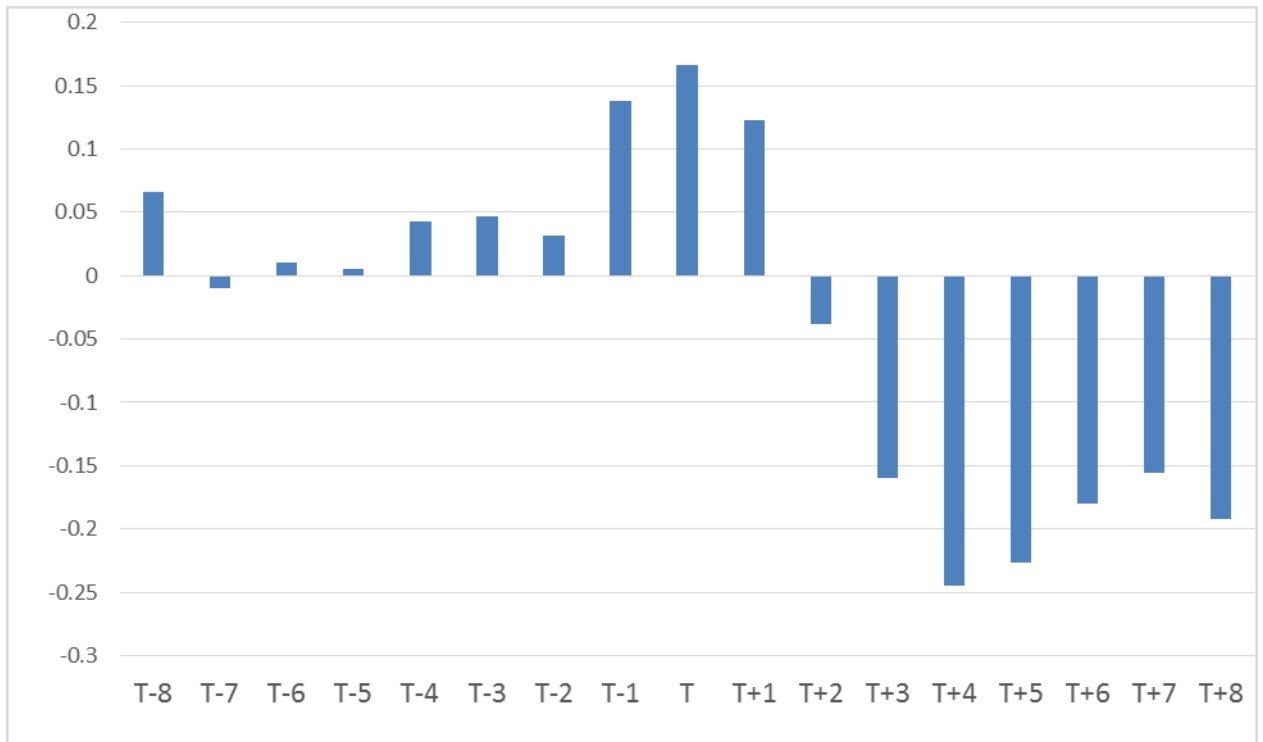
¹⁰¹ Թվային շարքերը տե՛ս Հավելված 8-ում

կարող ենք վստահությամբ պնդել, որ ՀՆԱ-ի ճեղքի մեծացումը ստեղծում է գնաճային ճնշումներ: Նշենք, որ այս դեպքում արդեն ցուցանիշերի միջև կոռելյացիայի գործակիցը դրական է, նշանակալի է և կազմում է 0.17:

Գնաճի և իրական աճի կապի մասին խոսելիս, ինչպես նշել ենք սկզբում, պետք է նաև հաշվի առնել միմյանց վրա փոխազդեցությունների ժամանակային խզումները: Այսպես, ներկա ժամանակաշրջանում գրանցված ՀՆԱ-ի ճեղքն առավել հավանական է, որ ավելի մեծ ազդեցություն ունենա հաջորդ ժամանակաշրջանի գնաճի վրա: Ուստի հարկավոր է ուսումնասիրել նաև ցուցանիշների միջև լագային ազդեցությունները:

Գծապատկեր 3.1.3-ի արդյունքները կարելի է բաժանել երկու մասի: Առաջին մասը կներառեն զրոյական կամ T0 ժամանակահատվածի գնաճի վրա նախորդող ութ ժամանակաշրջանների (2 տարի) իրական ՀՆԱ-ի ճեղքերի ազդեցությունները (յուրաքանչյուր լագի ազդեցությունն առանձին և ոչ թե գումարային): Այս հատվածը կարելի է համարել ՀՆԱ-ի ճեղքի լագային ազդեցություններ գնաճի վրա:

Երկրորդ մասը, բնականաբար կներառի զրոյական կամ T0 ժամանակահատվածի գնաճի վրա հաջորդող ութ ժամանակաշրջանների (2 տարի) ՀՆԱ-ի ճեղքերի առանձին ազդեցությունները: Այս հատվածը կարելի է ներկայացնել որպես ապագա ՀՆԱ-ի ճեղքի վերաբերյալ սպասումների ազդեցությունները գնաճային զարգացումների վրա:



Գծապատկեր 3.1.3: Փաստացի գնաճի՝ թիրախից շեղման և ՅՆԱ ճեղքի միջև կոռելյացիայի գործակիցները տարբեր լագերում¹⁰²

ՅՆԱ-ի ճեղքերի լագային ազդեցությունների նշանները, իհարկե, տրամաբանական են, այսինքն ՅՆԱ-ի ճեղքը դեռևս մինչև չորս եռամսյակ ազդեցություն է ունենում գնաճի վրա: Հարկ է նաև նշել, որ կապը հարաբերականորեն մեծ է միայն T_0 և T_{-1} ժամանակահատվածների դեպքում. համապատասխանաբար կոռելյացիայի գործակիցները կազմում են 0.17 և 0.14:

Առավել հետաքրքրական է ՅՆԱ-ի ապագա ճեղքերի վերաբերյալ սպասումների ազդեցությունները գնաճի վրա: Այսպես, գծապատկերից տեսնում ենք, որ օրինակ անմիջապես հաջորդ եռամսյակի ճեղքի և գրոյական ժամանակաշրջանի գնաճի միջև կոռելյացիան դեռևս դրական է: Սա խոսում է այն մասին, որ ապագա եկամուտների աճի վերաբերյալ սպասումներն այսօր արդեն առաջացնում են գնաճային ճնշումներ, ինչը տրամաբանական է: Պատկերն այլ է հաջորդ եռամսյակների սպասումների դեպքում: Սկսած երկրորդ եռամսյակից, մնացած բոլոր ժամանակահատվածների

¹⁰² Այստեղ դիտարկել ենք տարբեր լագերում ՅՆԱ-ի ճեղքի և գրոյական ժամանակաշրջանի գնաճի միջև կոռելյացիան կապերը:

ճեղքերի և գնաճի կոռելյացիան բացասական է և նշանակալի: Ստացված արդյունքները ստիպում են ենթադրել, որ միգուցե մեր տնտեսությունում սպասումների ազդեցության մեխանիզմը գնաճի վրա մի փոքր այլ է, այսպես, Կենտրոնական բանկը, որը վարում է հիմնականում ապագային միտված քաղաքականություն և մեծ ուշադրություն է դարձնում սպասումներին, մի քանի եռամսյակ հետո կանխատեսելով տնտեսությունում դրական զարգացումներ (ՅՆԱ դրական ճեղք) և հետևաբար, գնաճային ճնշումներ, այդ սպասումներին արձագանքում է «այսօր», խտացնելով վարվող դրամավարկային քաղաքականությունը, ինչը ներկա ժամանակաշրջանի գնաճի վրա ունենում է բացասական ազդեցություն:

Տնտեսական աճի և գնաճի կապին ներկայումս շատ մեծ ուշադրություն է դարձվում հատկապես Նորքեյնսյան տնտեսագետների շրջանում: Նորքեյնսյան Ֆիլիպսի կորը դարձել է դինամիկ ստոխաստիկ ընդհանուր հավասարակշռության մոդելների կարևորագույն մի քանի հավասարումներից մեկը:

Նորքեյնսյան ժամանակակից տնտեսագետ Ժ. Գալին իր մենագրությունում¹⁰³ անդրադառնում է Նորքեյնսյան Ֆիլիպսի կորի ստացմանը: Նա, ներկայացնելով տնտեսությունը որպես ռացիոնալ վարքագծով տնային տնտեսությունների և ֆիրմաների ամբողջություն, միկրոհիմքերից ստանում է այս երկու շերտերում օպտիմալության պայմանները, այնուհետև տնտեսությունում ընդհանուր հավասարակշռության ձևավորման համար հավասարեցնում դրանք միմյանց (օրինակ տնային տնտեսությունների կողմից ձևավորվում է աշխատանքի առաջարկը՝ որպես \$N\$ կցիա իրական աշխատավարձից, իսկ ֆիրմաների կողմից աշխատանքի պահանջարկը՝ որպես \$N\$ կցիա աշխատուժի սահմանային արդյունքի և իրական աշխատավարձի տարբերությունից): Այս միջավայրում գնաճի և տնտեսական աճի կապը ստացվում է երկար, բավականին խրթին մաթեմատիկական

¹⁰³ Gali J., “Monetary Policy, Inflation and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework”, 2008, Chapter 3, pp. 41-70

գործողության ունենրի արդյունքում: Նախ, գնաճը ներկայացվում է գնաճային սպասումների և ֆիրմաների իրական սահմանային ծախսերի ճեղքի միջոցով¹⁰⁴:

$$\pi_t = \beta E_t \pi_{t+1} + \lambda \widehat{mc}_t^r \quad (3.1.1)$$

որտեղ գնաճը, բնականաբար, դրականորեն է կախված ինչպես գնաճային սպասումներից, այնպես էլ սահմանային ծախսերի ճեղքից, իսկ λ -ն՝ կախված է տնտեսության որոշ ֆունդամենտալ ներից, օրինակ դրավրամեծ ազդեցություն ունի գների կոշտության գործակիցը¹⁰⁵:

Հաջորդիվ, հեղինակը ներկայացնում է սահմանային ծախսերը որպես իրական աշխատավարձի և աշխատուժի սահմանային արդյունքի տարբերություն (բոլոր փոփոխականները լոգարիթմված): Գիտենք, որ սահմանային արդյունքը ստացվում է թողարկման՝ ըստ աշխատուժի ածանցման արդյունքում, հետևաբար լոգարիթմված տեսքով աշխատուժի սահմանային արդյունքը պետք է հավասար լինի արտադրական ֆունկցիայի լոգարիթմին: Այս կապը սահմանային արդյունքի մեջ տեղադրելուց և որոշակի ձևափոխումներից հետո ստացվում է կապ սահմանային ծախսերի և իրական թողարկման ճեղքի միջև և հետևաբար հավասարում (3.1.1)-ի մեջ իրական սահմանային ծախսերի ճեղքը փոխարինվում է իրական թողարկման ճեղքով: Արդյունքում ստացվում է գնաճի և իրական թողարկման ճեղքի միջև կապ, որը ներկայացնում ենք ստորև¹⁰⁶.

$$\pi_t = \beta E_t \{\pi_{t+1}\} + \kappa \widetilde{y}_t \quad (3.1.2)$$

որտեղ, գնաճի և ՀՆԱ ճեղքի միջև կապը դրական է, իսկ ՀՆԱ ճեղքի գործակիցը այստեղ կախված է մի շարք հիմնարար գործոններից.

$$\kappa \equiv \lambda \frac{\sigma(1-\alpha)+\varphi+\alpha}{1-\alpha} \quad (3.1.3)$$

¹⁰⁴ Galí J., “Monetary Policy, Inflation and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework”, 2008, Chapter 3, eq. 16, p. 47

¹⁰⁵ Հարկ է նշել, որ այստեղ օգտագործված է Կալվոյի գնագոյացման մեխանիզմը:

¹⁰⁶ Galí J., “Monetary Policy, Inflation and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework”, 2008, Chapter 3, eq. 21, p. 48

Ինչպես տեսնում ենք հավասարում (3.1.3)-ից, ՅՆԱ ճեղքի գործակիցը կախված է ինչպես λ -ից, որն իր հերթին կախված էր գների կոշտության գործակցից, ապրանքների միմյանց միջև փոխարինելիության աստիճանից, դիսկոնտավորման գործակցից և այլն, այլ նաև միջժամանակային փոխարինելիության գործակցից ($1/\sigma$), որը ցույց է տալիս սպառման զգայունությունը իրական տոկոսադրույքի փոփոխությունների նկատմամբ, Ֆրիշի էլաստիկության գործակցից (φ), որը ցույց է տալիս աշխատուժի առաջարկի զգայունությունը իրական աշխատավարձից, ինչպես նաև մասշտաբի հատույցից, որը պայմանավորված է α -ով կամ ավելի ճիշտ $(1-\alpha)$ -ով¹⁰⁷:

Այսպիսով, ինչպես տեսնում ենք, գնաճի և թողարկման ճեղքի միջև կապը բավականին բարդ է (տեսականորեն դրական), և պամանավորված է տնտեսության բազմաթիվ հիմնարար փոփոխականներով:

ՀՀ Կենտրոնական բանկի աշխատանքային փաստաթղթում¹⁰⁸, տնտեսագետ Ն. Ղազարյանը անդրադարձել է Նորքեյնսյան Ֆիլիպսի կորի կառուցմանը և գնահատմանը մեր տնտեսությունում: Հեղինակը նշում է, որ ի տարբերություն ավանդական Ֆիլիպսի կորի՝ Նոր քեյնսյան Ֆիլիպսի կորում առկա են նաև գնաճային սպասումները, որոնք հանդիսանում են գնաճի կարևորագույն որոշիչ: Հետևաբար Նոր քեյնսյան Ֆիլիպսի կորը ենթադրում է, որ հնարավոր է ՅՆԱ-ի աճի պայմաններում կայուն և չափավոր գնաճ ապահովել, քանի որ, ՅՆԱ-ի ընթացիկ տատանումները ընթացիկ գնաճի վրա թույլ են անդրադառնում գների կոշտության պատճառով, բացի այդ գնաճային սպասումները որոշակիորեն մեղմում են ՅՆԱ-ի ճեղքի ազդեցությունը ընթացիկ գնաճի վրա, սպասումների կայունության պարագայում: Վերը նկարագրվածն առավել

¹⁰⁷ Պետք է նշել, որ այս մոդելում հեղինակը ներկայացրել է նվազող սահմանային հատույցով արտադրական ֆունկցիա:

¹⁰⁸ Նարեկ Ղազարյան - «Գնաճի մոդելավորումը ՀՀ տնտեսությունում», ՀՀ Կենտրոնական բանկ, Դրամավարկային քաղաքականության վարչության աշխատանքային փաստաթուղթ 08/10-01 (2010), էջ 1-44

իրատեսական էլիտում երբ Կենտրոնական Բանկը թափանցիկ և անկախ դրամավարկային քաղաքականության արդյունքում վստահություն է ձեռք բերում և տնտեսությունում խարսխվում են գնաճային սպասումները¹⁰⁹:

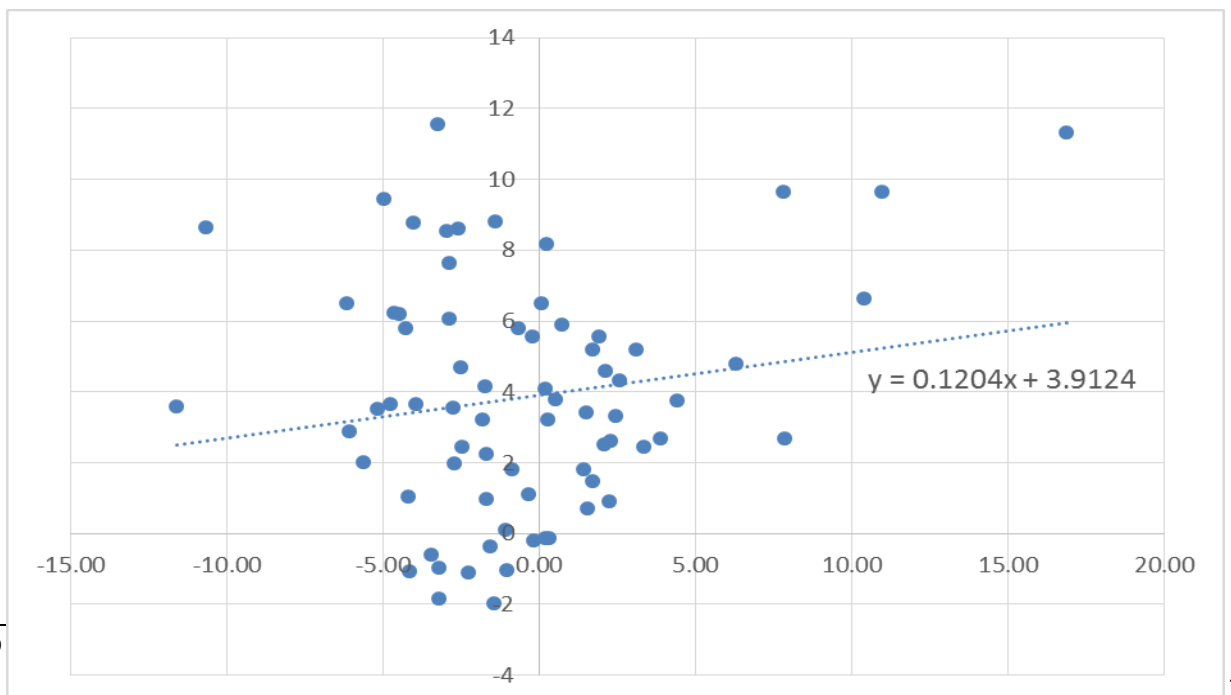
Այնուհետև, մոմենտների ընդհանրացված մեթոդով (GMM) գնահատվել է հավասարում (3.1.2)-ի տեսքի ֆիլիպսի կորը մեր տնտեսության համար, որի արդյունքները ներկայացնենք ստորև

$$\pi_{Ht} = 0.91\pi_{Ht+1} + 0.46gap_t \quad (3.1.4)$$

[0.0000] [0.0603]

Ինչպես տեսնում ենք հավասարում (3.1.4)-ից մեր տնտեսությունում, բավականին մեծ և շատ նշանակալի է գնաճային սպասումների ազդեցությունը գնաճի վրա: ՀՆԱ ճեղքի գործակիցը նշանակալի է 90% վստահելիության միջակայքում և կազմում է մոտ 0.5, ինչը նշանակում է, որ ՀՆԱ ճեղքի մեկ տոկոսային կետ ավելացումը կառաջացնի գնաճի մոտ կես տոկոսային կետով բարձրացում:

Այժմ, կարող ենք նաև 2001-2018 թվականների եռամսյակային տվյալների հիման վրա կառուցել գնաճի և իրական ՀՆԱ ճեղքի միջև կապը՝ ցրվածքային գծապատկերի տեսքով (scatter plot), որի միջոցով կկատարենք նաև գնաճի և իրական ՀՆԱ ճեղքի միջև գծային կապի մոտարկում:



109

Գծապատկեր 3.1.4: Փաստացի գնաճի և ՀՆԱ-ի ճեղքի միջև գծային կապի մոտարկում

Գծապատկեր 3.1.4-ում ամեն կետին համապատասխանում են համապատասխան եռամսյակի գնաճի և ՀՆԱ-ի ճեղքի ցուցանիշները: Կարող ենք փաստել, որ ընդհանուր միտումից շեղվող կետերի քանակը մեծ է: Այստեղ կարող ենք կատարել երկու կարևոր եզրահանգում: Առաջին, մոտարկվող գծային կապի հավասարման հաստատունը 3.9 է, ինչը նշանակում է, որ տվյալ հավասարման դեպքում ՀՆԱ-ի ճեղքի զրոյական լինելու դեպքում փաստացի գնաճը կլինի 3.9, ինչը փաստում է այն մասին, որ միջինում փաստացի գնաճը այս ամբողջ ժամանակահատվածի համար շատ մոտ է 4%-ի, այսինքն առանձին ժամանակահատվածներում փաստացի գնաճը շեղվել է թիրախից, երբեմն նաև շեղումը բավականին մեծ է եղել, բայց միջինում այն գտնվել է թիրախի վրա: Երկրորդ, ՀՆԱ-ի ճեղքի ազդեցությունը գնաճի վրա մեծ է, բայց դրական է. ՀՆԱ-ի ճեղքի մեկ տոկոսային կետով մեծացումը կհանգեցնի գնաճի 0.12 տոկոսային կետի ավելացման:

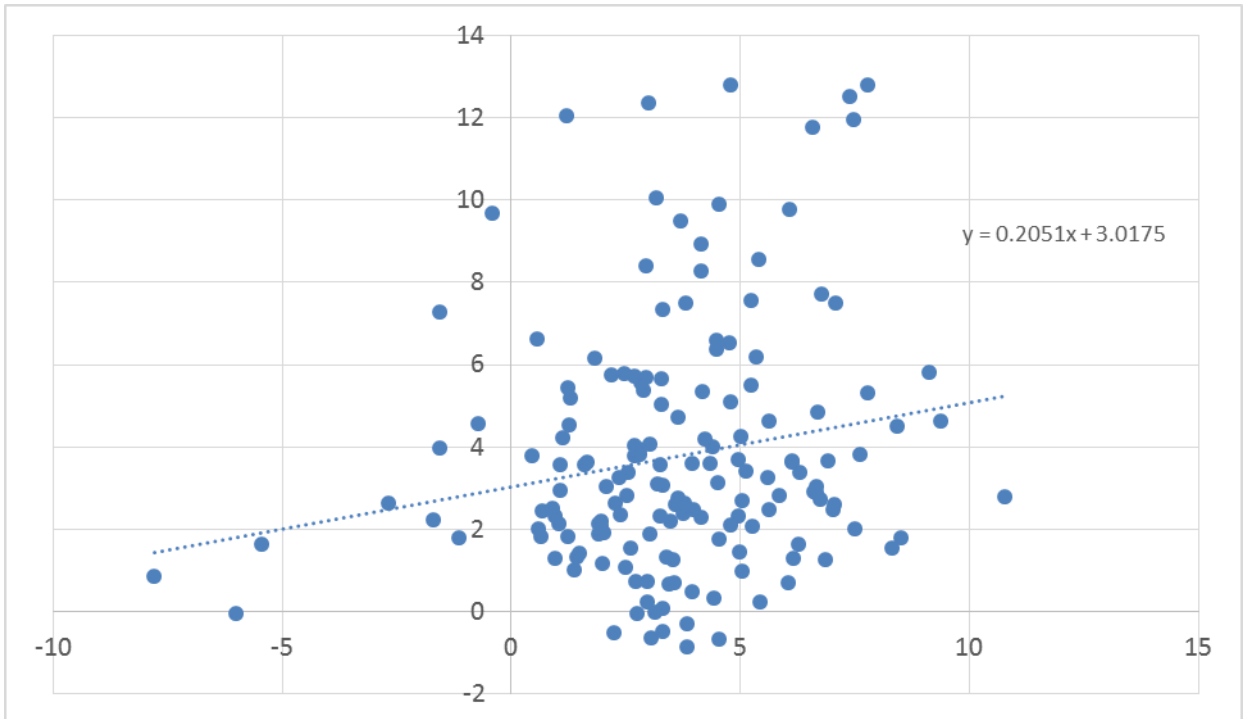
Ըստ էության, վերոնշյալ վերլուծությունները կարելի է համարել գնաճ-տնտեսական աճ կարճաժամկետ կապի մոտարկում, իսկ առավել ամուր կամ նշանակալի կապ ստանալու համար ավելի ճիշտ է օգտագործել տարեկան տվյալները, որոնք նաև սեզոնային հարթման կարիք չեն ունենա: Սակայն, քանի որ մեր տնտեսությունում վերոնշյալ ցուցանիշների տարեկան տվյալների քանակը շատ փոքր է (ընդամենը 18 կետ), մեր կողմից փորձ է կատարվել տվյալների բազան լրացնել/երկարացնել այլ երկրների թվային շարքերով, որպեսզի մեծացնենք դիտարկումների քանակը: Արդյունքում, ստացվում է ավելի քան հինգ հարյուր դիտարկում:

Ընտրվել են տնտեսության զարգացման մակարդակով ՀՀ տնտեսությունը մոտ գտնվող, հիմնականում գնաճի նպատակադրման ռազմավարություն իրականացնող կամ տարածաշրջանային գործընկեր հանդիսացող մոտ երեք տասնյակ երկրներ¹¹⁰, այն

¹¹⁰ Երկրների ցանկը տես հավելված 4-ում:

նպատակով, որ այս բոլոր երկրների թվային տվյալների հիման վրա ստացված ընդհանուր միտումները տարածելի կլինեն նաև մեր տնտեսության վրա:

Այս դեպքում, ստացված արդյունքները, կարող ենք ասել, որ նորից արտացոլում են կարճաժամկետ գնաճ – տնտեսական աճ կապը¹¹¹ (տես գծապատկեր 3.1.5):



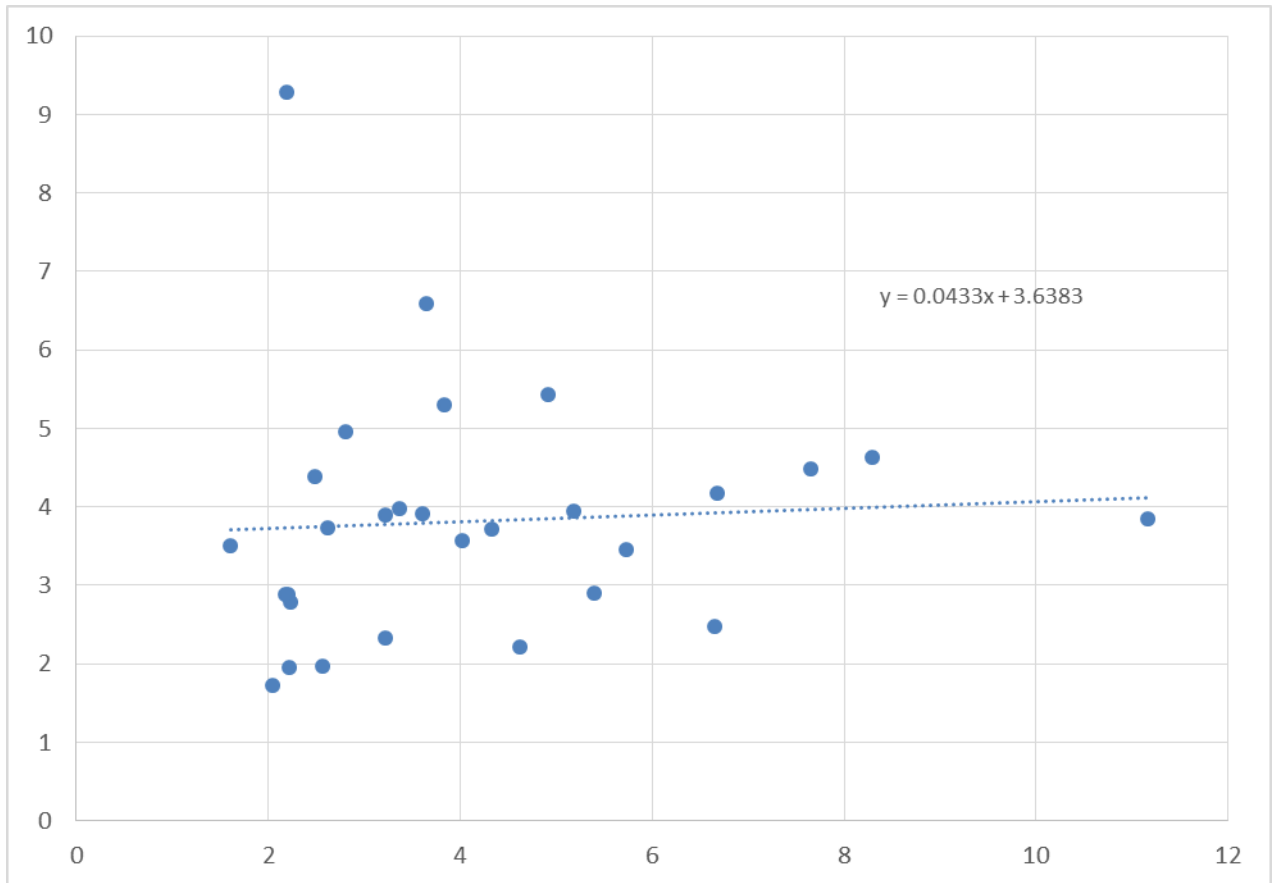
Գծապատկեր 3.1.5: Կարճաժամկետ գնաճ – տնտեսական աճ կապը ընտրված երկրներում

Կարող ենք նշել, որ կարճաժամկետում գնաճ – տնտեսական աճ կապը դրական է: Երկարաժամկետում, ինչպես տնտեսագիտության տեսության մեջ է հաճախ նշվում, գնաճ-տնտեսական աճ կապը անհետանում է, որն ապացուցվում է նաև մեր կողմից ընտրված երկրների խմբի թվային շարքերի հիման վրա: Այսպես, գնաճ-տնտեսական աճ երկարաժամկետ կապը ստանալու համար, միջինացնենք մեր կողմից ընտրված յուրաքանչյուր երկրի 17 տարվա գնաճի և տնտեսական աճի ցուցանիշները: Այսպիսով

¹¹¹ Այս դեպքում ամեն երկրի, ներառյալ ՀՀ համար, վերցված են 2000-2017 թվականների գնաճի և տնտեսական աճերի տարեկան միջին արժեքները,

կու նենանք յ ուրաքանչյուր երկրի համար մեկ կետ (երկու տվյալ¹¹²):

Գծապատկեր 3.1.6-ից կարող ենք եզրակացնել, որ ըստ էության, գնաճ-տնտեսական աճ կապը երկարաժամկետում գրոյական է:



Գծապատկեր 3.1.6: Երկարաժամկետ գնաճ – տնտեսական աճ կապը ընտրված երկրներում

Այսպիսով, ամփոփելով գնաճի վրա տնտեսական աճի ազդեցության վերլուծությունը, կարող ենք կատարել մի քանի եզրակացություն: ՀՆԱ ճեղքի ազդեցությունը գնաճի վրա կարճաժամկետում դրական է (Նորքեյնսյան Ֆիլիպսի կոր), սակայն բավականին չափավոր, ընդ որում մեր տնտեսությունում ավելի ազդեցիկ է գնաճային սպասումների ազդեցությունը գնաճի վրա, քան ՀՆԱ ճեղքի: Ավանդական գնաճ-տնտեսական աճ կապը ՀՀ տնտեսությունում ևս կարճաժամկետում դրական է, սակայն նորից չափավոր: Սա ապացուցվում է նաև բազմաթիվ այլ երկրների թվային

¹¹² Տվյալները ներկայացված են Հավելված 4-ում:

տվյալների օգտագործմամբ, իսկ երկարաժամկետում այս կապը անհետանում է:

3.2 Գնաճի նախապայման ռազմավարության ներքո դրամավարկային քաղաքականության հիմնական փոխանցումային մեխանիզմի գնահատման մոտեցումները 33-ում

Ատենախոսության այս հատվածում ուսումնասիրենք 33 տնտեսության ունեցող դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը տնտեսության վրա: Քանի որ 33 ԿԲ հիմնական խնդիրներից մեկը գների կայունության ապահովումն է, ապա գնաճի՝ տարբեր շուկերի պարագայում թիրախից շեղվելու դեպքում ԿԲ-ն պետք է ձեռնարկի համապատասխան միջոցառումներ միջնաժամկետում գնաճը թիրախին վերադարձնելու ուղղությամբ: Իսկ այստեղ, հաճախ առաջանում է գնաճ-տնտեսական աճ երկընտրանքը, եթե օրինակ անհրաժեշտ է խստացնել դրամավարկային քաղաքականությունը, ապա սաբացասաբար է անդրադառնում տնտեսության վրա (հատկապես առաջարկի շուկի դեպքում):

Անհրաժեշտություն է առաջանում վերլուծել և հասկանալ գնաճի և տնտեսական աճի միջև փոխկապվածությունը և գնահատել դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության չափը իրական թողարկման վրա: Նշված վերլուծությունը կկատարենք վեկտոր ավտոռեգրեսիվ մոդելի օգնությամբ:

Սիմսի¹¹³ հանրահայտ հետազոտությունից հետո, ակադեմիական աշխարհում շատ մեծ տարածում ստացան վեկտորային ավտոռեգրեսիվ մոդելները, որոնք ներկայումս թվային շարքերի միջև փոխադարձ դինամիկ կապվածությունները նկարագրելիս ամենահաճախ օգտագործվող գործիքներից են: Ք. Սիմսի նշված հետազոտությունն իրականում ամփոփումն է 1970-ականներին իր կողմից կատարված բազմաթիվ հետազոտությունների, որոնց

¹¹³ Sims C., "Macroeconomics and Reality", *Econometrica*, Vol. 48, No. 1, Jan. 1980, pp. 1-48.

օգտակարությունն ապացուցվել է վերջին մի քանի տասնամյակների ընթացքում¹¹⁴:

Վեկտոր-ավտոռեգրեսիոն (VAR) մոդելներն օգտագործվում են թվային շարքերի միջև գծային կապերը բացատրելու համար: Այս մոդելները հնարավորություն են տալիս օգտագործել բազմաթիվ փոփոխականներ մեկ համակարգում: Բոլոր փոփոխականները համակարգ մուտք են արվում միևնույն կերպ՝ յուրաքանչյուր փոփոխականն ունենում է մեկ հավասարում, որը բացատրում է իր դինամիկան՝ հենվելով տվյալ փոփոխականի և համակարգի մյուս փոփոխականների լագային արժեքների (ինչպես նախորդ, այնպես էլ հաջորդ լագերի) վրա: /Յավելված 5 և 6/

Այս մոդելների հիմնական առավելություններից է այն, որ այստեղ մենք հնարավորություն ունենք արձագանքման \$ուսկցիաների (impulse response functions) միջոցով ներկայացնել տարբեր շոկերի ազդեցությունները համակարգի փոփոխականների վրա և կատարել ինչպես որակական, այնպես էլ քանակական վերլուծություններ:

Այս գործիքի առավելություններից է նաև այն, որ այստեղ հետազոտությունը սկսելուց առաջ բավարար է ունենալ որոշակի տեսական և գործնականում հիմնավորված գիտելիքներ այն մասին, որ առկա է միաժամանակյա փոխազդեցություն մեր կողմից ընտրված փոփոխականների միջև: Մեր դեպքում, կարող ենք վստահորեն պնդել, որ այդ կապն առկա է (փոփոխականների ընտրությանը կանդիդատառնանք մի փոքր ուշ), քանի որ կան բազմաթիվ ուսումնասիրություններ դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմների վերաբերյալ, որոնցից մի քանիսին կանդիդատառնանք ստորև:

Ֆ. Միշկինը¹¹⁵ ներկայացրել է դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմները՝ սկսած ավանդական տոկոսադրույքի փոխանցումային ուղուց, մինչև վարկային ուղի, փոխարժեքի փոխանցումային ուղի և այլ

¹¹⁴ Lawrence C., “Christopher A. Sims and Vector Autoregressions”, Scand. J. of Economics 114(4), 2012, pp. 1082–1104

¹¹⁵ Mishkin F., “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary policy”, National Bureau of Economic Researches, working paper 5464, February 1996, pp. 1-27

ակտիվների գների փոխանցումային ուղիներ: Այս տեղերկայացված ուղիներից որոշները, օրինակ գնաճային սպասումների ուղին, ներկայումս շատ հաճախ օգտագործվում է հատկապես զարգացած և այն երկրներում, որտեղ Կենտրոնական բանկերն ունեն բավականին բարձր վստահության մակարդակ: Այս ուղու պարագայում, նույնիսկ առանց փոփոխելու անվանական տոկոսադրույքները, կենտրոնական բանկերը հասարակության հետ հաղորդակցման միջոցով ազդում են նրանց գնաճային սպասումների վրա, և հետևապես կարճաժամկետում իրական տոկոսադրույքների և իրական արդյունքի վրա: Այս ուղին նաև շատ օգտակար էր վերջին \$ինանսատնտեսական ճգնաժամից հետո, վերականգնման փուլում, երբ բազմաթիվ զարգացած երկրներում անվանական տոկոսադրույքները հասել էին նվազագույն զրոյական շեմին, բայց անհրաժեշտ էր տնտեսությանը լրացուցիչ խթաններ հաղորդել (իհարկե այս ժամանակ օգտագործվեցին նաև ոչ ավանդական գործիքներ, օրինակ՝ քանակական թուլացում):

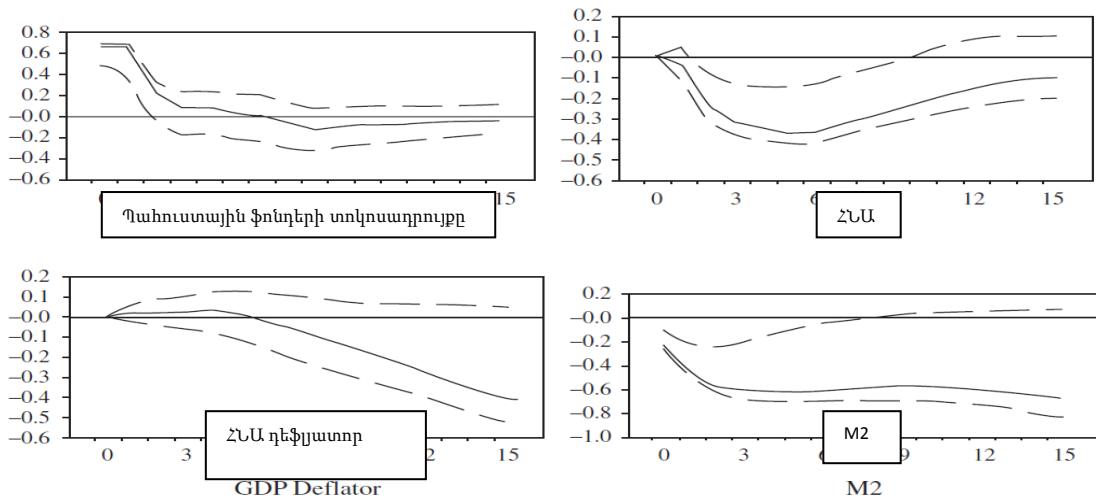
Չշեղվելով մեր հետազոտության նպատակից, ներկայացնենք վերոնշյալ, ավանդական, դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի թեյնսյան՝ IS-LM մոտեցումը՝

$$M \uparrow \Rightarrow i, \downarrow \Rightarrow I \uparrow \Rightarrow Y \uparrow$$

Այսինքն, փողի զանգվածի աճի արդյունքում նվազում են իրական տոկոսադրույքները (կարճաժամկետում գների կոշտության պատճառով), որոնք հանգեցնում են ներդրումների և, հետևաբար ընդհանուր պահանջարկի աճի:

Վերոնշյալ տրամաբանության սահմաններում, Քրիշտիանոն, Էյշենբաումը և Էվանսը¹¹⁶ ցույց են տվել ԱՄՆ տնտեսության ուղի դրամավարկային քաղաքականության շոկի (այս պարագայում փողի զանգվածի փոփոխություն) ազդեցությունը իրական ՀՆԱ-ի և գնաճի վրա (Գծապատկեր 3.2.1):

¹¹⁶ Gali J., “Monetary Policy, Inflation and the Business Cycle”, 2008, p 9 (տես նաև Գծապատկեր 3.2.1).



Գծապատկեր 3.2.1 Դիսամիկ արձագանքը դրամավարկային շուկայի նկատմամբ ԱՄՆ-ում

Ինչպես տեսնում ենք **գծապատկեր 3.2.1**-ից, փողի զանգվածի կրճատման միջոցով բարձրանում են արդյունավետ անվանական տոկոսադրույքները (liquidity effect), որոնք իրենց հերթին կարճաժամկետում ազդում են իրական տոկոսադրույքների վրա (**Գծապատկեր 3.2.1**-ի ձախներքևի պատկերից կարող ենք հստակ տեսնել, որ կարճաժամկետում գներն ունեն որոշակի կոշտություն և տոկոսադրույքի բարձրացումից մոտ վեց եռամսյակ անց են սկսում նվազել): Այս պարագայում, իրական ՀՆԱ-ն սկսում է կրճատվել հենց առաջին եռամսյակից սկսած՝ իր պիկին հասնելով վեց եռամսյակ անց, որից հետո սկսում է վերականգնվել, քանի որ այդ ժամանակ արդեն գները սկսում են ճշգրտվել, իսկ արդյունավետ տոկոսադրույքը վերադառնում է իր նախկին մակարդակին:

Այսպիսով, կարող ենք ասել, որ դրամավարկային քաղաքականության խստացումը ազդում է իրական տնտեսության վրա տարբեր փոխանցումային մեխանիզմներով:

Այժմ, փորձենք նաև ներկայացնել մեր տնտեսությունում դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը տնտեսության վրա՝ ավանդական, տոկոսադրույքի փոխանցումային մեխանիզմի օգնությամբ:

Թվային շարքերի մշակում

Աշխատանքի մեջ վերցված են 2000-2018թթ. եռամսյակային տվյալները (մինչև 2018 թվականի երրորդ եռամսյակ), որոնք անցել են մշակման մի քանի փուլ : Օգտագործված է նդոգեն փոփոխականները հետևյալն են.

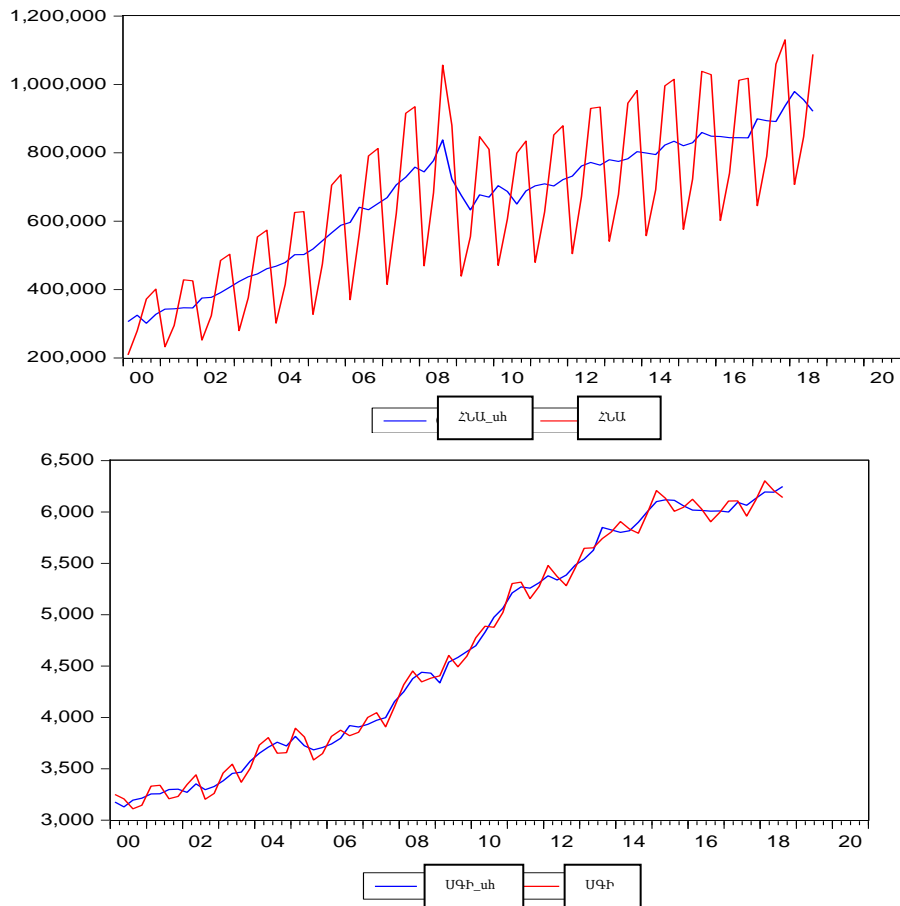
- Սպառողական գների ինդեքս (CPI),
- Տոկոսադրույք (քանի որ ԿԲ-ն իրական տնտեսության վրա ազդեցություն է ունենում ֆինանսական համակարգի միջոցով, այստեղ վերցրել ենք միջին եռամսյակային միջբանկային ռեպո տոկոսադրույքը),
- ՀՆԱ (Իրական թողարկման մակարդակ),
- Փողի զանգված (M2):

Որպես էկզոգեն վերցվել է Ռուսաստանի դաշնության ՀՆԱ-ն, որը տրված մեծություներն է և մուտք է արվում մոդել :

Ինչպես արդեն նշել ենք, թվային տվյալները անցել են մշակման մի քանի փուլ (ի հարկե հիմնական նպատակը շարքերի ստացիոնարության ապահովումն է), մասնավորապես`

1. Սեզոնային հարթեցում: Մեր կողմից վերցված գրեթե բոլոր փոփոխականները ունեն (որոշները, օրինակ ՀՆԱ-ն, նույնիսկ վառ արտահայտված) սեզոնայինություն: Այսպիսով, անհրաժեշտություն է առաջանում, նախևառաջ, իրականացնել սեզոնային հարթեցում` փոփոխականների միջև ուղղակի սեզոնայինության համընկնմամբ պայմանավորված կապերը բացառելու համար¹¹⁷: Ներկայացնենք փոփոխականների սեզոնային հարթեցման մի քանի օրինակ:

¹¹⁷ Սեզոնային հարթեցումն իրականացվել է Eviews 9 ծրագրային փաթեթի “Census X12” գործիքի միջոցով:



Գծապատկեր 3.2.2 ՀՆԱ-ի և ՍԳԻ-ի նախնական և սեզոնայ ին հարթեցված շարքերը

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 3.2.2-ից, և գնաճի և ՀՆԱ-ի դեպքում նկատվում է (տարբեր մակարդակների) սեզոնայ ինուլթյուն: Կարող ենք նաև վստահորեն ասել, որ պատկերված շարքերը ստացիոնար չեն, ինչի կապակցությամբ պետք է շարունակել շարքերի մշակումը:

2. Թվային շարքերի լոգարիթմում (բնականաբար, բացի տոկոսադրույքից): Իրականում շարքերի լոգարիթմումը լուծում է միանգամից մի քանի խնդիր: Առաջինը այն, որ այս պարագայում շատ ավելի հեշտ է ներկայացնել մոդելի արդյունքներն ու գործակիցները (այս պարագայում գործոնների ազդեցության չափերը ներկայացվում են տոկոսով): Երկրորդը, ընտրված ցուցանիշների մակարդակները շատ տարբեր են (տոկոս, ինդեքս, մակարդակ) և անհրաժեշտ է բերել «մեկ հարթություն»: Այստեղ նաև լուծվում է «մասշտաբի խնդիրը» (scale bias), քանի որ, օրինակ

ՀՆԱ-ն ներկայացված է մակարդակով (միլիարդ դրամներով), որի պարագայում մեծ է լինում առանձին, ընդհանուր տրենդից շատ շեղվող կետերի (outliers) ազդեցությունը արդյունքների վրա:

Քանի որ թվային շարքերի լոգարիթմումից հետո թվային շարքերի ստացիոնարությունը դեռևս չի ապահովվում, կարող ենք նաև ստացված շարքերը դիֆերենցել:

3. Առաջին կարգի դիֆերենցում: Թվային շարքերի լոգարիթմումից և դիֆերենցումից հետո ստանում ենք դրանց տոկոսային փոփոխությունները, որոնք ամենայն հավանականությամբ պետք է ստացիոնար լինեն: Շարքերի ստացիոնարությունը ստուգենք Դիքեյ-Ֆյուլլերի թեստի օգնությամբ (ADF – Augmented Dickey-Fuller):

Աղյուսակ 3.2.1 Դիքեյ-Ֆյուլլերի թեստը¹¹⁸

Փոփոխական	Confidence Intervals		T-statistic	Probability
ՀՆԱ			-8.79	0.0000
	1%	-3.52		
	5%	-2.9		
	10%	-2.59		
Գնաճ			-8.28	0.0000
	1%	-3.52		
	5%	-2.9		
	10%	-2.59		
Տոկոսադրույք			-6.19	0.0000
	1%	-3.52		
	5%	-2.9		
	10%	-2.59		
Փողի զանգված			-4.04	0.0021
	1%	-3.52		
	5%	-2.9		
	10%	-2.59		
ՌԴՀՆԱ			-4.17	0.0014
	1%	-3.52		
	5%	-2.9		
	10%	-2.59		

Աղյուսակ 3.2.1-ից կարող ենք եզրակացնել, որ ընտրված բոլոր փոփոխականները ստացիոնար են (99% վստահելիության

¹¹⁸ Աղյուսակը կազմվել է հեղինակի կողմից՝ շարքերի առանձին-առանձին ԴՖ թեստերի ամփոփմամբ:

միջակայքում): Կարող ենք ներկայացնել փոփոխականների համեմատական բնութագիրը և անցնել արդեն մոդելի կառուցմանը:

Այս ուսակ 3.2.2 Փոփոխականների համեմատական բնութագիրը

	D1R	D1M2	D1GDP_RUS	D1GDP	D1CPI
Միջին	-0.206730	4.561457	0.815782	1.488625	0.914993
Մեդիան	-0.094319	4.772642	1.093603	1.762586	1.027834
Առավելագույն	4.084480	16.84028	2.675106	8.376829	4.530329
Նվազագույն	-5.697304	-26.73745	-5.289084	-14.75905	-2.424323
Ստանդարտ շեղում	1.496662	6.060625	1.418288	3.851328	1.405237
Դիտարկումներ	72	73	74	74	74

Այս ուսակ 3.2.2-ից կարող ենք մի քանի կարևոր եզրահանգումներ կատարել: Օրինակ, ամբողջ ժամանակահատվածի համար, միջինում մեր տնտեսությանը ունում կայուն նվազել են տոկոսադրույքները, գնաճը միջինում կազմել է մոտ 0.9% եռ./եռ., այսինքն տարեկան մոտ 3.6-3.7%, ինչը վկայում է այն մասին, որ ըստ էության, Կենտրոնական բանկը լավ է կատարում իր առջև դրված խնդիրը: ՀՀ-ի իրական աճը եռամսյակը եռամսյակի նկատմամբ կազմում է մոտ 1.5%, ինչը բավականին բարձր ցուցանիշ է և նշենք, որ մոտ երկու անգամ գերազանցում է Ռուսաստանի համապատասխան ցուցանիշին, սակայն պետք է նաև նշել, որ մեզ մոտ բավականին մեծ է աճի տատանողականությունը, ՌԴ-ի նկատմամբ՝ մոտ երեք անգամ: Փողի զանգվածի աճի տեմպը, իր հերթին մոտ երեք անգամ գերազանցում է թողարկման աճի տեմպին և ավելի տատանողական է:

Այստեղ հարկ է նաև նշել, որ հետազոտության հետագա նպատակահարմարությունից ելնելով, գնաճի թվային շարքերից հանվել է ամբողջ շարքի միջինը՝ այն գրոյի բերելու նպատակով, այսինքն՝ թիրախը դառնում է համապատասխան գրոյի:

Մոդելի կառուցումը

Մոդելի կառուցումը սկսենք օպտիմալ լագերի քանակը ստուգելուց: Սա ցույց է տալիս, թե ընտրված բացատրող փոփոխականները մինչև որքան ժամանակ են նշանակալիորեն ազդում բացատրվող փոփոխականի վրա: Կան մի քանի հիմնական չափանիշներ,

որոնցով կարող ենք կատարել նշված ստուգումը: Eviews 9 ծրագրային փաթեթը թույլ է տալիս մեկ թեստում համատեղել սխալի վերջնական կանխատեսման (final prediction error - FPE), Ակաիկեի ինֆորմացիոն չափանիշի (Akaike's information criterion - AIC), Շվարցի Բայեսյան ինֆորմացիոն չափանիշի (Schwarz's Bayesian information criterion - SBIC), Յաննանի և Քուինի ինֆորմացիոն չափանիշների (Hannan and Quinn information criterion - HQIC) և այլ թեստերը: Արդյունքները ներկայացված են ստորև:

Աղյուսակ 3.2.3. Լագերի օպտիմալ քանակի ստուգման թեստ

VAR Lag Order Selection Criteria
 Endogenous variables: CPI D1R D1M2 D1GDP
 Exogenous variables: D1GDP_RUS
 Sample: 2000Q1 2020Q4
 Included observations: 65

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-562.1259	NA	431.7126	17.41926	17.55307*	17.47205
1	-535.5876	48.99377	312.5341	17.09500	17.76405	17.35898*
2	-519.3890	27.91148*	312.4814*	17.08889*	18.29317	17.56406
3	-511.2642	12.99971	404.0576	17.33121	19.07071	18.01755
4	-498.7263	18.51747	462.1961	17.43773	19.71248	18.33526
5	-485.9960	17.23481	535.3104	17.53834	20.34832	18.64706
6	-467.6797	22.54323	535.0478	17.46707	20.81228	18.78697

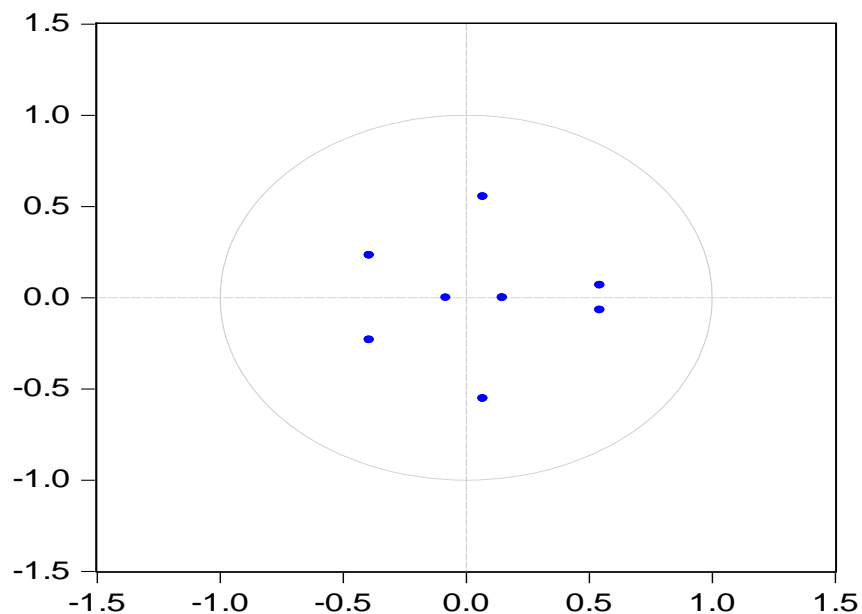
* indicates lag order selected by the criterion
 LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)
 FPE: Final prediction error
 AIC: Akaike information criterion
 SC: Schwarz information criterion
 HQ: Hannan-Quinn information criterion

Յիմնականում ապացուցվում է երկու լագի նշանակալիությունը (3 ինֆորմացիոն չափանիշով), իսկ ահա 3 օպտիմալ լագի առկայությունն չի ապացուցվում ոչ մի թեստով: Այսպիսով, ստացվում է, որ մեր մոդելում օպտիմալ լագերի քանակը երկուսն է:

Վերջում, անհրաժեշտ է իրականացնել նաև մոդելի ստաբիլության և եզակիության (uniqueness) ստուգում: Սա ենթադրում է, որ մեր համակարգում, մոդուլով 1-ից փոքր հակադարձ արմատների քանակը պետք է հավասար լինի չկանխորոշված փոփոխականների քանակին: Ավելի պարզ ասած, պետք է ունենանք նույնքան հավասարում, որքան, որ անհայտ: Իսկ մեկից փոքր լինելու պահանջը բխում է այն տրամաբանությունից, որ տարբեր շուկերից հետո համակարգը վերադառնա իր նախկին մակարդակին (ավտոռեգրեսիայի գործակիցը փոքր լինի մեկից):

Ներկայացնենք միավոր արմատի թեստի արդյունքները (unit root test):

Inverse Roots of AR Characteristic Polynomial



Գծապատկեր 3.2.4 Համակարգի ստաբիլության և եզակիության ստուգում

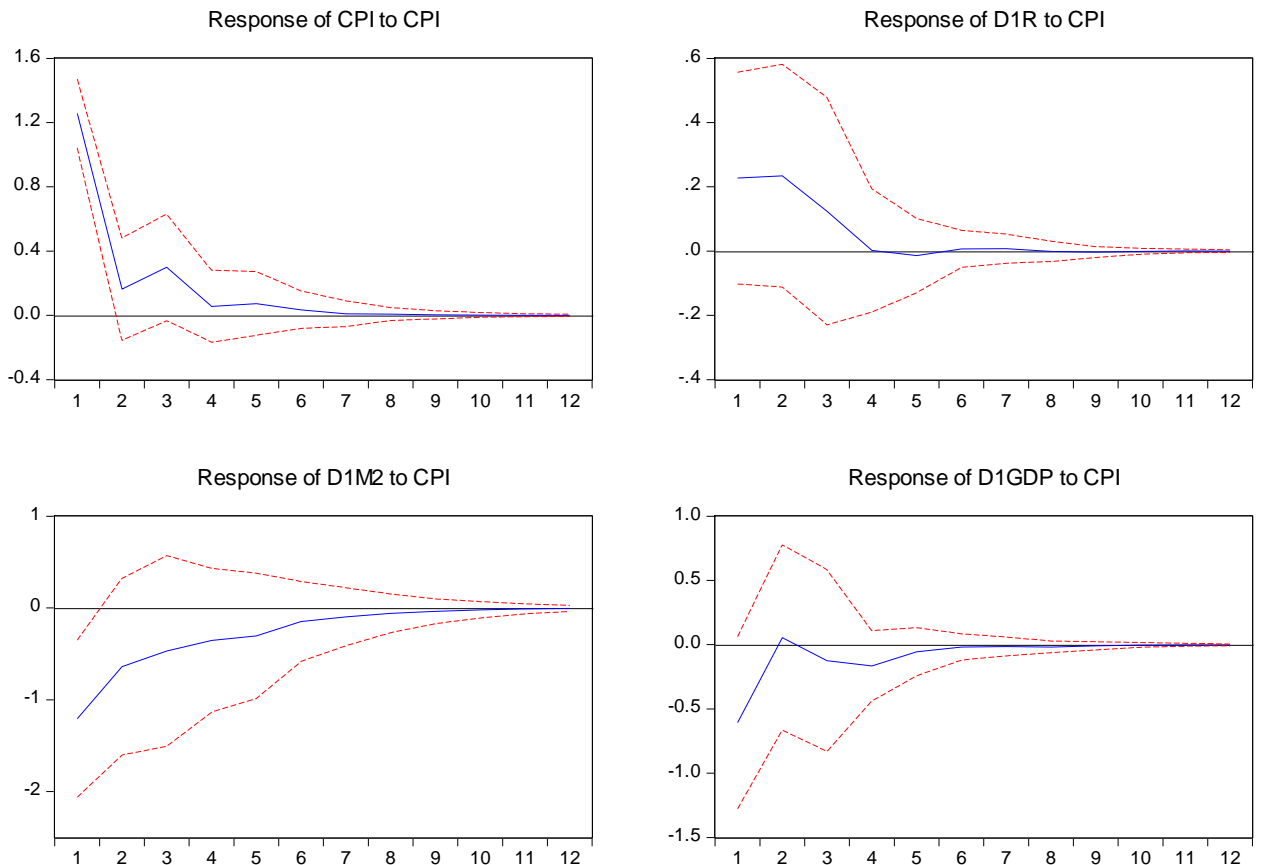
Կարող ենք եզրակացնել, որ համակարգը ստաբիլ է և ունի միակ լուծում, քանի որ միավոր մոդուլի մեջ գտնվող հակադարձ արմատների քանակը ութն է, որը հավասար է չկանխորոշված փոփոխականների թվին (չորս փոփոխական բազմապատկած երկու լագրով):

Արդյունքները

Այսպիսով, մոդելի որակական կողմնապահովելուց հետո, իրականացնենք մոդելի գնահատումը և անցնենք մեզ ամենից շատ հետաքրքրող արձագանքման ֆունկցիաների կառուցմանը:

Քննարկենք առաջարկի էկզոգեն շոկի պարագայում Կենտրոնական բանկի արձագանքի և արդյունքում, տնտեսության վրա ազդեցության սցենարը: Ինչպես գիտենք, առաջարկի շոկին գնաճը և ՀՆԱ-ի ճեղքը արձագանքում են հակառակ ուղղությամբ, ինչի պատճառով Կենտրոնական բանկի արձագանքը միանշանակ չի լինում և կախված է տվյալ իրավիճակից (ևս շոկի ազդեցության տևողությունից): Այսպես.

Response to Cholesky One S.D. Innovations ± 2 S.E.



Գծապատկեր 3.2.5 Դինամիկ արձագանքը դրամավարկային շոկի նկատմամբ ՀՀ-ում

Կենտրոնական բանկը բարձրացնում է քաղաքականության տոկոսադրույքն ագրեսիվ կերպով արձագանքելով առաջարկի շոկի արդյունքում գնաճի արագացմանը: Այնուհետև, շուկայում

իրացվել ի ությ ու նը կրճատել ու միջոցով (liquidity effect) ազդում է միջբանկային տոկոսադրույքի վրա՝ մոտեցնելով այն քաղաքականության տոկոսադրույքին (վերին աջակողմյան գծապատկեր): Կարելի է ենթադրել, որ ԿԲ-ն արձագանքում է մեկ քայլով (0,25 տոկոսային կետ, իսկ միջբանկային տոկոսադրույքը քարձրանում է գրեթե այդքան): Սա իր հերթին ազդում է վարկավորման և այլ տոկոսադրույքների վրա:

Անվանական տոկոսադրույքների բարձրացումը կարճաժամկետում ազդում է իրական տոկոսադրույքների վրա, քանի որ, ինչպես արդեն նշել ենք, գոյություն ունի գների որոշակի կոշտություն: Իրական տոկոսադրույքը, իր հերթին ազդում է թողարկման իրական ծավալի վրա (նվազում է ներդրումային ակտիվությունը), մեր դեպքում՝ առաջին եռամսյակում ՀՆԱ-ն նվազեցնելով 0.6 տոկոսային կետով (ստորին աջակողմյան գծապատկեր): Ինչպես երևում է գծապատկերից, ՀՆԱ-ն նվազում է միայն առաջին եռամսյակում, այնուհետև բավականին արագ՝ երկրորդ եռամսյակում, վերադառնում է նախկին դրությունը:

Այսպիսով, Կենտրոնական բանկը, բարձրացնելով իր քաղաքականության տոկոսադրույքը ընդամենը 0.25 տոկոսային կետով, գնաճը օպերատիվ կերպով 1.25 տոկոսային կետով ավել թիրախային ցուցանիշից նվազեցնում է՝ ընդհուպ մոտեցնելով թիրախային մակարդակին (այս դեպքում գրոն համապատասխանում է չորս տոկոս թիրախային մակարդակին): Քանի որ, տոկոսադրույքի բարձրացումը բավականին արագ և կտրուկ է ազդում գնաճի վրա և ունենալու է նաև լագային ազդեցություններ մոտապագայում, ԿԲ-ն վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը, սկսած երրորդ եռամսյակից, իջեցնում է՝ բերելով նախկին մակարդակին: Այս պատճառով էլ ՀՆԱ-ի էական կորուստ չենք ունենում:

Ամփոփելով, կարող ենք նշել, որ ԿԲ-ն ճիշտ է վարվում՝ արագ արձագանքելով: Արդյունքում ունենում ենք խարսխված գնաճ, ճիշտ սպասումներ և վստահություն ԿԲ նկատմամբ: Հակառակ դեպքում, մեր կարծիքով, թե ԿԲ-ն ուշ արձագանքի շուկին, կստեղծվի գնաճային ավելի մեծ անորոշություն, կմեծանա գնաճի տատանողականությունը, հետևաբար գնաճային սպասումները

կապախարսխվեն (եթե, իհարկե, մոտ ապագայում չլինի մեկ այլ, հակառակ շուկ, որը գնաճը և ՀՆԱ-ն հետ կվերադարձնի): Գնաճի ավելի բարձր տատանողականությունը, կամ գնաճի վերաբերյալ ավելի մեծ անորոշությունը բացասաբար կանդրադառնա երկարաժամկետ ներդրումային ակտիվության վրա, որովհետև ներդրողները դժվարանալու են երկարաժամկետ հարաբերություններ ձևավորել կամ այլևս կազմել (համենայն դեպս, դրանք դառնում են ավելի ծախսատար): Իսկ սա, բացասաբար է ազդելու ներուժային ՀՆԱ-ի կամ *երկարաժամկետ կայուն տնտեսական աճի տեմպերի վրա* (ներդրումների տրենդը ազդում է իրական թողարկման տրենդի վրա):

Մյուս կողմից, արագ արձագանքելով, ԿԲ-ն պահպանում է, միգուցե նաև բարձրացնում է իր հանդեպ եղած վստահությունը (credibility)՝ գնաճը թիրախին բերելով և բնակչության սպասումները խարսխելով:

Այսպիսով՝ ՀՀ-ում գնաճի նպատակադրման ռազմավարության անհնգնելը հնարավորություն է տվել՝

- *միջազգային լավագույն փորձի ներդրման և որակապես նոր տեղեկատվության օգտագործման միջոցով ապահովել բաց, թափանցիկ, հասարակության համար առավել ընկալելի և կայուն սպասումներ ձևավորող դրամավարկային քաղաքականություն:*
- *գնաճի բնույթի փոփոխման և համընդհանուր գնաճային զարգացումների պայմաններում Կենտրոնական բանկի նկատմամբ հասարակության վստահության բարձր մակարդակի ապահովում և գնաճային սպասումների խարսխում գնաճի նպատակային թիրախի շրջանակներում:*

3.3 Գնաճի օպտիմալ մակարդակի գնահատումը

Անկախ այն հանգամանքից, թե որևէ երկրի կենտրոնական բանկ իրականացնում է գնաճի նպատակադրման կամ այլ ռազմավարություն, գների կայունությունն ապահովելու համար, այն անպայմանորեն առնչվում է մեկ կարևորագույն հարցի հետ՝ «որքա՞ն գնաճն է օպտիմալ իր տնտեսության համար, կամ այլ կերպ ասած, գնաճի ո՞ր մակարդակն է համապատասխանում երկարաժամկետ

կայ ուն տնտեսական աճի հնարավոր առավելագույնի մակարդակին»։ Եթե փորձենք այս հարցը մի փոքր ընդլայնել, ապա կարող ենք բաժանել այն երկու մասի՝ «արդյո՞ք գնաճի թիրախը պետք է լինի դրական մեծությու (ոչ բացասական կամ զրոյական), և եթե այո, ապա որքա՞ն»։

Վերոնշյալ հարցը մշտապես քննարկվել է ակադեմիական աշխարհում և վերլուծությունների արդյունքները բավականին տարբերվում են միմյանցից։ Ընդհանրացնելով կարող ենք ասել, որ գնաճի և տնտեսական աճի կապի վերաբերյալ պատկերացումները ևս տարբերվել են և այս կապը անկյունաքարային է հետագա հետազոտությունների համար։ Նախկինում, նախորդ դարի կեսերին և դրան հաջորդող մի քանի տասնամյակների ընթացքում, գերակշռել է գնաճ-տնտեսական աճ կապի վերաբերյալ գծային պատկերացումները (ավանդական Ֆիլիպսի կոր), որի համաձայն, գնաճի և տնտեսական աճի կապը դրական է։ Ներկայումս, իհարկե, գերակշռում են դրանից գծային կապի վերաբերյալ մոտեցումները, այսինքն գնաճը տնտեսական աճի վրա դրական է ազդում, սակայն մինչև որոշակի սահման, որից հետո այն սկսում է գսպել երկարաժամկետ աճի մակարդակը։

Գնաճի օպտիմալ մակարդակի վերաբերյալ կան բազմաթիվ հետազոտություններ, հիմնականում օտարազգի հեղինակների կողմից։ Մ. Ֆրիդմենը¹¹⁹, անդրադառնալով այս հիմնախնդրին, եկել է այն եզրակացությանը, որ գնաճի օպտիմալ մակարդակը պետք է լինի բացասական մեծությու, այսինքն կենտրոնական բանկը պետք է վարի կայուն գնանկման քաղաքականություն։ Նա իր այս պնդումը հիմնավորում է այն հանգամանքով, որ հասարակությունը մշտապես ունի կանխիկ դրամի նկատմամբ պահանջարկ՝ գործառնությունների արականացնելու նպատակով (այս պահանջարկը կախված է նաև եկամտի մեծությունից), սակայն կանխիկ միջոցներ պահելու դիմաց տնտեսվարողները կրում են վնաս՝ չստացված տոկոսային եկամուտների տեսքով։ Հետևաբար, հասարակության բարեկեցությունն առավելագույնի հասցնելու համար, անվանական տոկոսադրույքները պետք է հավասարվեն զրոյի։ Չրոյական

¹¹⁹ Friedman M. "The optimum quantity of money: and other essays", 1969, pp. 1-296

անվանական տոկոսադրույքների ապահովման համար անհրաժեշտ են բացասական գնաճային ցուցանիշներ, քանի որ իրական տոկոսադրույքները պետք է դրական լինեն. դրանք կապված են տնտեսությանը կապիտալի սահմանային հատույցի հետ:

Հայ տնտեսագետներից այս հարցին բավականին հանգամանալից անդրադարձել է Աշոտ Մկրտչյանն՝ իր «Գների կայունությունը և գնաճի օպտիմալ մակարդակի ընտրությունը» հոդվածում¹²⁰: Հեղինակն իր աշխատությունում անդրադարձել է մի քանի կարևոր հարցերի, որոնց կանդիդատնանք ստորև:

Անդրադառնալով Մ.Ֆրիդմանի՝ բացասական օպտիմալ գնաճի տեսությունը՝ Ա. Մկրտչյանը քննադատում է այն, ներկայացնելով մի քանի պատճառ: Մասնավորապես, նշում է, որ կենտրոնական բանկը այս դեպքում չի ունենում տնտեսությունը խթանելու գործիք, երբ տնտեսությունը հայտնվում է անկման փուլում, քանի որ անվանական տոկոսադրույքը չի կարող իջեցվել զրոյից ցածր: Սակայն, այստեղ կարող ենք նշել, որ բազմաթիվ երկրներ այս հիմնախնդրին բախվեցին գնաճի դրական թիրախի պայմաններում՝ վերջին ֆինանսատնտեսական ճգնաժամից հետո, երբ քաղաքականության տոկոսադրույքները հասան զրոյական մակարդակի, բայց դեռևս զգացվում էր տնտեսությունների լրացուցիչ խթանման անհրաժեշտություն: Այս դեպքում, սկսեցին կիրառվել դրամավարկային քաղաքականության ոչ ավանդական գործիքներ (քանակական թուլացման ծրագրեր): Հաջորդ քննադատությունը կայանում էր նրանում, որ Մ.Ֆրիդմենը իր ուսումնասիրություններում ենթադրել էր ազատ մրցակցություն, անվանական կոշտությունների բացակայություն և՛ ապրանքային, և՛ աշխատուժի շուկաներում, որոնք ներկայումս ոչ այդքան իրատեսական են:

Այնուհետև, հեղինակը ներկայացնում է բազմաթիվ պատճառներ, թե ինչու գնաճի օպտիմալ մակարդակը պետք է լինի դրական: Այս հիմնավորումները ունեն ինչպես հիմնարար (\$ուսողամենտալ),

¹²⁰ Մկրտչյան Ա., «Գների կայունությունը և գնաճի օպտիմալ մակարդակի ընտրությունը», Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա, #10-11 սեպտեմբեր-հոկտեմբեր 2009, էջ 51-55

այնպես էլ տեխնիկական բնույթ: Այսպես, հարաբերական գների փոփոխության դեպքում՝ պայմանավորված արտադրական ռեսուրսների վերաբաշխման էլաստիկության ոչ մեծ լինելով, գների մակարդակն ավելի բարձր է լինում, իսկ փաստացի ՅՆԱ-ն ավելի քիչ, քան կլիներ էլաստիկության՝ անվերջության ձգտելու պարագայում: Այսպիսով, պետք է վարվի ընդլայնողական քաղաքականություներ՝ ՅՆԱ ճեղքը փակելու համար, որի ընթացքում առաջանում է գնաճի որոշակի դրական մակարդակի անհրաժեշտություն: Մեկ այլ հիմնարար պատճառ է այն, որ նախատավարձերը, նաև գներն ունեն որոշակի կոշտություն, որոնք իրենց հերթին լինում են համաչափ ոչ համաչափ: Կարծում ենք, որ առավել կարևոր է խոսել անհամաչափ կոշտությունների մասին, որոնք հատուկ են նաև մեր տնտեսությանը: Տնտեսական ցիկլի զարգացման փուլերին զուգընթաց աճում են անվանական ախտավարձերը, սակայն դրանք չեն ճշգրտվում բացասական շոկերի դեպքում: Այսպես, եթե տեղի է ունենում պահանջարկի բացասական շոկ, ապա ճշգրտումը պետք է տեղի ունենա կա՛մ գների նվազման, կա՛մ արտադրվող քանակի նվազման շնորհիվ: Բայց, երբ առկա են անվանական ախտավարձերի նվազման կոշտություններ, ընկերությունների սահմանային ծախսերը չեն նվազում, և հետևաբար, այդ ճշգրտումն իրականանում է ախտողների քանակության կրճատմամբ և ունենում է իրական ազդեցություն տնտեսության վրա: Այս պայմաններում, նպատակահարմար է գնաճի որոշակի դրական մեծություն, որը կնվազեցնի իրական ախտավարձերը և ընկերությունների համար կստեղծի որոշակի բուժեր՝ բացասական շոկերին դիմակայելու համար:

Ինչպես նշել ենք, գնաճի օպտիմալ մակարդակի դրական լինելու համար առկա է նաև տեխնիկական պատճառ, որն ընդհանուր է բոլոր երկրների համար: Մասնավորապես, գնաճի ցուցանիշները հաշվարկելիս կիրառվում են որոշակի ժամանակահատվածի համար հաշվարկված կայուն կշիռներ: Սակայն, երբ որոշակի ապրանքի գները թանկանում են, սպառողները դրանց մի մասը, ըստ տրամաբանության, պետք է փոխարինեն այլ ապրանքներով, և հետևաբար թանկացած ապրանքի կշիռը սպառողական զամբյուղում

պետք է նվազի: Բայց, քանի որ կշիռները որոշակի ժամանակահատվածի համար կայուն են, ստացվում է թանկացած ապրանքի գների կշռում՝ մինչև թանկացումը եղած կշռով: Արդյունքում, գնաճի ցուցանիշները գերազնահատվում են: Գնաճի ցուցանիշի գերազնահատում է տեղի ունենում նաև այն դեպքում, երբ փոխվում է ապրանքի որակը: Այսպես, երբ ապրանքի գինն աճում է որակի բարձրացման արդյունքում, արձանագրվում է գնաճ, սակայն որակական փոփոխությունը հաշվի չի առնվում: Համաձայն տարբեր ուսումնասիրությունների, գնաճի հաշվարկման մեթոդաբանությունով պայմանավորված գերազնահատման մակարդակը կազմում է 0.5–2.0%: Այստեղ, հարկ ենք համարում նշել, որ այս շեղումների չափը պետք է, որ որոշակիորեն կրճատված լինի մեր տնտեսությունում, քանի որ վերջին տարիների սպառողական զամբյուղի կշիռների վերանայումը տեղի է ունենում ամեն տարի:

Հետազոտության վերջին հատվածում, հեղինակն անդրադառնում է նաև այն հիմնահարցին, թե ինչքան պետք է լինի գնաճի օպտիմալ մակարդակը, և ինչու պետք է այդ մակարդակը մի փոքր ավելի բարձր լինի զարգացող կամ ցածր եկամուտներ ունեցող երկրներում՝ զարգացած երկրների համեմատ:

Նոբելյան մրցանակի դափնեկիր Ժ.Ակերլոֆի ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս այն, որ գնաճի մակարդակի չափազանց ուժեղ ճնշումը կարող է զսպել տնտեսական աճը, հատկապես տնտեսության կառուցվածքային փոփոխությունների ժամանակ¹²¹: Բացի այդ, բազմաթիվ ուսումնասիրությունների համաձայն, ընթացիկ գնաճի նույն մակարդակ ունեցող տարբեր երկրներ կունենան տնտեսական աճի տարբեր տեմպեր, ինչը կախված կլինի գնաճի շեմային մակարդակի նշանակությունից և հակառակը: Նման եզրահանգումներ կատարվել են Կ.Բ. Բերետանի աշխատությունում, որտեղ հեղինակը հիմնավորել է կայուն տնտեսական աճի հասնելու համար անհրաժեշտ նախապայմանները: Ավելի լին՝ կայուն տնտեսական աճի հասնելու համար անհրաժեշտ է որոշել ինչպես յուրաքանչյուր երկրի (այդ

¹²¹ Акерлоф Дж. Поведенческая макроэкономическая теория и макроэкономическое поведение, Эковест. 2004, № 4 (2), С. 188-228.

թվում՝ ՀՀ-ի համար) գնաճի շեմային արժեքները, ինչը նույնն է, ինչ-որ գնաճի նպատակադրումը: Ըստ այդմ, տնտեսական աճի և գնաճ նպատակադրման արժեքների միջև գոյություն ունի կապ, ինչը հաշվարկվում է հետևյալ բանաձևով.

$$\Delta X = \frac{\Delta Y - \Delta P}{1 - \Delta P} \quad (3.3.1)^{122}$$

որտեղ՝

X-ը՝ իրական ՀՆԱ-ն է,

Y-ը՝ անվանական ՀՆԱ-ն,

P-ն՝ գների ինդեքսը:

Պետք է նշել, որ գոյություն ունի գնաճի կրիտիկական մակարդակ՝ $-p^* = dP^*$, որի արդյունքում տնտեսական աճի տեմպերն ունենն՝ $\eta = dX = 0$: Գնաճի այդպիսի մակարդակը կոչվում է «շեմային»: Գնաճի շեմային մակարդակի օգնությամբ կարելի է որոշել, թե որ ժամանակահատվածում է տեղի ունենում ուղիղ և հակադարձ կախվածությունը տնտեսական աճի տեմպերի և գնաճի միջև: Ակնհայտ է, որ տնտեսական աճի տեմպերի և գնաճի շեմային ու ընթացիկ արժեքների միջև կախվածությունը որոշվում են հետևյալ բանաձևով՝

$$\eta = (p - p_i) / (1 + p_i) \quad (3.3.2)^{123}$$

որտեղ՝

p-ն՝ գնաճի ընթացիկ մակարդակն է,

p_i-ն՝ գնաճի շեմային մակարդակն է:

Փոքր բաց տնտեսությունն ունեցող երկրներում տնտեսական աճն ու տնտեսական զարգացումն ուղեկցվում են կառուցվածքային տեղաշարժերով, որոնք պայմանավորված են տնտեսության հիմնական ոլորտների դիվերսիֆիկացման քաղաքականությամբ, ինչպես նաև բարձր ավելացված արժեք ունեցող ոլորտներում ներդրումային հոսքերի խթանմամբ:

¹²² Берентаев К., Асылханова С. Макроэкономическая стабилизация и условия, необходимые для последующего подъема экономики Республики Казахстан, Альпари, № 2.

¹²³ Берентаев К., Асылханова С. Макроэкономическая стабилизация и условия, необходимые для последующего подъема экономики Республики Казахстан, Альпари, № 2.

Այս ախտով, ամփոփելով կարող ենք նշել, որ գնաճի որոշակի կայուն մակարդակն անհրաժեշտ է տնտեսության զարգացման համար, և գնաճ – տնտեսական աճ գծային կապն ունի դրական նշան, սակայն ինչպես օրինակ ԼաՖֆերի կորի դեպքում, երբ հարկերի դրույքաչափի որոշակի շեմից բարձրացումը սկսում հակառակ ազդեցությունն ունենալ հարկային եկամուտների վրա, այսպես էլ գնաճ – տնտեսական աճի դեպքում է: Գոյություն ունի գնաճի որոշակի օպտիմալ կամ շեմային մակարդակ, որից հետո ավելի բարձր գնաճը սկսում է բացասական ազդեցություն ունենալ տնտեսական աճի միջին մակարդակների վրա: Յենց այս մակարդակի որոշումը կամ գնահատումն է ընկած երկրների կողմից գնաճի թիրախի սահմանման հիմքում, ինչը կարծում ենք գնաճի թիրախավորում իրականացնող կենտրոնական բանկերի համար կարևորագույն և ամենաբարդ խնդիրներից մեկն է, եթե ոչ ամենակարևորը:

Մեր կողմից փորձ է կատարվել գնահատել գնաճի որոշակի շեմային մակարդակ երկրների ընդհանուր խմբի վրա, որի արդյունքները տարածելի կլինեն նաև մեր տնտեսության վրա: Վերլուծության ժամանակ օգտագործվել են մոտ 25 երկրի՝ 2000-2017 թվականների գնաճի և տնտեսական աճի տարեկան վիճակագրական տվյալները: Մեր կողմից կատարված նախորդ վերլուծությունների համեմատ ընտրանքից արտաքսվել են որոշ երկրներ, քանզի դրանց թվային շարքերի տատանողականությունը բավականին մեծ էր, ինչն ազդում էր գնահատականների նշանակալիության վրա: Առհասարակ, նշենք որ մոդելի կառուցման ժամանակի հայտեն եկել բազմաթիվ խնդիրներ, որոնք կարելի է ասել, որ «հուշել» են մոդելի վերջնական տեսքը:

Այս ախտով, մեր կողմից գնահատված մոդելն ունի հետևյալ տեսքը.

$$\text{Econ_growth} = \beta_1 * \text{cpi} + \beta_2 * (\text{cpi})^2 + \beta_3 * \text{IT} + \beta_4 * \text{crisis}, \quad (3.3.3)$$

որտեղ՝

- Econ_growth-ը տնտեսական աճն է: Վերցված են երկրների տարեկան տնտեսական աճի ցուցանիշները:

- cpi-ը՝ սպառողական գների ինդեքսի տարեկան հավելւածների ցուցանիշներն են:
- cpi²-ը սպառողական գների ինդեքսի տարեկան հավելւածների քառակուսային արժեքներն են: Քանի որ ենթադրում ենք, որ գների և տնտեսական աճի միջև կապը դրական է մինչ որոշակի մակարդակ կամ շեմ, որից հետո այն դառնում է բացասական, հետևաբար տնտեսական աճ – գնաճ կապի տեսքը պետք է լինի ոչ գծային, պարաբոլիկ: Մոդելներում ցուցանիշների քառակուսային արժեքների ներառումը ոչ գծային կապերի բացահայտման և շեմային ցուցանիշների հաշվարկման համար, ընդունված մեթոդ է էկոնոմետրիկայում:
- IT-ն՝ նշանակում է գնաճի թիրախավորում (Inflation Targeting): Սամեր կողմից ստեղծված կեղծ փոփոխական է, որը մուտք ենք արել մոդել գնաճի նպատակադրման ազդեցությունները ֆիքսելու համար, ինչպես նաև որպեսզի ցույց տանք նաև գնաճի նպատակադրման ազդեցությունը տնտեսական աճի վրա: Այստեղ, այն տարիները, երբ համապատասխան երկիրն իրականացրել է գնաճի նպատակադրման ռազմավարություն, նշանակված են մեկով, հակառակ դեպքում՝ զրոյով:
- Crisis-ը, բնականաբար, ճգնաժամային տարիներն են: Մոդելի կառուցման ընթացքում կատարել ենք բազմաթիվ գնահատումներ, որոնց դեպքում գործակիցները, ինչպես նաև ընդհանուր մոդելները ոչ նշանակալի էին ստացվում: Այնուհետև, հանգեցինք այն եզրակացությանը, որ ճգնաժամային տարիներին գրանցված ցուցանիշները տարբերվում են ընդհանուր միտումներից և դառնում գործակիցների ոչ նշանակալի լինելու պատճառը: Այսպիսով, այս կեղծ փոփոխականը կառուցվել է ֆիքսելու համար ընդհանուր միտումներից այս կարճաժամկետ շեղումները, և որն իրեն արդարացրել է: Այս փոփոխականի դեպքում ևս, ճգնաժամային տարիները¹²⁴ նշանակվել են մեկով, իսկ հակառակ դեպքում նշվել է զրո:

¹²⁴ Ճգնաժամային ենք համարել այն տարիները, երբ տարեկան տնտեսական աճն եղել է բացասական:

Իրականում, մինչ վերոնշյալ մոդելի գնահատման անցնելը, կարող ենք նաև ենթադրել, գործակիցների նշանները: Այսպես, ինչպես արդեն բազմիցս նշել ենք, գնաճը տնտեսական աճի վրա պետք է ունենա դրական ազդեցություն մինչ որոշակի շեմային մակարդակ, որից հետո դրա աճը կսկսի գսպել տնտեսական աճը, այսինքն գնաճի նշանը, սպասվում է, որ կլինի դրական, իսկ դրա քառակուսային ցուցանիշի նշանը՝ բացասական:

Մեր կողմից կատարված նախորդ վերլուծություններում նշել ենք, որ գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունն, ընդհանուր առմամբ ունենում է դրական ազդեցություն տնտեսական աճի վրա: Յետևաբար գնաճի նպատակադրում փոփոխականի նշանը, սպասվում է, որ կլինի դրական:

Քննարկումից դուրս կարելի է համարել, ճգնաժամերի կեղծ փոփոխականի նշանի հարցը, այն, բնականաբար, բացասական է: Իրականում, մի փոքր վերապահումով կարող ենք նշել, որ այս կեղծ փոփոխականը կառուցվել է որպեսզի կարողանանք գտել ճգնաժամերի արդյունքները մյուս փոփոխականների գործակիցների միջից:

Մոդելը գնահատվել է փոքրագույն քառակուսիների եղանակով, բալանսավորված պանելային տվյալների հիման վրա: Մոդելի գնահատման որակական արդյունքերը ներկայացված են ստորև.

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0.708883
R Square	0.502515
Adjusted R Sq.	0.496678
Standard Error	3.199321
Observations	431

ANOVA					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	4	4414.817	1103.704	107.8294	0.00000
Residual	427	4370.624	10.23565		
Total	431	8785.441			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>
cpi	1.282458	0.110384	11.61818	0.0000	1.06549	1.49942

cpi ²	-0.09799	0.014507	-6.75449	0.0000	-0.12650	-0.06947
IT	0.748207	0.290252	2.577785	0.0103	0.17771	1.31871
crisis	-5.50274	0.631795	-8.7097	0.0000	-6.74455	-4.26092

Գծապատկեր 3.3.1 Մոդելի գնահատման որակական արդյունքները

Եթե արդյունքների մեկնաբանումը սկսենք մոդելի ընտրված տեսքից, կարող ենք ասել, որ մոդելի բնորոշումը (specification) ճշգրիտ է, ինչի մասին են փաստում ANOVA թեստի արդյունքները (F-նշանակալիության գործակիցը, ըստ էության, գրո է):

Բոլոր գործակիցները նշանակալի են նույնիսկ 99 և ավելի տոկոս վստահելիության միջակայքերում (p-արժեքները բոլոր փոփոխականների դեպքում գրո են, բացառությամբ գնաճի նպատակադրում փոփոխականի, որն էլ ընդամենը 0.01 է):

Կառուցված մոդելի հավասարումն ունի հետևյալ տեսքը՝

$$\text{Econ_growth} = 1.2825 * \text{cpi} - 0.098 * (\text{cpi})^2 + 0.7482 * \text{IT} - 5.5027 * \text{crisis} \quad (3.3.4)$$

Այսպիսով, մոդելի արդյունքներով, կարող ենք կատարել մի քանի արժեքավոր եզրակացություններ:

1. Գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը տնտեսական աճի վրա ունենում է դրական ազդեցություն: Այսինքն, քանակապես, գնաճի նպատակադրում իրականացնող երկրներում, կամ այն տարիներին, երբ համապատասխան երկրները վարել են գնաճի նպատակադրման ռազմավարություն¹²⁵, տնտեսական աճի ցուցանիշները միջինում մոտ 0.75 տոկոսային կետով ավելի բարձր են մյուս երկրների կամ նույն երկրի դեպքում՝ մյուս տարիների համեմատ:
2. Փաստացի վիճակագրական տվյալների հիման վրա ապացուցվեց այն թեզը, որ գոյություն ունի գնաճի օպտիմալ մակարդակ, որից հետո գնաճի արագացումը սկսում է բացասաբար ազդել տնտեսական աճի միջին ցուցանիշների

¹²⁵ Այստեղ, նշված տարանջատումը կատարվել է այն պատճառով, որ որոշ երկրներ ընտրված ժամանակահատվածի սկզբում գնաճի կառավարումն իրականացրել են այլ ձևով, իսկ գնաճի նպատակադրման անցել են մի քանի տարի անց:

վրա: Ասի նքն, ինչ պես և ենթադրվում էր, գնաճ փոփոխականի գործակիցը դրական է, իսկ գնաճի քառակուսու գործակիցը՝ բացասական:

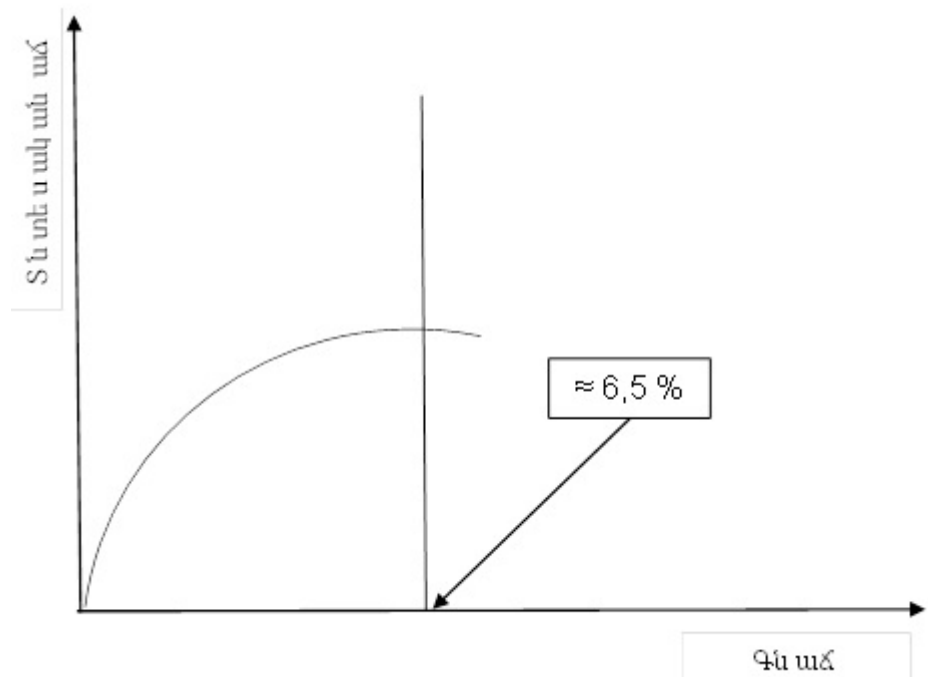
3. Մոդելի հիման վրա կարելի է նաև հաշվարկել գնաճի օպտիմալ մակարդակը: Դա կատարվում է որոշ պարզ մաթեմատիկական գործողությունների արդյունքում:

Քանի որ մեր կողմից կառուցված հավասարման ֆունկցիոնալ տեսքը պարաբոլիկ է, դրա շրջման կետը հաշվարկելու համար, անհրաժեշտ է ընդամենն ածանցել ֆունկցիան ըստ գնաճի և հավասարեցնել զրոյի: Կստանանք հետևյալ պատկերը՝

$$0 = 1.2825 - 2 * 0.098 * (cpi), \quad (3.3.5)$$

$$cpi = 1.2825 / 0.196 = 6.5, \quad (3.3.6)$$

Այսպիսով, գնաճի շեմային մակարդակը ստացվում է մոտ 6.5%:



Գծապատկեր 3.3.2 Գնաճի օպտիմալ մակարդակը (Գնաճի - տնտեսական աճ ոչ գծային կապը)

Իհարկե, սա վերաբերում է բոլոր երկրներին, այսինքն երկրները պետք է, որ բաշխված լինեն այս միջին ցուցանիշի շուրջ: Նշենք, որ մեր տնտեսությունում գնաճի թիրախը 4% է՝ տատանման թույլատրելի +/- 1.5% միջակայքով: Այսինքն, մեզ մոտ

տատանման առավելագույն շեմը կազմում է 5.5%: Կարծում ենք, որ այս հետազոտությունը և ստացված արդյունքները կարող են օգտագործվել գնաճի թիրախի վերաբերյալ հետազաքննարկումների ժամանակ:

Այսպիսով, հիմնվորվեց այն հիպոթեզը, որ գնաճը տնտեսական աճի վրա դրականորեն է ազդում մինչև որոշակի մակարդակ, որից հետո դրա հետագա աճը սկսում է բացասաբար ազդել տնտեսական աճի վրա:

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒ ԹՅՈՒՆՆԵՐ

Մեր կողմից կատարված հետազոտության արդյունքներով ձևավորված հիմնական եզրահանգումները, հետևությունները և դրանց կիրառմանն առնչվող առաջարկությունները հիմնականում հանգում են հետևյալին.

1. Տնտեսագիտական գրականությունում և գիտական հանրության զնաճի նպատակադրման ռազմավարության էության բացահայման և բովանդակության մեկնաբանման հարցում առանձին հեղինակների տեսակետները ոչ միայն չեն հակասում միմյանց, այլ լրացնում, ավելի ամբողջական են դարձնում հիմնախնդրի դիտարկումը: Մեր կողմից ընդունելի է Յեմոնդի կողմից ներկայացրած սահմանումը, ըստ որի՝ գնաճի նպատակադրումը ոչ այնքան դրամավարկային քաղաքականության կոնկրետ կանոն է, այլ մի հայեցակարգ է (framework), որի առանցքային տարրեր են. գների կայունությունը բացահայտ ճանաչվում է դրամավարկային քաղաքականության հիմնական նպատակը, գնաճի նպատակային թիրախի հրապարակային հայտարարում, դրամավարկային քաղաքականությունը հիմնված է

տեղեկատվություն լայն շրջանակի վրա՝ ներառյալ գնաճի կանխատեսումը, թափանցիկությունը և հաշվետվողականությունը:

2. Դրամավարկային քաղաքականության՝ փոխարժեքի, փողի ազդեցատների, գնաճի, առանց բացահայտ անվանական խարսխի նպատակադրման ռազմավարություններից առավել ճկունը գնաճի նպատակադրումն է, հատկապես՝ տնտեսական գործընթացներում առաջացած խնդիրների, ճգնաժամերի հաղթահարման տեսանկյուններից:
3. Գնաճի նպատակադրման հիմնական առավելություններ են՝ փողի պահանջարկի անկայունություն խնդրի շրջանցում, գնաճի տատանողականության նվազում, կենտրոնական բանկի թափանցիկության և հաշվետվողականության բարձրացում, տնտեսությունում գնաճի վերաբերյալ անորոշությունների նվազեցում, կենտրոնական բանկի նկատմամբ վստահության բարձրացում և գնաճային սպասումների խարսխում, կենտրոնական բանկի անկախության ամրապնդում՝ հստակ կողմնորոշելով մեկ նպատակի իրականացմանը, գնաճի բարձր տեմպերի և գնաճային սպասումների բավականին արագ արձագանքում և դրամավարկային քաղաքականության հստակ թիրախի սահմանում:
4. Գնաճի նպատակադրման միջազգային փորձի ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ զարգացած, անցումային տնտեսությամբ և զարգացող երկրներում գնաճի նպատակադրման ռազմավարության անցումը տվել է իր դրական արդյունքները, որոնցից հարկ է առանձնացնել գնաճի մակարդակի, գնաճի և տնտեսական աճի տատանողականության նվազումն ու գնաճային սպասումների խարսխումը նպատակային ցուցանիշի շուրջ: Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության օգտին է նաև այն փաստը, որ դեռևս գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը ընդունած որևէ երկիր, հետագայում չի հրաժարվել դրանից (բացառություն են կազմում

Ֆինլանդիան, Սլովակիան և Իսպանիան, որոնք մտնելով եվրոգոտի հրաժարվել են գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունից, սակայն դա պարտադրված է եղել ինտեգրացիոն կառույցի մեջ մտնելու փաստով և պայամանվորված չէ գնաճի նպատակադրման ռազմավարության թերություններով):

5. ՀՀ-ում գնաճի նպատակադրման ռեժիմին անցնելը հնարավորություն է տվել՝ միջազգային լավագույն փորձի ներդրման և որակապես նոր տեղեկատվության օգտագործման միջոցով ապահովել բաց, թափանցիկ, հասարակության համար առավել ընկալելի և կայուն սպասումներ ձևավորող դրամավարկային քաղաքականության իրականացում, գնաճի բնույթի փոփոխման և համընդհանուր գնաճային զարգացումների պայմաններում Կենտրոնական բանկի նկատմամբ հասարակության վստահության բարձր մակարդակի ապահովում և գնաճային սպասումների խարսխում գնաճի նպատակային թիրախի շրջանակներում:
6. Դուրսընկնելու արդյունքում բարձր մակարդակը խոչընդոտ է գնաճի նպատակադրման ռազմավարության արդյունավետ գործարկելու տեսանկյունից:
7. Չնայած, գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը ընդունած անցումային տնտեսությունը ունենցող որևէ երկիր, ամբողջությամբ չի բավարարել բոլոր անհրաժեշտ նախապայմաններին, այդուհանդերձ, գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ոչ մի ակնհայտ ձևափոխում չի արձանագրվել, այդ երկրները կարողացել են նվազեցնել գնաճի մակարդակը և ապահովել տնտեսության կայունությունը: Համապատասխանությունը պահանջվող պայմաններին պարզապես օգնում է ավելի ճշգրիտ կատարել ընտրված նպատակները:
8. Կատարված վերլուծության արդյունքները հնարավորություն են տվել հիմնավորելու, որ գնաճի

նպատակադրման ռազմավարությանն անցումը՝ որպես դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետ գործիք, միանշանակ արդարացված է ինչպես զարգացած, այնպես էլ զարգացող երկրներում:

9. Կայուն տնտեսական աճի ապահովման համար չափազանց կարևոր նախադրյալ է կայուն մակրոտնտեսական միջավայրի առկայությունը: Գների կայունության ապահովումը իր հերթին մակրոտնտեսական կայունության ապահովման կարևորագույն տարրերից է, ինչը հատկապես շատ է կարևորվում օտարերկրյա ներդրողների կողմից: Մակրոտնտեսական կայունությունը նպաստում է ՕՈՒՆ-երի ներգրավմանը:
10. Գների կայունությանը լավագույնս ապահովվում է գնաճի նպատակադրման ռազմավարության միջոցով:
11. Գնաճ թիրախավորող երկրներում գնաճի միջին մակարդակը գրեթե կրկնակի ավելի ցածր է եղել, քան մյուս երկրներում:
12. Գնաճի տատանողականությունը գնաճի նպատակադրում իրականացնող երկրներում էականորեն փոքր է:
13. Գնաճի տատանողականությունն ազդում է երկարաժամկետ սպասումների ձևավորման, հատկապես գնաճային սպասումների, ինչպես նաև երկարաժամկետ տոկոսադրույքների տատանողականության վրա, որոնք էլ, բարելավելով տնտեսության ներդրումային գրավչությունը, դրականորեն են ազդում տնտեսության ներուժային աճի մեծացման վրա:
14. Գնաճի նպատակադրումից հետո, տարբեր երկրների գնաճի մակարդակները միմյանց էականորեն ավելի մոտ են քան նախկինում, քանի որ գնաճի թիրախներն են միմյանց բավականին մոտ: Յետևաբար, կարող ենք եզրակացնել, որ նշված երկրների միջև արտադրողականության ներքին աճերի տարբերությամբ պայմանավորված իրական փոխարժեքերի ճշգրտումները, մեծամասամբ իրականանալու են անվանական փոխարժեքի միջոցով:

15. Գնաճի նպատակադրում իրականացնող երկրներում, գնաճի միջին մակարդակի և տատանողականության նվազմանը զուգընթաց, կարող է դիտվել անվանական փոխարժեքի տատանողականության աճ:
16. Գնաճի նպատակադրմանն անցնելուց մի քանի տարի առաջ (2-3) կարող են նկատվել որոշակի խնդիրներ աշխատանքի շուկայում (ըստ էության սաշոկ է տնտեսության համար), որոնք սակայն երկարաժամկետում լուծվում են՝ գնաճի նպատակադրման ռազմավարության բազմաթիվ դրական կողմերի նյութականացման հետևանքով, և աշխատանքի շուկան կայունանում է իր երկարաժամկետ հավասարակշիռ մակարդակների շուրջ, սակայն շատ ավելի ցածր գնաճի մակարդակներում:
17. Գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանը՝ մեծացնելով դրամավարկային քաղաքականության թափանցիկությունը և հաշվետվողականությունը, նվազեցնելով հիմնական մակրոտնտեսական ցուցանիշների տատանողականությունները, կրճատում է տնտեսության ապագայի վերաբերյալ անորոշությունները և, հետևաբար, բարելավում է ներդրումային միջավայրը, մեծացնում տեխնոլոգիաների, կառավարչական ժամանակակից մեթոդների և նոր մշակույթի, փորձի ներհոսքը դեպի տնտեսություն, որի վերջնարդյունքում, իհարկե, մեծանում է տնտեսության աճի ներուժը:
18. ՀՀ Աճեղքի ազդեցությունը գնաճի վրա կարճաժամկետում դրական է (Նորքեյնսյան Ֆիլիպսի կոր), սակայն բավականին չափավոր, ընդ որում ՀՀ տնտեսությունում ավելի ազդեցիկ է գնաճային սպասումների ազդեցությունը գնաճի վրա, քան ՀՀ Աճեղքի:
19. Ավանդական գնաճ-տնտեսական աճ կապը ՀՀ տնտեսությունում կարճաժամկետում դրական է, սակայն չափավոր, իսկ երկարաժամկետում այս կապն անհետանում է:

20. Գնաճի փաստացի մակարդակի՝ թիրախային մակարդակից շեղվելու դեպքում նպատակահարմար է ԿԲ-ի արագ արձագանքը, ինչի շնորհիվ ունենում ենք խարսխված գնաճ, ճիշտ սպասումներ և ԿԲ նկատմամբ վստահություն և աճ:

21. Գնաճի նպատակադրում իրականացնող երկրներում կամ այն տարիներին, երբ համապատասխան երկրները վարել են գնաճի նպատակադրման ռազմավարություն, տնտեսական աճի ցուցանիշները միջինում մոտ 0.75 տոկոսային կետով ավելի բարձր են մյուս երկրների կամ նույն երկրի դեպքում՝ մյուս տարիների համեմատ:

22. Գոյություն ունի գնաճի օպտիմալ մակարդակ, որից հետո գնաճի արագացումը սկսում է բացասաբար ազդել տնտեսական աճի միջին ցուցանիշների վրա: Այդ մակարդակը ստացվում է մոտ 6.5%:

Հիմնվելով վերոնշյալ եզրակացությունների վրա՝ կարող ենք կատարել հետևյալ առաջարկությունները.

1. Առաջարկում ենք ՀՀ-ում առկա գնաճի թիրախից շեղման +/- 1.5% միջակայքը փոքրացնել՝ դարձնելով այն +/- 1.0%:
2. Առաջարկում ենք ձեռնարկել քայլեր՝ ուղղված ՀՀ-ում գնաճի տատանողականության նվազմանը, որն էլ իր հերթին կնպաստի տնտեսական աճի տատանողականության նվազմանը. մասնավորապես՝ ԿԲ-ն հայտարարի, որ այսուհետ իրական փոխարժեքի ճշգրտումները մեծամասամբ իր վրակրելու է անվանական փոխարժեքը:
3. Առաջարկում ենք, որ ՀՀ ԿԲ-ն առավել ազույն սահմանափակի արտարժույթի շուկայում իր մասնակցությունը՝ այդպիսով մի փոքր բարձրացնելով անվանական փոխարժեքի տատանողականությունը՝ նաև արժևորման ուղղությամբ, ինչն արտարժույթային շուկայի մասնակիցների համար կստեղծի երկկողմաբան հիսկեր (և արժևորման և արժեզրկման ուղղությամբ), որն էլ կնպաստի դուրսարայնացման մակարդակի նվազմանը:

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒ ԹՅԱՆ ՑԱՆԿ

1. ՀՀ ԿԲ տեղեկագիր 2006-2019թթ.:
2. ՀՀ ԿԲ Դրամավարկային քաղաքականության ծրագիր (Գնաճի հաշվետվություն)՝ 2002-2018թթ.:
3. «Հայաստանի Հանրապետության 2017 թվականի պետական բյուջեի մասին» ՀՀ օրենք:
4. «Հայաստանի Հանրապետության 2016 թվականի պետական բյուջեի մասին» ՀՀ օրենք:
5. Հայաստանի Հանրապետության Սահմանադրության փոփոխություններ:
6. «ՀՀ կենտրոնական բանկի մասին» օրենք:
7. «Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի կողմից գնաճի նպատակադրման ռազմավարության հիմնավորում» փաստաթուղթ, 15 էջ

8. Թավադյան Ա. «Գնաճի, ազգային արժույթի փոխարժեքի կարգավորումը որպես տնտեսական քաղաքականության բաղկացուցիչ մաս և դրա ազդեցությունը տնտեսական աճի վրա»: Նորավանք հրատարակչություն, 2017
9. Ղազարյան Ն., «Գնաճի մոդելավորումը ՀՀ տնտեսությունում», ՀՀ Կենտրոնական Բանկ, Դրամավարկային քաղաքականության վարչության աշխատանքային փաստաթուղթ 08/10-01 (2010), էջ 1-44
10. Մկրտչյան Ա., «Գների կայունությունը և գնաճի օպտիմալ մակարդակի ընտրությունը», Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա, #10-11 սեպտեմբեր-հոկտեմբեր 2009, էջ 51-55
11. Договор о Евразийском экономическом союзе.
12. Акерлоф Дж. Поведенческая макроэкономическая теория и макроэкономическое поведение, Эковест., 2004, № 4 (2), С. 188-228.
13. Берентаев К., Асылханова С. Макроэкономическая стабилизация и условия, необходимые для последующего подъема экономики Республики Казахстан, Альпари, № 2.
14. Елисеевой И.И., ' Эконометрика' Учеб./под ред, М., 2009, с. 25-28
15. Илларионов А. Инфляция и экономический рост, Вопросы экономики №14, 1998
16. Картаев Ф.С. Влияет ли режим монетарной политики на реальный выпуск? Вестник Института экономики Российской академии наук, 2017. № 1. С. 81–92.
17. Картаев Ф. С. Оценка влияния монетарной политики на экономический рост для различных групп стран, Финансы: теория и практика. 2018. Т. 22. № 1. С. 50–63.
18. Магнус Я.Р., Катышев П.К., Пересецкий А.А., Эконометрика. Начальный курс: Издательство "ДЕЛО" Москв, 2004, с. 576
19. Международный научно-исследовательский журнал. Декабрь, 2015.
20. НБ Казахстана, государственная денежно-кредитной политика, Обзор инфляции 2000-2018гг., НБ Казахстана, государственная денежно-кредитной политика, Обзор инфляции 2000-2008гг., Министерство национальной экономики РК комитет по статистике, Динамика основных социально-экономических показателей, Основные социально-экономические показатели Республики Казахстан
21. Стиглиц Дж. Макрои микроэкономические стратегии для России, Бюллетень ЭКААР. – стр.10-11

22. Толстолесова Л.А. Инфляционное таргетирование: преимущества и ограничения использования, *Международный научно-исследовательский журнал* № 11 (42), Часть 1, Декабрь с. 116-119
23. Трунин П.В., Божечкова А.В., Киюцевская А.М. О чем говорит мировой опыт инфляционного таргетирования, *Деньги и кредит*. 2015. № 4. С. 61–67.
24. ЦБ РФ Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики 2000-2018гг., Федеральная служба государственной статистики, Российский статистический ежегодник.
25. Юдаева К. О возможностях, целях и механизмах денежно - кредитной политики в текущей ситуации, *Вопросы экономики*. 2014. №9. С. 4-12.
26. Allen M., Baumgartner U., and Rajan R. "Inflation Targeting and the IMF", IMF, March 16, 2006, pp. 1-64
27. Aizenman J., Hutchison M., Noy I. Inflation Targeting and Real Exchange Rates in Emerging Markets.
28. Akerlof, George, Dickens, William, and George Perry, "The Macroeconomics of Low Inflation," *Brookings Papers on Economic Activity* 1, 1996: 1-59
29. Andres J. and Hernando I., "Does inflation harm economic growth: Evidence for the OECD", NBER Working Paper #6062, 1997
30. Apel M. and Claussen C., "Inflation targets and intervals – an overview of the issues", *Sveriges Riks bank Economic Review* 2017:1, pp. 83-103
31. Ayres K., Belasen A.R., Kutan A.M. Does inflation targeting lower inflation and spur growth? *Journal of Policy Modeling*, 2014, vol. 2, no. 36, pp. 373–388. doi: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jpolmod.2012.12.008>.
32. Ball L. and Sheridan N., "Does Inflation Targeting Matter?", IMF working paper 09/129, June 2003, pp. 1-34
33. Barro R., "Inflation and economic growth", NBER Working Paper #5326, 1995
34. Batini N., Breuer P., Kochhar K., Roger S. "Inflation Targeting and the IMF". IMF Board Paper, 2006, no. SM/06/33.
35. Batini N., Kuttner K., and Laxton D., "Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets?", *WEO.*, 2005, pp. 161-186
36. Batini N. and Laxton D., "Under What Conditions Can Inflation Targeting Be Adopted? The Experience of Emerging Markets", *Central Bank of Chile*, N406, December 2006, pp. 1-40

37. Bean, C (1998), 'The new UK monetary arrangements: A view from the literature', *Economic Journal*, Vol. 108, 1998, pp. 1795–1809, http://economia.unipv.it/pagp/pagine_personali/gascari/bean98.pdf.
38. Bernanke B., Laubach T., Mishkin F. and Posen A. "Inflation Targeting: Lessons from the International Experience", Princeton, NJ: Princeton University Press, 2001
39. Bernanke B. and Woodford, M, "The Inflation Targeting Debate", Chicago, Illinois, University of Chicago Press., 2005
40. Bernanke, Ben S. and Ilian Mihov, "Measuring Monetary Policy", NBER Working Paper No. 5145, 1995
41. Blanchard O., and Gali J., "Real Wages Rigidities and The New Keynesian Model," *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 39, Supplement 1, 2007, pp. 35-65.
42. Boivin J., Kiley M., Mishkin, F., How has the monetary transmission mechanism evolved over time?, NBER Working Paper No 15879, 2010
43. Carare A., Stone M.R. Inflation Targeting Regimes. *European Economic Review*, 2006, vol. 50, iss. 5, pp. 1297–1295.
44. Carvalho F., "Inflation Targeting and the Crisis An Empirical Assessment", IMF WP/10/45, 2010, pp. 1-22
45. Cecchetti, S. and M. Ehrmann, Does Inflation Targeting Increase Output Volatility? An International Comparison of Policymakers Preferences and Outcomes, Central Bank of Chile Working Papers 69, April 2000, pp. 1-40
46. Central Bank of the Republic of Turkey Istiklal Caddesi, 2008, no. 10.
47. Christopher A. Sims – "Macroeconomics and Reality", *Econometrica*, Vol. 48, No. 1. (Jan., 1980), pp. 1-48.
48. Clarida R., Gali J., Gertler M. "The Science of Monetary Policy: A New Keynesian Perspective", *Journal of Economic Literature*, 1999
49. Clifton E., Hyginus L., and Wong C. "Inflation Targeting and the Unemployment-Inflation Tradeoff". IMF Working Paper 01/166., 2001, pp. 1-42
50. Corbo, Victorio and Klaus Schmidt-Hebbel, A Inflation Targeting in Latin America, Paper presented at the Latin American Conference on Financial and Fiscal Policies, Stanford University, November 2000
51. De Carvalho Filho, Irineu, "Inflation Targeting and the Crisis: An Empirical Assessment", IMF Working Paper No. WP/10/45, IMF, Washington, D.C., 2010

52. Edwards S. The relationship between exchange rates and inflation targeting revisited. National Bureau of Economic Research, 2006, no. w12163. DOI 10.3386/w12163.
53. Emerging Market Economies. IMF Staff Discussion Note, 2012, no. SDN/12/01.
54. Feldstein, Martin S., 1997. "The costs and benefits of going from low inflation to price stability." In Christina D. Romer and David H. Romer (eds.) Reducing Inflation: Motivation and Strategy. Chicago: University of Chicago Press.
55. Fischer S., "Maintaining Price Stability", 1997 <https://www.minneapolisfed.org/publications/the-region/maintaining-price-stability>
56. Fischer S., Modigliani F. "Towards An Understanding of the Real Effects and Costs of Inflation", NBER working paper No. 303, 1978, pp. 1-37
57. Fraga A., Goldfajn I, and Minella A., "Inflation Targeting in Emerging Market Economies," NBER Working Paper, No. 10019, 2003, pp. 1-51
58. Freedman C, Laxton D., "Why inflation targeting?", International Monetary Fund WP/09/86, April 2009, pp. 1-27
59. Freedman C., Laxton D., and Otker-Robe I., "On Developing a Full-Fledged Inflation Targeting Regime: Doing What You Say and Saying What you Do," forthcoming Internet Book on Inflation Targeting, 2009
60. Friedman M. "The optimum quantity of money: and other essays", 1969, 296 p.
61. J. Gali "Monetary Policy, Inflation and the Business Cycle: An Introduction to the New Keynesian Framework", 2008
62. Ghosh A. and Phillips S., "Warning: Inflation May Be Harmful to Your Growth", IMF Staff Papers, Vol. 45, No. 4., 1998, pp.672-710
63. Glazev S., "The questions of Economics". 2015. N9-pp.1-12.
64. Gonçalves, Carlos Eduardo S. and João M. Salles (2008), "Inflation targeting in emerging economies: What do the data say?", Journal of Development Economics, Vol. 85, pp. 312- 318.
65. Goodhart, Charles A.E. (2010), –The Political Economy of Inflation Targets: New Zealand and the U.K.|| in Leeson, Robert (ed.), Canadian Policy Debates and Case Studies in Honour of David Laidler, Palgrave Macmillian, pp. 171—214.
66. Goodhart, C., "Monetary transmission lags and the formulation of the policy decision on interest rates", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, July/August 2001, pages 165-182

67. Greenspan Alan 1994a. Testimony before the Subcommittee on Economic Growth and Credit Formation of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, U.S. House of Representatives, February 22, 1994.
68. Gramlich, Edward (2000). "Inflation Targeting." Remarks before the Charlotte Economics Club, January 13.
69. Guo, Shenyang and Mark W. Fraser (2010), Propensity Score Analysis: Statistical Methods and Applications, New York, NY: SAGE Publications.
70. Hale G., Philippov A. Is transition to inflation targeting good for growth? FRBSF Economic Letter, 2015, no. 14.
71. Hammond G., "State of the Art of Inflation Targeting," Centre for Central Banking Studies Handbook-No. 29, London: Bank of England, February 2012
72. Hammond G., Kanbur R. and Prasad E., "Monetary Policy Challenges for Emerging Market Economies", 2009
73. Hyvonen M. Inflation Convergence Across Countries, Research Discussion Paper Economic Research Department Reserve Bank of Australia. June 2004.
74. IMF, Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 2017
75. Johnson, David R. (2002), –The effect of inflation targeting on the behavior of expected inflation: evidence from an 11 country panel, Journal of Monetary Economics 49(8), pp. 1521—1538.
76. Journal of CeJohnson, David R. (2002), –The effect of inflation targeting on the behavior of expected inflation: evidence from an 11 country panel,|| Journal of Monetary Economics 49(8), 1521—1538.
77. Guo, Shenyang and Mark W. Fraser (2010), Propensity Score Analysis: Statistical Methods and Applications, New York, NY: SAGE Publicationsntral Banking, 2005, vol. 1, no. 3, pp. 153–175.
78. Kara A. Turkish experience with implicit inflation targeting. Research and Monetary Policy Department
79. Kia A. "Deficits, Debt Financing, Monetary Policy and Inflation in Developing Countries: Internal or External Factors?", October 2004, pp. 1-56
80. Kydland, Finn and Edward Prescott (2015), "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans", Journal of Political Economy, Vol. 85, pp. 4473-4492.
81. Laurence B. "What causes inflation?", Business review, march/april 1993, pp. 3-12
82. Lawrence C. – "Christopher A. Sims and Vector Autoregressions", Scand. J. of Economics 114(4), 1082–1104, 2012.

83. Lawrence C. and Martin Eichenbaum, "Liquidity Effects, Monetary Policy and the Business Cycle": *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 27, No.4, 1995, pages 1113 – 1136.
84. Lawrence C., Eichenbaum M., Evans C., "Monetary Policy Shocks: What Have We Learned and to What End?", NBER Working Paper No. 6400., 1999
85. Laxton D., Freedman C. (2009): "IT Framework Design Parameters", International Monetary Fund WP/09/87, April 2009, pp. 1-18
86. Leiderman L., Maino R., Parrado E. Inflation Targeting in Dollarized Economies, IMF Working Paper № 06/157. 2006. P. 20.
87. Levin A., Natalucci F., and Piger J., "The Macroeconomic Effects of Inflation Targeting," *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, 2004, pp. 51-80
88. Lin S., Ye H. Does Inflation Targeting Make a Difference in Developing Countries? *Journal of Development Economics*, 2009, vol. 89, no. 1, pp. 118–123. doi <https://doi.org/10.1016/j.jdeveco.2008.04.006>.
89. Lieberman S. Language diversity and language contact. Palo Alto: Stanford University Press, 1981. 390 p.
90. Masson, Paul R., Savastano, Miguel A. and Sharma, Sunil. The Scope for Inflation Targeting in Developing Countries, IMF Working Paper 97/130,
91. Minella A., De Freitas P., Goldfajn I., Muinhos M. Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges. Banco Central do Brazil, Working Paper Series, 2002, no. 53, p. 1–47.
92. Minella A., De Freitas P., Goldfajn I., Muinhos M. Inflation Targeting in Brazil: Lessons and Challenges. Banco Central do Brazil, Working Paper Series, 2002, no. 53, p. 1–47.
93. Mishkin F. and Savastano M., "A Monetary Policy Strategies for Latin America", *Journal of Development Economics*, forthcoming, October 2001
94. Mishkin, Frederic S., "Issues in Inflation Targeting," in *Price Stability and the Long-Run Target for Monetary Policy*, (Bank of Canada: Ottawa, Canada, forthcoming 2001).
95. Mishkin F. "The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary policy", National Bureau of Economic Researches, working paper 5464.
96. Mohsin K., Abdelhak S., "Threshold effects in the relationship between inflation and growth", IMF WP/00/110, June 2000, pp. 1-31
97. Peersman G., Smets F., "The Monetary Transmission Mechanism in the Euro Area: More Evidence from VAR Analysis": European Central Bank, Working Paper No 91., 2001

98. Sebastian Edwards The Relationship Between Exchange Rates and Inflation Targeting Revisited The National Bureau Of Economic Research , 2006, no. w12163. DOI 10.3386/w12163.
99. Ostry J., Ghosh A., Chamon M. Two Targets, Two Instruments: Monetary and Exchange Rate Policies in
100. Petursson, Thorarinn G. (2004a), –The Effects of Inflation Targeting on Macroeconomic Performance,|| Central Bank of Iceland Working Paper 23.
101. Roger S., “Inflation Targeting Turns 20,” Finance & Development, Vol. 47, No. 1, 2010, pp.46–49.
102. Sarwat, Jahan (2012), “Inflation Targeting: Holding the Line”, Finance & Development, March (www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm)
103. Sims C.– “Macroeconomics and Reality”, Econometrica, Vol. 48, No. 1. (Jan., 1980), pp. 1-48
104. Stephen C., “Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism”, NBER Working Paper No. 7151., 1999
105. Svensson L., “Inflation targeting”, NBER, working paper 16654, December 2010, pp. 1-76
106. Tapsoba R., “Does Inflation Targeting Matter for Attracting Foreign Direct Investment into Developing Countries?”, CERDI, Etudes et Documents, E 2012. 03.
107. Taylor J.,□“Discretion Versus Policy Rules in Practice”,□ Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, Vol. 39, 1993, pp. 195-214.
108. Taylor J., “The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework”, Journal of Economic Perspectives-Volume 9, Number 4, Fall 1995, Pages 11-26.
109. Trunin P.V., Bogachkova A.B., Kiyutsevskaya A.M. What do global practices of inflation targeting shows? *Den'gi i kredit = Money and Credit*, 2015, no. 4, pp. 61–67. (In Russ.)
110. Vega M., Winkelried D. Inflation Targeting and Inflation Behavior: A Successful Story? International
111. Whelan, Karl (2013), “A broader mandate: Why inflation targeting is inadequate”, in Lucrezia Reichlin and Richard Baldwin (eds), Is Inflation Targeting Dead?, Centre for Economic Policy Research (CEPR), London.
112. Wooldridge J. “Introductory Econometrics, a modern approach 5th edition”, 2013, pp. 1-881
113. World Development, 2011, vol. 39, no. 5, pp. 712–724.

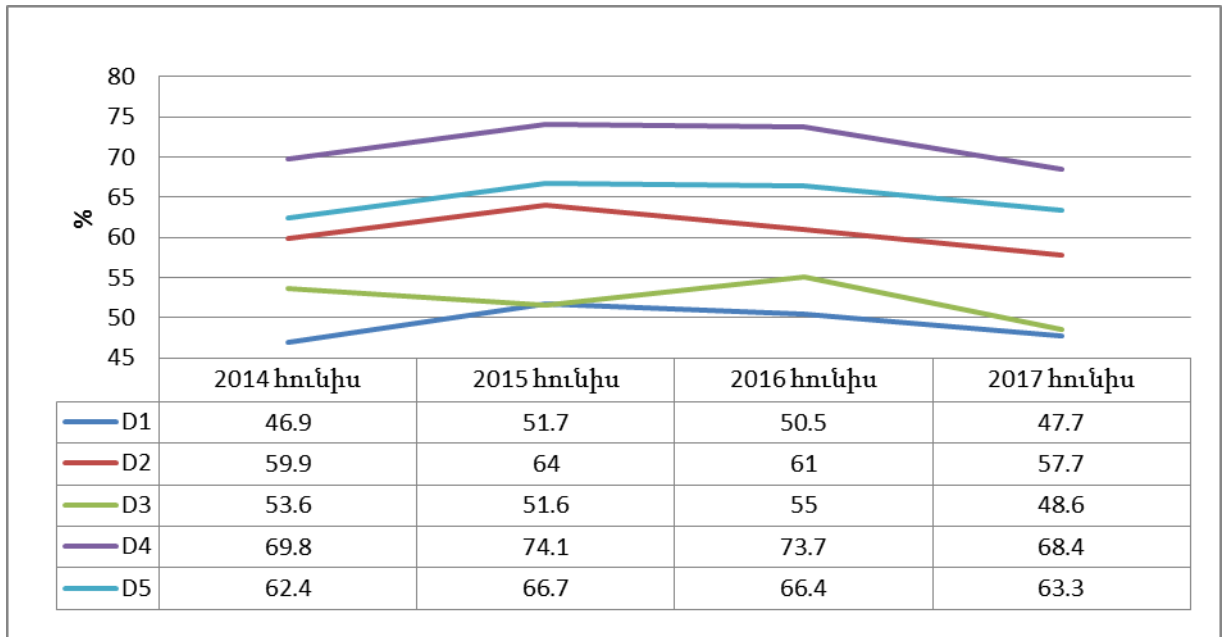
114. World Economic Outlook, (September 2005) Chapter 4. Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets?
115. <https://www.imf.org>
116. <https://data.worldbank.org>
117. <https://www.cba.am>
118. <http://www.armstat.am>
119. <https://knoema.ru>
120. <https://www.cbr.ru>
121. <http://www.gks.ru>
122. <https://www.statbureau.org>
123. <https://connectusfund.org>
124. <http://www.eviews.com>
125. www.stats.govt.nz

ՀԱՎԵԼ ՎԱՃՆԵՐ

Հավելված 1.

Գծապատկեր 1.1 Դոլարայնացման մակարդակը ՀՀ-ում 2014-2017թթ¹²⁶

¹²⁶ Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ ԿԲ տվյալների հիման վրա: D1՝ ռեզիդենտների արտարժույթային ավանդների և փոդի զանգվածի հարաբերակցություն, D2՝ ռեզիդենտների արտարժույթային ավանդների և ռեզիդենտների ընդհանուր ավանդների հարաբերակցություն, D3՝ ռեզիդենտ ֆիզիկական անձանց արտարժույթով ցափանջ ավանդների կշիռ ռեզիդենտ ֆիզիկական անձանց ընդհանուր ժամկետային ավանդներում, D4՝ ռեզիդենտ ֆիզիկական անձանց արտարժույթով ժամկետային ավանդների կշիռ ռեզիդենտ ֆիզիկական անձանց ընդհանուր ժամկետային ավանդներում, D5՝ ռեզիդենտ իրական հատվածին արտարժույթով տրամադրված վարկերի և ռեզիդենտ իրական հատվածին տրամադրված ընդհանուր վարկերի հարաբերակցություն:



Հավելված 2

Աղյուսակ 2.1 Երկարաժամկետ հետևանքների ազդեցությունը դրամավարկային քաղաքականության անցման տարբեր նպատակային թիրախների վրա¹²⁷

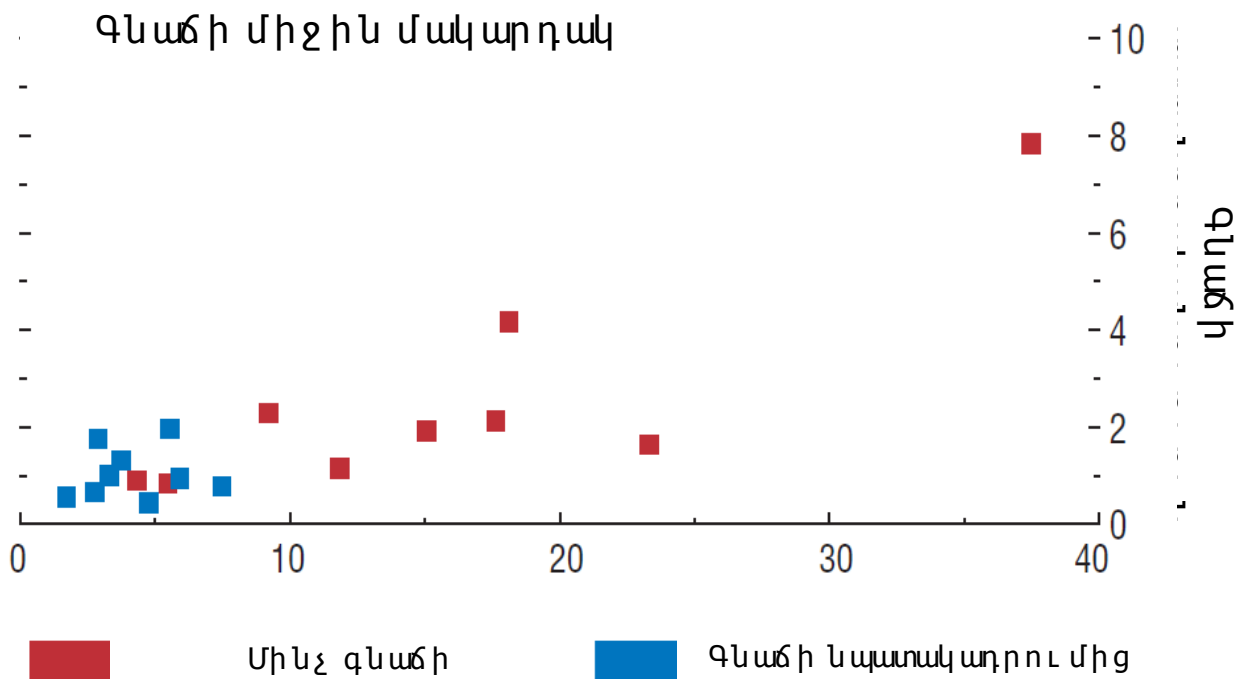
Ընտրանք	Ամբողջական ընտրանք	Եվրոսա	Ասիա
Գնաճի նպատակադրման երկարաժամկետ հետևանքները	0.267*** ¹²⁸ (0.041)	0.201*** (0.044)	0.416 (0.063)
Փոխարժեքի կիրառման երկարաժամկետ հետևանքները որպես անվանական	0.057 (0.039)	-0.024 (0.041)	0.108 (0.087)

¹²⁷ Картаев Ф. С. Оценка влияния монетарной политики на экономический рост для различных групп стран, Финансы: теория и практика. 2018. Т. 22. № 1. С. 54

¹²⁸ *, ** և *** նշանները ցույց են տալիս համապատասխանաբար 10, 5 և 1% մակարդակներում դրանց նշանակալիությունը:

Խարիսխ			
Փողի գանգվածի թիրախավորման երկարատև և կարճ հետևանքները	0.087** (0.035)	0.072 (0.025)	0.167 (0.089)
Ընտրանք	Աֆրիկա	Հարավային Ամերիկա	Անցումային տնտեսություն
Գնահի նպատակադրման երկարատև և կարճ հետևանքները	0.237*** (0.060)	0.238** (0.094)	0.417*** (0.062)
Փոխարժեքի կիրառման երկարատև և կարճ հետևանքները որպես անվանական Խարիսխ	0.088 (0.064)	0.008 (0.068)	0.299*** (0.042)
Փողի գանգվածի նպատակադրում երկարատև և կարճ հետևանքները	0.063 (0.040)	0.015 (0.079)	0.310*** (0.061)

Չափերի ված 3



Գծապատկեր 3.1 Գնաճի միջին մակարդակը և տատանողականությունը գնաճ նպատակադրող զարգացող երկրներում¹²⁹

Հավելված 4

Աղյուսակ 4.1 Տնտեսության զարգացման մակարդակով ՀՀ տնտեսությանը մոտ գտնվող, հիմնականում գնաճ նպատակադրման ռազմավարությունն իրականացնող կամ տարածաշրջանային գործընկեր հանդիսացող երկրների միջին գնաճ և տնտեսական

Երկիր	Միջին գնաճ	Միջին տնտեսական աճ	Գնաճի նպատակադրում
Ալբանիա	2.48716	4.385308	Ոչ
Ալժիր	4.025219	3.556635	Ոչ
Հայաստան	3.658125	6.589695	Այո
Բրազիլիա	6.651957	2.476094	Այո
Բուլղարիա	4.335242	3.703539	Ոչ
Չիլի	3.22707	3.895259	Այո
Չինաստան	2.202695	9.282999	Ոչ
Կոլումբիա	5.18079	3.931733	Այո
Խորվաթիա	2.219256	1.952514	Ոչ
Չեխիա	2.208078	2.8823	Այո
Սալվադոր	2.575113	1.96441	Ոչ
Էստոնիա	3.37554	3.973144	Ոչ
Վրաստան	4.922883	5.428992	Այո
Գվատեմալա	5.73128	3.450446	Այո
Հունդուրաս	6.677154	4.170944	Ոչ

¹²⁹ Աղբյուրը՝ Nicoletta Batini, Kenneth Kuttner, and Douglas Laxton (2005): “Does Inflation Targeting Work in Emerging Markets?” .

Ինդոնեզիա	6.987036	5.278904	Այն
Իսրայել	1.613641	3.499481	Այն
Մալեդոնիա	2.230925	2.781215	Ոչ
Մեքսիկա	4.623138	2.201476	Այն
Մոլդովա	8.304152	4.617095	Ոչ
Նոր Չեխիա	2.18648	2.868619	Այն
Նորվեգիա	2.055738	1.710381	Այն
Պերու	2.80663	4.955699	Այն
Ֆիլիպիններ	3.835674	5.298301	Այն
Լեհաստան	2.618336	3.720836	Այն
Սլովակիա	3.612836	3.903975	Ոչ
Սլովենիա	3.221193	2.317291	Ոչ
ՀԱՀ	5.407184	2.890521	Այն
Ղրղզստան	7.661412	4.482088	Ոչ
Ռուսաստան	11.16308	3.847787	Այն

Հավելված 5

Աղյուսակ 5.1 ՀՀ իրական ՀՆԱ-ի և ՌԴ իրական ՀՆԱ-ի շարժընթացը 2000-2018թթ. (եռամսյակային)¹³⁰

Տարի, եռամսյակ	ՀՀ իրական ՀՆԱ-ն՝ եռամսյակային	ՌԴ իրական ՀՆԱ-ն՝ եռամսյակային
2000, 1-ին եռ	208525.1	11247.2
2000, 2-րդ եռ	279056.5	11726.7
2000, 3-րդ եռ	372232.8	13198.5
2000, 4-րդ եռ	401097.0	13395.0
2001, 1-ին եռ	232482.6	11774.3
2001, 2-րդ եռ	294822.9	12318.9
2001, 3-րդ եռ	428508.8	13994.3
2001, 4-րդ եռ	425597.8	14003.2
2002, 1-ին եռ	251947.4	12221.5
2002, 2-րդ եռ	323479.1	12861.7
2002, 3-րդ եռ	484926.2	14614.1
2002, 4-րդ եռ	503216.6	14866.5
2003, 1-ին եռ	279363.3	13148.8
2003, 2-րդ եռ	375920.4	13886.6

¹³⁰ Աղյուսակը կազմվել է ՎԿ, ՀՀ ԿԲ, ՌԴ ԿԲ տվյալների հիման վրա

2003, 3-րդ եռ	554155.6	15522.2
2003, 4-րդ եռ	573667.7	16014.6
2004, 1-ին եռ	301698.0	14101.0
2004, 2-րդ եռ	414986.1	15001.7
2004, 3-րդ եռ	625249.1	16659.1
2004, 4-րդ եռ	627826.5	17010.6
2005, 1-ին եռ	327135.6	14887.2
2005, 2-րդ եռ	474747.6	15903.9
2005, 3-րդ եռ	705065.9	17652.1
2005, 4-րդ եռ	735931.8	18334.1
2006, 1-ին եռ	370000.4	15973.6
2006, 2-րդ եռ	565444.8	17189.2
2006, 3-րդ եռ	790806.1	19097.9
2006, 4-րդ եռ	812645.1	19962.3
2007, 1-ին եռ	414861.4	17262.7
2007, 2-րդ եռ	622876.5	18670.6
2007, 3-րդ եռ	915268.8	20658.7

(Շարունակություն)

2007, 4-րդ եռ	934967.7	21796.0
2008, 1-ին եռ	469131.0	18846.7
2008, 2-րդ եռ	683115.2	20145.8
2008, 3-րդ եռ	1056298.5	21983.4
2008, 4-րդ եռ	880076.1	21507.8
2009, 1-ին եռ	439029.2	17112.5
2009, 2-րդ եռ	555120.5	17899.3
2009, 3-րդ եռ	847261.5	20088.7
2009, 4-րդ եռ	810170.1	20951.2
2010, 1-ին եռ	470555.8	17808.8
2010, 2-րդ եռ	606073.7	18794.3
2010, 3-րդ եռ	798927.7	20857.3
2010, 4-րդ եռ	834358.9	22015.5
2011, 1-ին եռ	479643.2	18573.4
2011, 2-րդ եռ	626872.2	19770.2
2011, 3-րդ եռ	851917.8	21902.0
2011, 4-րդ եռ	878849.0	23257.0
2012, 1-ին եռ	504522.9	19584.2
2012, 2-րդ եռ	671932.2	20647.5
2012, 3-րդ եռ	929599.3	22617.8

2012, 4-րդ ԵՌ	933888.3	23700.3
2013, 1-ին ԵՌ	541106.8	19830.2
2013, 2-րդ ԵՌ	677786.5	20994.9
2013, 3-րդ ԵՌ	945311.0	22985.7
2013, 4-րդ ԵՌ	981780.5	24285.6
2014, 1-ին ԵՌ	557390.9	19922.9
2014, 2-րդ ԵՌ	691821.3	21268.4
2014, 3-րդ ԵՌ	995988.6	23188.0
2014, 4-րդ ԵՌ	1015148.1	24365.2
2015, 1-ին ԵՌ	576298.1	19544.5
2015, 2-րդ ԵՌ	722954.8	20543.7
2015, 3-րդ ԵՌ	1038388.6	22570.0
2015, 4-րդ ԵՌ	1028270.0	23577.6
2016, 1-ին ԵՌ	603106.6	19460.1
2016, 2-րդ ԵՌ	741617.5	20444.1

(Շարունակություն)

2016, 3-րդ ԵՌ	1010906.1	22491.0
2016, 4-րդ ԵՌ	1017501.3	23648.4
2017, 1-ին ԵՌ	645927.2	19555.2
2017, 2-րդ ԵՌ	790564.3	20952.9
2017, 3-րդ ԵՌ	1057407.8	22899.7
2017, 4-րդ ԵՌ	1131461.4	24003.1
2018, 1-ին ԵՌ	707095.0	19992.5
2018, 2-րդ ԵՌ	846825.1	21678.6
2018, 3-րդ ԵՌ	1083843.0	23114.5

Հավելված 6

Աղյուսակ 6.1 ՀՀ-ում ՍԳԻ-ի և M2-ի շարժընթացը 2000-2018թթ.
(ամսական)¹³¹

	ՍԳԻ, նախորդ տարվանույն ամսվա նկատմամբ	M2* (ամսական)	Միջբանկային ռեպոտոկոսադրույք (ամսական)
2000/1	100.0	50687.74	-
2000/2	100.1	49537.99	-
2000/3	100.3	52828.17	-
2000/4	99.1	51847.06	-
2000/5	98.3	52897.3	-
2000/6	98.0	55730.15	-
2000/7	99.3	59243.19	21.5
2000/8	98.9	59472.38	19.5
2000/9	98.9	60741.94	22.7
2000/10	98.4	62559.55	21.8
2000/11	99.0	70495.03	25.8
2000/12	100.4	76722.01	26.2
2001/1	103.1	67100.77	27.9
2001/2	102.0	65714.76	24.2
2001/3	102.4	65057.08	24.7
2001/4	103.2	67807.83	21.5

¹³¹ Աղյուսակը կազմվել է ՀՀ ՎԿ և ՀՀ ԿԲ տվյալների հիման վրա

2001/5	105.2	68877.96	20
2001/6	104.1	71419.22	22.2
2001/7	103.3	72575.75	17.7
2001/8	103.9	74197.6	16.3
2001/9	102.4	75235.19	15.8
2001/10	102.5	78433.55	15.4
2001/11	102.9	79644.43	14.6
2001/12	102.9	83429	15.6
2002/1	100.5	75362.29	15
2002/2	100.7	78143.3	12
2002/3	100.1	78898.89	10.4
2002/4	102.7	79519.23	11.8
2002/5	102.8	81046.32	11.1
2002/6	103.6	82044.66	13.1

(Շարունակում է)

2002/7	101.2	84201.16	13.7
2002/8	98.9	84368.05	15.6
2002/9	99.4	94459.63	13.3
2002/10	99.8	100273.2	13.6
2002/11	100.8	101783.8	12.5
2002/12	102.0	123896.3	13
2003/1	103.9	107629.7	10.6
2003/2	103.0	107852	8.8
2003/3	103.2	106567.3	7.6
2003/4	102.7	108628.3	8.5
2003/5	102.2	115819.3	7.1
2003/6	104.1	114053.5	7.4
2003/7	103.5	119409	6.9
2003/8	104.3	121285	7.2
2003/9	107.6	122362	6.8
2003/10	107.0	121206	6.9
2003/11	107.0	119858	6.9
2003/12	108.6	133410	5.9
2004/1	106.9	120121	5.8
2004/2	108.0	119105.7	5.2
2004/3	108.8	119806	4.2
2004/4	107.9	120690.2	4.3
2004/5	107.9	122310	4.6
2004/6	106.2	123360.4	4.2

2004/7	109.6	124699.4	4.3
2004/8	109.5	123394.3	4.1
2004/9	106.1	126134.3	3.6
2004/10	106.3	129213.8	4
2004/11	104.8	133460.2	3.9
2004/12	102.0	145717.9	3.4
2005/1	104.9	130497.3	3.9
2005/2	104.8	135238.3	3.6
2005/3	103.5	145480.1	3.2
2005/4	101.3	155186.7	2.8
2005/5	100.3	160763.6	2.9
2005/6	99.0	164477.5	3.3
2005/7	97.0	182186	3.4
2005/8	98.0	187309.3	2.9

(Շարունակություն)

2005/9	99.6	189852	2.8
2005/10	99.6	197849.8	2.9
2005/11	99.8	202178.7	3
2005/12	99.8	224801.9	4.8
2006/1	97.0	207189.2	4
2006/2	97.9	208808.5	3.4
2006/3	98.9	210910	3.2
2006/4	100.1	212696	3.5
2006/5	102.4	215969.7	4
2006/6	102.7	229465.7	5
2006/7	106.8	241502.8	4.6
2006/8	107.2	252893.2	4.5
2006/9	105.9	276875.7	5.1
2006/10	106.0	285349.1	5
2006/11	105.9	300944.4	4.8
2006/12	105.2	342325.9	4.7
2007/1	105.1	327795.4	4.7
2007/2	105.1	339011.5	4.5
2007/3	104.3	347105.8	4.5
2007/4	104.2	354711.7	4.6
2007/5	103.8	359237	3.9
2007/6	104.8	385415.7	3.6
2007/7	102.2	422706.6	3.7
2007/8	101.6	438306.2	4.3

2007/9	102.7	446562.9	4.5
2007/10	105.7	467629.9	4.7
2007/11	106.8	523207.6	4.8
2007/12	106.6	561023.6	5.7
2008/1	106.6	537993	5.6
2008/2	107.5	547554.2	5.9
2008/3	109.6	539940.8	6
2008/4	110.7	546268.4	6.4
2008/5	109.9	558136.5	6.4
2008/6	109.6	567846.4	6.4
2008/7	110.7	587734	6.2
2008/8	111.5	598633.5	7.1
2008/9	111.3	606296.3	7.3
2008/10	108.6	598061.8	7.6

(Շարունակություն)

2008/11	106.6	575375.4	7.7
2008/12	105.2	537958.2	7.3
2009/1	104.0	474117.2	6.6
2009/2	101.0	386847.7	7
2009/3	101.0	357809.4	7.8
2009/4	103.1	361449.8	7.5
2009/5	103.4	369449.7	7.3
2009/6	103.6	379413.3	6.4
2009/7	103.1	419517.6	5.3
2009/8	103.5	423264.7	4.7
2009/9	103.7	421337.5	4.8
2009/10	103.5	431699.1	6.4
2009/11	104.6	433640.1	4.6
2009/12	106.5	450877.6	5
2010/1	107.0	412703.5	7.4
2010/2	109.4	418264.9	7.9
2010/3	108.8	400901.2	8.8
2010/4	106.8	409092.3	11
2010/5	106.3	416215.2	9.6
2010/6	105.8	430089.9	7.4
2010/7	107.8	445379.4	6.7
2010/8	109.6	446599.3	6.4
2010/9	108.6	457746	6.6
2010/10	109.1	470096.3	6.7

2010/11	109.6	480536.5	6.6
2010/12	109.4	521633	7.2
2011/1	110.3	481796	7.2
2011/2	111.4	495147.1	7.5
2011/3	111.5	508188.5	7.9
2011/4	108.9	506827	8.3
2011/5	109.0	526392.6	9.5
2011/6	108.5	548248.4	9.6
2011/7	106.3	583364.2	10
2011/8	104.8	584790.9	9.2
2011/9	106.2	591902.7	9.3
2011/10	105.7	604057.2	9.3
2011/11	104.8	614173.3	9.3
2011/12	104.7	659436.6	10.2

(Շարունակություն)

2012/1	104.8	619562.6	11
2012/2	103.0	631466.2	10.7
2012/3	102.2	649854.6	9.5
2012/4	101.9	666087.2	9.5
2012/5	100.5	660201.2	9.8
2012/6	100.7	654819	10.2
2012/7	102.3	675926.4	10.4
2012/8	102.5	676996.7	9.9
2012/9	102.5	689105	9.4
2012/10	103.4	701321.6	8.9
2012/11	103.6	710502.5	9
2012/12	103.2	737982.6	8.8
2013/1	102.6	709157.6	9.1
2013/2	103.1	713481.5	8.4
2013/3	103.4	713445.4	8.8
2013/4	103.9	727867.8	8.7
2013/5	105.2	727750.5	8.5
2013/6	106.5	731228	8.5
2013/7	108.5	748915.1	8.6
2013/8	109.3	746433	8.3
2013/9	108.2	760239.1	8.8
2013/10	107.1	773766.4	8.7
2013/11	106.6	782232.7	8.4
2013/12	105.6	848045.9	8.2

2014/1	105.5	793260	8
2014/2	104.6	791753.4	7.9
2014/3	103.8	791348.2	7.9
2014/4	104.4	807024.5	7.8
2014/5	103.6	822949	7.6
2014/6	101.8	835514.6	7.3
2014/7	100.4	859371.3	7.2
2014/8	100.8	854242.3	7
2014/9	101.5	867844.9	7
2014/10	102.2	880993.7	7
2014/11	102.6	848800.7	7
2014/12	104.6	818277.3	19.9
2015/1	104.2	760619.6	17.13
2015/2	105.4	764335.3	14.6

(Շարունակություն)

2015/3	105.8	756854.6	13.3
2015/4	104.8	777210.6	12.0
2015/5	105.1	782972.3	10.8
2015/6	105.5	800166.1	10.6
2015/7	104.2	828179.1	10.5
2015/8	103.6	795037.2	10.8
2015/9	103.3	793092.5	11.4
2015/10	101.9	821658.9	10.3
2015/11	101.2	810889.4	10.0
2015/12	99.9	860476.6	9.8
2016/1	99.6	813413.6	8.9
2016/2	98.3	835204	8.8
2016/3	98.0	848432.5	8.6
2016/4	98.1	874105.8	8.4
2016/5	97.9	887669	8.0
2016/6	98.9	926153.5	7.7
2016/7	98.7	952075.2	7.5
2016/8	98.1	948525.3	7.3
2016/9	98.1	960576.9	7.0
2016/10	99.1	980299.5	6.6
2016/11	99.4	999384.2	5.9
2016/12	98.9	1073730	5.8
2017/1	99.4	1047133	6.0
2017/2	99.8	1073656	6.1

2017/3	99.9	1094593	6.0
2017/4	101.2	1096747	6.0
2017/5	101.6	1111413	5.9
2017/6	101.1	1141357	5.6
2017/7	100.9	1208522	5.6
2017/8	100.9	1219173	5.2
2017/9	101.0	1227580	5.2
2017/10	101.2	1255118	5.7
2017/11	102.2	1271088	5.9
2017/12	102.6	1383876	6.1
2018/1	102.9	1338875	6.0
2018/2	103.3	1351573	5.9
2018/3	103.7	1375523	6.0
2018/4	102.4	1364100	5.9

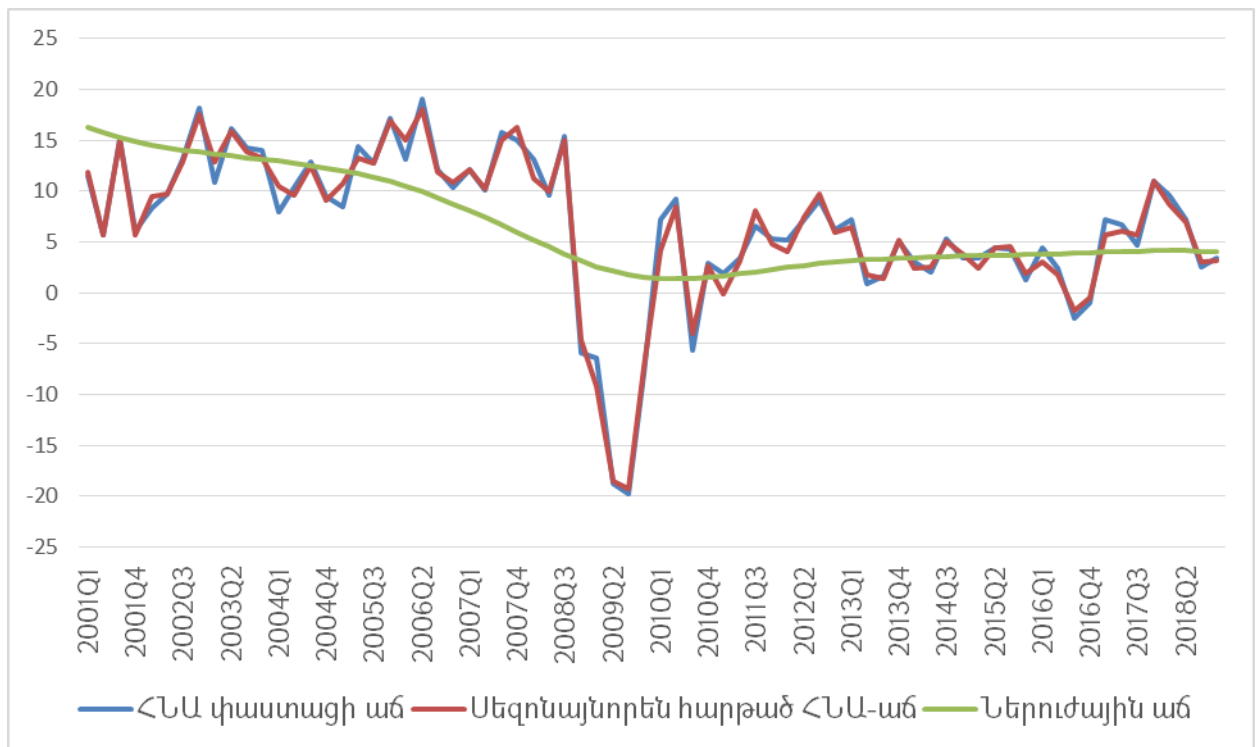
(Ծափուկ նակուղյուկ)

2018/5	101.6	1394888	6.2
2018/6	100.9	1413374	6.1
2018/7	102.3	1454007	6.2
2018/8	103.3	1450664	6.2
2018/9	103.5	1458487	6.1
2018/10	102.8	1485091	6.0
2018/11	101.8	1489443	5.9
2018/12	101.8	1566824	5.9

*M2-ը դրամային գանգվածն է, ընդգրկում է շրջանառու թյուկում կանխիկ ՅՅ դրամը, ՅՅ դրամով ցափանջ ավանդները (ներառյալ հաշիվները) և փոխառու թյուկները, ՅՅ դրամով ժամկետային ավանդները և փոխառու թյուկները

Չափելի ված 7

Գծապատկեր 7.1 Ներուժային ՀՆԱ-ի աճի գնահատականը ՀՀ տնտեսության համար, 2001-2018 թվականների համար



Տնտեսության ներուժային աճը գնահատելիս, նախիրական ՀՆԱ ցուցանիշները ենթարկվել են սեզոնային հարթման, այնուհետև Հողրիկ-Փրեսքոթի ֆիլտրի օգնությամբ գնահատվել է ՀՆԱ-ի տրենդը¹³²: Գծապատկերում ՀՀ տնտեսության զարգացումը բաժանել ենք երեք փուլի.

¹³² Գնահատումը կատարվել է Eviews 9 ծրագրային փաթեթի միջոցով:

- Մինչ ճգնաժամային փուլ (2001-2007 թվականներ): Այս ընթացքում մեր տնտեսության աճի տեմպերը բավականին բարձր են եղել: Այս ժամանակահատվածում ներուժային ՅՆԱ-ի աճի միջին տեմպը կազմել է ավելի քան տասը տոկոս:
- ճգնաժամային և վերականգնման փուլ (2008-2011 թվականներ): Այս ընթացքում տնտեսության զարգացման տեմպերը կտրուկ դանդաղեցին, իսկ ներուժային ՅՆԱ-ի աճի միջին տեմպը կազմել է ընդամենը մոտ 2.5%:
- Յետճգնաժամային փուլ (2012-2018 թվականներ): Վերջին շրջանում նկատվում է տնտեսության զարգացման տեմպերի որոշակի արագացում, իսկ ներուժային ՅՆԱ-ի աճի միջին տեմպը որոշակիորեն արագացել է, կազմել է մոտ 4%, և կարծում ենք միջնաժամկետում ևս մի փոքր կարագանա՝ հասնելով 5-6% մակարդակի:

Նշենք նաև, որ նշված ամբողջ ժամանակահատվածի համար, ՀՀ տնտեսության ներուժային ՅՆԱ-ի աճի միջին տեմպը կազմել է մոտ 6.5%:

Հավելված 8

Աղյուսակ 8.1 ՀՀ-ում փաստացի գնաճի շեղումները թիրախից և ՀՆԱ ճեղքի¹³³ գնահատականները

Եռամսյակ	Թիրախից շեղում	ՀՆԱ ճեղք	Եռամսյակ	Թիրախից շեղում	ՀՆԱ ճեղք
2001Q1	3.34	-1.58	2010Q1	-1.41	4.81
2001Q2	0.19	0.06	2010Q2	-4.29	1.80
2001Q3	-2.45	-1.58	2010Q3	-10.67	4.63
2001Q4	-6.08	-1.13	2010Q4	-4.97	5.43
2002Q1	-1.07	-3.92	2011Q1	-3.25	7.55
2002Q2	-3.94	-0.36	2011Q2	-2.96	4.54
2002Q3	-3.47	-4.61	2011Q3	-4.47	2.20
2002Q4	-2.73	-2.04	2011Q4	-2.49	0.68
2003Q1	-1.80	-0.81	2012Q1	-1.69	-1.76
2003Q2	-1.71	0.13	2012Q2	1.55	-3.31
2003Q3	-2.89	3.61	2012Q3	2.08	-1.50
2003Q4	-2.60	4.60	2012Q4	0.30	-0.78
2004Q1	-4.02	4.76	2013Q1	1.50	-0.60
2004Q2	-4.62	2.23	2013Q2	0.07	2.48
2004Q3	-2.88	2.05	2013Q3	0.25	4.18
2004Q4	-5.63	-2.00	2013Q4	1.93	1.56
2005Q1	-5.17	-0.49	2014Q1	0.52	-0.22
2005Q2	-3.21	-4.99	2014Q2	-0.88	-2.21
2005Q3	-1.58	-4.39	2014Q3	1.70	-2.53
2005Q4	-0.19	-4.20	2014Q4	2.15	0.58
2006Q1	-1.05	-5.06	2015Q1	-0.67	1.77

¹³³ Հեղինակի գնահատական

2006Q2	3.88	-1.34	2015Q2	-0.22	1.54
2006Q3	0.71	1.88	2015Q3	2.45	-0.69
2006Q4	1.72	1.19	2015Q4	0.34	-4.13

(Ճարձու և ակոճ թՅ ու և)

2007Q1	2.59	0.32	2016Q1	-1.44	-5.99
2007Q2	6.30	0.78	2016Q2	-2.25	-5.13
2007Q3	7.88	-1.32	2016Q3	-3.20	-5.86
2007Q4	10.42	2.63	2016Q4	-4.16	-5.08
2008Q1	7.84	5.62	2017Q1	0.21	-4.13
2008Q2	10.99	5.63	2017Q2	-0.32	-2.89
2008Q3	16.89	7.30	2017Q3	-1.70	-3.05
2008Q4	3.12	1.19	2017Q4	2.30	-1.39
2009Q1	-4.18	-2.98	2018Q1	4.43	-0.27
2009Q2	-11.60	-0.44	2018Q2	2.27	-3.12
2009Q3	-4.74	-0.35	2018Q3	-2.74	-0.48
2009Q4	-6.17	2.50	2018Q4	1.44	-2.21