

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ԱԶԳԱՅԻՆ ԱԳՐԱՐԱՅԻՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

Դավիթ Ժիրայրի Արաբյան

ՀՀ Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության
արդյունքների գնահատման հիմնահարցերը

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅՈՒՆ

Ը.00.03 «Ֆինանսներ և հաշվապահական հաշվառում» մասնագիտության
տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի հայցման համար

Գիտական ղեկավար՝

Տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր

Աշոտ Հակոբի Բայադյան

Երևան 2018թ.

ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ..... 4

ԳԼՈՒԽ 1. ՀՀ ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՏԵՍԱՄԵԹՈԴԱԿԱՆ ՀԻՄՔԵՐԸ ԵՎ ԴՐԱ ԻՐԱԿԱՆԱՑՄԱՆ ՏԵՍՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ

- 1.1. Դրամավարկային քաղաքականության բնորոշման տարբեր մոտեցումները.....10
- 1.2. Դրամավարկային քաղաքականության իրականացման տեսությունների վերլուծությունը.....17
- 1.3. Դրամավարկային քաղաքականության նպատակները, գործիքները և ռազմավարությունը.....35

ԳԼՈՒԽ 2. ՀՀ ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԱՐԴՅՈՒՆՔՆԵՐԻ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ ԵՎ ԱՐԴՅՈՒՆԱՎԵՏՈՒԹՅԱՆ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ

- 2.1. ՀՀ Դրամավարկային քաղաքականության ելակետային իրավիճակի և արդյունքների գնահատման վերլուծությունը.....60
- 2.2. Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմների վերլուծությունը78
- 2.3. Դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության գնահատումը.....84

ԳԼՈՒԽ 3. ՀՀ ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԱՐԴՅՈՒՆՔՆԵՐԻ ԳՆԱՀԱՏՄԱՆ ԲԱՐԵԼԱՎՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ

- 3.1. ՀՀ մակրոտնտեսական հիմնական ռիսկերը և դրանց բնորոշ առանձնահատկությունները դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների գնահատման համատեքստում.100

3.2.	Որոշումների ընդունման մեխանիզմները ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության իրականացման գործընթացում.....	113
3.3.	ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության իրականացման արդյունքները և դրա երկարաժամկետ զարգացման տեսլականը.....	128
	ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ.....	138
	ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ.....	142
	ՀԱՎԵԼՎԱԾՆԵՐ	

ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ

Հեղափոխության թեմայի արդիականությունը: Ժամանակակից շուկայական տնտեսությունը չափազանց բարդ և հակասական մի համակարգ է, որն ուղղված է հասարակության տարաբնույթ պահանջմունքների բավարարմանը: Այս համակարգի կարևորագույն առանձնահատկությունն ինքնակարգավորվելու հատկությունն է, որի շնորհիվ այն կարողանում է հնարավորինս լավագույն ձևով ապահովել պետության և հասարակության զարգացման համար անհրաժեշտ պայմանները: Չնայած դրան, պետության և հասարակության ոչ տնտեսական շահերը հաճախ հակասության մեջ են մտնում իրական տնտեսական շահերի հետ և իրենց էությամբ ու կարևորությամբ պայմանավորում են տնտեսության պետական կարգավորման անհրաժեշտությունը, որն իրականացվում է տնտեսական քաղաքականության միջոցով: Վերջինս ընդգրկում է բազմաթիվ բաղկացուցիչ տարրեր, որոնց շարքում առանցքային դեր են կատարում հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականությունները:

Վերջին տարիներին համաշխարհային տնտեսությանը համակած ճգնաժամային գործընթացները կասկածի տակ են դրել ցանկացած երկրի, այդ թվում՝ նաև Հայաստանի տնտեսական քաղաքականության, մասնավորապես՝ դրամավարկային քաղաքականության վերաբերյալ դասական տեսական հիմնավորումները, ինչի արդյունքում էլ առաջացել է դրանց վերաարժևորման անհրաժեշտություն, քանի որ դրամավարկային քաղաքականության դերի, նպատակների, ռազմավարության ընտրության, գործիքների կիրառման վերաբերյալ որոշումների ընդունման, ինչպես նաև այդ քաղաքականության արդյունքների գնահատման մեխանիզմներն ու դրանց հետ կապված բազմաթիվ այլ հարցեր դեռևս չունեն տեսական համակողմանի հիմնավորվածություն: Միաժամանակ դրամավարկային քաղաքականությունը՝ չնայած իր լայնածավալ լուսաբանմանը և հրապարակայնությանը, դեռևս մնում է անհասկանալի հասարակության գերակշիռ մեծամասնության համար, իսկ այդ քաղաքականու-

թյան վարման անհրաժեշտությունը կամ դրա իրագործման դրական ու բացասական արդյունքները, դրանց գնահատման մեխանիզմները դեռևս չեն ստացել հստակ և հիմնավոր գիտական համակողմանի պարզաբանում: Հետևաբար դրամավարկային քաղաքականության արդյունքներն ու դրանք գնահատելու մեթոդաբանությունը դեռևս լուրջ և համակողմանի վերլուծության կարիք ունեն, ինչով էլ պայմանավորված է սույն հետազոտության արդիականությունը, հրատապությունն ու կատարման անհրաժեշտությունը:

Հետազոտության նպատակը և խնդիրները: Ատենախոսության հիմնական նպատակը ՀՀ դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների վերլուծությունն է և դրանց գնահատման համար կոնկրետ ցուցանիշների ու մեխանիզմների մշակումը:

Հիմնական նպատակին հասնելու համար աշխատանքում առաջադրվել և լուծվել են հետևյալ խնդիրները.

1. հետազոտել «դրամավարկային քաղաքականություն» հասկացության վերաբերյալ տարբեր հեղինակների կողմից առաջարկված բնորոշումները և տալ դրա առավել հիմնավոր, համակողմանի ու հստակ սահմանումը,

2. ուսումնասիրել և ներկայացնել դրամավարկային քաղաքականության տեսամեթոդական հիմքերն ու ռազմավարությունը,

3. ուսումնասիրել և վերլուծել դրամավարկային քաղաքականության ելակետային իրավիճակն ու դրանից բխող փոխանցումային մեխանիզմների վերլուծությունը,

4. ուսումնասիրել ՀՀ դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների որակական գնահատման տեսամեթոդական հիմնահարցերը,

5. բացահայտել ՀՀ մակրոտնտեսական հիմնական ռիսկերը դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների գնահատման համատեքստում,

6. ուսումնասիրել և առանձնացնել ՀՀ ԿԲ-ի դրամավարկային քաղաքականության որոշումների վրա ազդող հիմնական գործոններն արդյունքների գնահատման տեսանկյունից,

7. ներկայացնել ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության իրականացման հիմնական ձեռքբերումները և դրա հեռանկարային զարգացման տեսլականը:

Հետազոտության օբյեկտը և առարկան: Հետազոտության օբյեկտը ՀՀ Կենտրոնական բանկն է և նրա կողմից իրականացվող գործառնությունները, իսկ առարկան՝ դրամավարկային քաղաքականության վարման արդյունքների գնահատման հիմնահարցերը:

Հետազոտության տեսամեթոդական և տեղեկատվական հիմքերը: Հետազոտության համար տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել ՀՀ Կենտրոնական բանկի գործունեությունը կարգավորող նորմատիվային իրավական ակտերը, ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայության, ինչպես նաև վիճակագրական հետազոտություններ իրականացնող միջազգային տարբեր կազմակերպությունների պարբերաբար հրապարակվող հաշվետվությունները և զեկույցները:

Հետազոտության համար տեսամեթոդական հիմք են հանդիսացել հայրենական և օտարերկրյա տարբեր հեղինակների կողմից դրամավարկային քաղաքականության ոլորտում կատարված հետազոտությունները, թեկնածուական ու դոկտորական ատենախոսությունները, գիտական ամսագրերում և ժողովածուներում հրապարակված հոդվածները, ինչպես նաև ոլորտի հիմնախնդիրներին վերաբերող հայերեն ու օտարալեզու գրականությունն ու գիտական հետազոտությունները:

Հետզոտության հիմքում առաջադրված առանձին հիմնախնդիրների պարզաբանման նպատակով կիրառվել են ֆորմալ տրամաբանության եղանակներ, իսկ վերլուծության նպատակով օգտագործվել են մաթեմատիկական և վիճակագրական տարբեր մեթոդներ:

Հետազոտության հիմնական արդյունքները և գիտական նորույթը: Ատենախոսությունում իրականացված ուսումնասիրությունների և վերլուծությունների հիման վրա արձանագրվել են գիտական նորույթ պարունակող հետևյալ արդյունքները.

- բացահայտվել են ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության, ռազմավարության առավելությունները, այդ թվում՝ նպատակայնությունը, թափանցիկության և հաշվետվողականության բարձր մակարդակը, ինչպես նաև թերությունները, մասնավորապես՝ այդ ռազմավարության արդյունավետ իրականացման մի քանի պայմանների՝ զարգացած ֆինանսական շուկայի, տնտեսության կայունության, բնակչության վստահության ոչ բավարար մակարդակը,

- մշակվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի վերլուծության նոր մոտեցում, որի հիմքում ընկած է տնտեսության վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության պարզեցված սխեման:

- վերլուծվել և ըստ այդմ մշակվել է դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների որակական գնահատման նոր մեթոդաբանական մոտեցում՝ հիմնված դրամավարկային քաղաքականության բացարձակ և հարաբերական արդյունավետության գործակիցների վրա,

- մակրոտնտեսական ցուցանիշներով պայմանավորված հիմնավորվել է դրամավարկային քաղաքականության որոշումների վրա տարբեր գործոնների ազդեցությունը՝ ՀՀ ԿԲ-ի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի և այդ գործոնների միջև փոխկապվածությունն արտահայտող ռեգրեսիոն հավասարման միջոցով:

Հետազոտության արդյունքների տեսական և գիտագործնական նշանակությունը: Հետազոտության տեսական նշանակությունը կայանում է նրանում, որ մշակվել և համակարգվել են դրամավարկային քաղաքականության արդյունքները գնահատելու համար տեսական հիմքերը, իսկ գործնական նշանակությունը՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության բարձրացման նպատակով ընդհանուր մոտեցումների մշակումն է: Ատենախոսության ստացված արդյունքները, մշակված մոտեցումներն ու առաջարկությունները կարող են օգտագործվել ՀՀ

ԿԲ-ի կողմից վարվող դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության բարձրացմանն ուղղված ծրագրերում:

Ատենախոսության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումները: Ատենախոսության հիմնական արդյունքները քննարկվել են Հայաստանի ազգային ագրարային համալսարանի տնտեսագիտական ֆակուլտետի «Ֆինանսներ և վարկ», «Հաշվապահական հաշվառում և աուդիտ» ամբիոնների համատեղ նիստում: Հետազոտության թեմային համահունչ հրապարակվել են 6 (վեց) գիտական հոդվածներ:

Հետազոտության կառուցվածքը և ծավալը: Ատենախոսությունը բաղկացած է ներածությունից, 3 գլուխներից, եզրակացությունից և օգտագործված գրականության ցանկից ու հավելվածներից: Այն շարադրված է 158 մեքենագիր էջերի վրա և պարունակում է 18 գծապատկեր ու 11 աղյուսակ:

Հետազոտության հիմնական արդյունքները և գիտական նորույթը: Ատենախոսությունում իրականացված ուսումնասիրությունների և վերլուծությունների հիման վրա արձանագրվել են գիտական նորույթ պարունակող հետևյալ արդյունքները.

- բացահայտվել են ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարության առավելությունները, այդ թվում՝ նպատակայնությունը, թափանցիկության և հաշվետվողականության բարձր մակարդակը և այլն, ինչպես նաև թերությունները, մասնավորապես՝ նպատակադրման չափից խիստ բնույթը և այդ ռազմավարության արդյունավետ իրականացման մի քանի պայմանների՝ զարգացած ֆինանսական շուկայի, տնտեսության կայունության, բնակչության վստահության ոչ բավարար մակարդակը,

- մշակվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի վերլուծության նոր մոտեցում, որի հիմքում ընկած է տնտեսության վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության պարզեցված սխեման:

- վերլուծվել և ըստ այդմ մշակվել է դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների որակական գնահատման նոր մեթոդաբանական մոտեցում՝ հիմնված դրամավարկային քաղաքականության բացարձակ և հարաբերական արդյունավետության գործակիցների վրա,

- մակրոտնտեսական ցուցանիշների փոխկապակցվածություններով պայմանավորված հիմնավորվել է դրամավարկային քաղաքականության որոշումների վրա տարբեր գործոնների ազդեցությունը՝ դրանց և ՀՀ ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի կապն արտահայտող ռեգրեսիոն հավասարման միջոցով:

Հեղազոտության արդյունքների տեսական և գիտագործնական նշանակությունը: Հետազոտության տեսական նշանակությունը կայանում է նրանում, որ մշակվել և համակարգվել են դրամավարկային քաղաքականության արդյունքները գնահատելու համար տեսական հիմքերը, իսկ գործնական նշանակությունը ՀՀ Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության բարձրացման նպատակով ընդհանուր մոտեցումների մշակումն է: Ատենախոսության ստացված արդյունքները, մշակված մոտեցումներն ու առաջարկությունները կարող են օգտագործվել ՀՀ ԿԲ-ի կողմից վարվող դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության բարձրացմանն ուղղված ծրագրերում:

Ատենախոսության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումները: Ատենախոսության հիմնական արդյունքները քննարկվել են Հայաստանի ազգային ագրարային համալսարանի տնտեսագիտական ֆակուլտետի «Ֆինանսներ և վարկ», «Հաշվապահական հաշվառում և աուդիտ» ամբիոնների համատեղ նիստում: Հետազոտության թեմային համահունչ հրապարակվել են 6 (վեց) գիտական հոդվածներ

Հեղազոտության կառուցվածքը և ծավալը: Ատենախոսությունը բաղկացած է ներածությունից, 3 գլուխներից, եզրակացությունից և օգտագործված գրականության ցանկից և հավելվածներից: Այն շարադրված է 158 մեքենագիր էջերի վրա և պարունակում է 18 գծապատկեր և 11 աղյուսակ:

ԳԼՈՒԽ 1. ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՏԵՍԱՄԵԹՈՂԱԿԱՆ ՀԻՄՔԵՐԸ ԵՎ ԴՐԱ ԻՐԱԿԱՆԱՑՄԱՆ ՏԵՍՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ

1.1. Դրամավարկային քաղաքականության բնորոշման տարրեր մոտեցումները

«Դրամավարկային քաղաքականություն» հասկացությունը, չնայած շրջանառության մեջ է մտել ոչ հեռավոր անցյալում, սակայն տարբեր տնտեսագետների կողմից ստանում է սկզբունքորեն տարբեր սահմանումներ և մեկնաբանություններ: Ընդհանուր առմամբ, տնտեսագիտական գրականության մեջ կարելի է գտնել այս հասկացության մի քանի տասնյակ տարաբնույթ սահմանումներ: Մեջբերենք այդ սահմանումներից մի քանիսը:

1. Դրամավարկային քաղաքականությունը փողի առաջարկի կամ փողի գնի (տոկոսադրույքի) կարգավորման գործընթացն է [179]:

2. Դրամավարկային քաղաքականությունը կենտրոնական բանկի քաղաքականությունն է, որով նա ձգտում է ազդել մակրոտնտեսական պայմանների վրա՝ մեծացնելով կամ փոքրացնելով դրամական զանգվածը [6, էջ 172]:

3. Դրամավարկային քաղաքականությունը պետության կողմից վարվող քաղաքականության և միջոցառումների ամբողջությունն է դրամաշրջանառության և վարկի բնագավառում՝ ուղղված տնտեսության կայուն, արդյունավետ գործունեությանը և դրամական համակարգն անհրաժեշտ վիճակում պահպանելուն [20, էջ 158]:

4. Դրամավարկային քաղաքականությունը, որը հանդիսանում է տնտեսության պետական մենաշնորհային կարգավորման բաղկացուցիչ մասը, իրենից ներկայացնում է միջոցառումների ամբողջություն՝ ուղղված շրջանառության մեջ գտնվող փողի զանգվածի, վարկերի ծավալների, տոկոսադրույքների մակարդակների և դրամաշրջանառության ու

փոխատվական կապիտալի շուկայի այլ ցուցանիշների փոփոխությանը [46, էջ 59]:

5. Դրամավարկային քաղաքականությունը մոնետար իշխանությունների կողմից դրամավարկային ոլորտում կոնյուկտուրայի և վերարտադրողական գործընթացի կարգավորման նպատակով ձեռնարկվող փոխկապակցված միջոցների համալիր է [31, էջ 17]:

6. Դրամավարկային քաղաքականությունը հանդիսանում է պետության ամբողջ տնտեսական քաղաքականության տարրերից մեկը և որոշվում է նրա առաջնահերթություններով: Այն ներգործում է արտարժույթի փոխարժեքի և բանկային համակարգի ընդհանուր իրացվելիության վրա ցածր գործազրկության և գնաճի պայմաններում կայուն տնտեսական աճ ապահովելու նպատակով [16, էջ 198]:

7. Դրամավարկային քաղաքականությունը միջոցների համախումբ է՝ ուղղված իրացվելի ակտիվների և բանկերի ու այլ վարկային կազմակերպությունների վարկավորման ծավալների ընդլայնմանը կամ կրճատմանը [51, էջ 9]:

8. Դրամավարկային քաղաքականությունը միջոցների համալիր է, որն օգտագործվում է տարբեր երկրների ֆինանսական իշխանությունների կողմից՝ հետապնդվող նպատակներին հասնելու նպատակով [41, էջ 276]:

9. Դրամավարկային քաղաքականությունը հանդիսանում է պետության տնտեսական քաղաքականության տարրերից մեկը և պայմանավորվում է նրա առաջնահերթություններով: Այն ներգործում է փոխարժեքի, վարկային տոկոսադրույքների և բանկային համակարգի ընդհանուր իրացվելիության վրա գնաճի ու գործազրկության ցածր մակարդակի պայմաններում կայուն տնտեսական աճ ապահովելու նպատակով [27, էջ 15]:

10. Դրամավարկային քաղաքականությունը դաշնային պահուստային համակարգի հիմնական խնդիրն է, որը ենթադրում է վերահսկողություն բանկային և ֆինանսական համակարգերի նորմալ գործունեության, ինչպես նաև

նրա նկատմամբ, որ փողի և վարկային ռեսուրսների առաջարկը նպաստի համազգային տնտեսական խնդիրների լուծմանը [50, էջ 88]:

11. Դրամավարկային քաղաքականությունը կառավարության քաղաքականությունն է, որը ներգործում է շրջանառության մեջ գտնվող փողի քանակի վրա [30, էջ 19]:

12. Դրամավարկային քաղաքականությունը երկրի կառավարության կողմից վարվող քաղաքականություն է և իրականացվող միջոցներ դրամաշրջանառության և վարկի բնագավառում, ուղղված տնտեսության կայուն, արդյունավետ գործունեությանը և դրամական համակարգը պատշաճ վիճակում պահելուն [53, էջ 76]:

13. Դրամավարկային քաղաքականությունն իրենից ներկայացնում է Կենտրոնական բանկերի կողմից վարվող դրամական, վարկային և արժութային քաղաքականությունների սինթեզ, որն ուղղված է խթանելու գործարար ակտիվությունը դեպրեսիայի պայմաններում և ճնշելու տնտեսական աճը կոնյուկտուրայի «գերտաքացման» դեպքում, չնայած այս խնդիրների իրագործումն իրականում հանդիսանում է բավականաչափ դժվար գործ [21, էջ 274]:

14. Դրամավարկային քաղաքականությունը սահմանվում է որպես փողի առաջարկի կամ տոկոսադրույքների փոփոխություններ առաջացնող քաղաքականություն [77, էջ 30]:

15. Դրամավարկային քաղաքականությունը կենտրոնական բանկի քաղաքականությունն է, որը կառավարությունից առանձին օրենսդրական ակտերով կարող է օրինակ խթանել կամ զսպել փողի առաջարկը [75, էջ 49]:

16. Դրամավարկային քաղաքականությունը կարող է բնորոշվել որպես դրամավարկային իշխանությունների կողմից կիրառված ցանկացած գիտակցված գործողություն՝ ուղղված փողի քանակը, մատչելիությունը կամ արժեքը փոխելուն [159, էջ 516]:

17. Դրամավարկային քաղաքականությունը փողի առաջարկի կարգավորումն է կենտրոնական բանկի կողմից՝ դրամավարկային

անկայունությունից խուսափելու նպատակով: Այսինքն դրամավարկային քաղաքականությունը փորձում է չեզոքացնել փողի պահանջարկի փոփոխությունները փողի առաջարկի փոփոխությունների միջոցով [67, էջ 5]:

18. Դրամավարկային քաղաքականությունը, վերջին հաշվով, իրենից ներկայացնում է փողի արժեքի նկատմամբ վստահության ապահովումը գների կայունության միջոցով [167, էջ 19]:

19. Դրամավարկային քաղաքականությունը պետության տնտեսական քաղաքականությունն է փողի զանգվածի և դրամաշրջանառության բնութագրիչների կարգավորման, սղաճի վերահսկման, ներդրումային միջավայրի բարելավման, տնտեսական աճի համար նախապայմանների ստեղծման ոլորտներում:¹

20. Դրամավարկային քաղաքականությունը բոլոր երկրների կենտրոնական բանկերի հիմնական գործառույթն է, որն ուղղված է փողի առաջարկի կարգավորմանը [11, էջ 3-4]:

21. Դրամավարկային քաղաքականությունը լայն իմաստով կարող է բնորոշվել որպես ցանկացած քաղաքականություն, որը վերաբերում է փողի առաջարկին [86, էջ 5]:

22. Դրամավարկային քաղաքականությունն իրենից ներկայացնում է միջոցների համախումբ, ուղղված իրացվելի միջոցների և բանկերի վարկավորման ծավալների ընդլայնմանը կամ սահմանափակմանը, որի նպատակն է հանդիսանում փոխառու կապիտալի առաջարկի և պահանջարկի կարգավորումը [17, էջ 70]:

23. Դրամական քաղաքականության բաղկացուցիչ մասերն են՝

- վարկային քաղաքականությունը,
- բյուջետային քաղաքականությունը,
- միջազգային ֆինանսական հարաբերությունների քաղաքականությունը:

¹ Սահմանումը մեջբերված է հայերեն Վիքիփեդիայից
[https://hy.wikipedia.org/wiki/Դրամավարկային_քաղաքականություն_\(վերջին_դիտումը՝_4.03.2017թ.\)](https://hy.wikipedia.org/wiki/Դրամավարկային_քաղաքականություն_(վերջին_դիտումը՝_4.03.2017թ.)),

Պետական մարմինների նպատակը դրամական քաղաքականության բնագավառում կրճատ կարելի է սահմանել հետևյալ կերպ՝ տնտեսական աճ առանց գնաճի [19, էջ 50]:

24. Դրամական քաղաքականությունը քաղաքականություն է, որը կանխարգելում է համախառն պահանջարկի անցանկալի տատանումները առևտրային բանկերի պահուստավորման նորմատիվների փոփոխման միջոցով [61, էջ 591]:

25. Դրամավարկային քաղաքականությունը կարելի է բնորոշել որպես քաղաքականության ցանկացած ուղղություն, որը կապված է շրջանառության մեջ գտնվող դրամական զանգվածի ծավալի և օգտագործման հետ և իր մեջ ներառում է համապատասխան մարմինների կողմից երկրի կենտրոնական բանկի միջոցով դրամաշրջանառության նկատմամբ վերահսկողության իրավասությունների ձևավորումը [23, էջ 89]:

26. Դրամավարկային քաղաքականությունը կարելի է սահմանել որպես փողի առաջարկի կառավարում կամ տնտեսական սուբյեկտների համար պայմանների ստեղծում՝ որոշակի տնտեսական պայմաններին համապատասխանող տոկոսդրույքով վարկերի մուտք ունենալու համար [121, էջ 35]:

Վերոնշյալ սահմանումները կարելի է խմբավորել կախված՝

- սուբյեկտից, որին վերագրվում է դրամավարկային քաղաքականության վարումը,
- նպատակից, որը դրվում է դրամավարկային քաղաքականության առջև,
- բովանդակությունից, որը վերագրվում է դրամավարկային քաղաքականությանը :

1. Կախված սուբյեկտից կարելի է բաժանել 4 խմբի, մասնավորապես՝ սահմանումներ և բնորոշումներ, որոնք դրամավարկային քաղաքականության իրականացման լիազորությունները վերագրում են՝

- վերագրում են պետությանը,
- վերագրում են կառավարությանը,

- վերագրում են Կենտրոնական բանկին կամ դրամավարկային իշխանություններին,

- նկարագրում են առանց նշելու, թե որ մարմինն է այն իրականացնում:

Մեր կարծիքով, դրամավարկային քաղաքականության մշակման իրականացման բացառիկ մենաշնորհը պատկանում է երկրի կենտրոնական բանկին կամ դրա պարտականությունները կատարող այլ մարմին: Ընդ որում այդ քաղաքականության արդյունավետ իրականացման կարևորագույն պայմաններից մեկը կենտրոնական բանկի անկախությունն է: Ուստի կարծում ենք, դրամավարկային քաղաքականության սահմանման մեջ անպայման պետք է նշվի որ այն իրականացվում է կենտրոնական բանկի կողմից:

2. Կախված դրամավարկային քաղաքականության մատնանշված նպատակից՝ դրամավարկային քաղաքականության տարաբնույթ սահմանումները և բնորոշումները կարելի է բաժանել 4 հիմնական խմբի, այդ թվում՝ սահմանումներ ու բնորոշումներ, որոնք որպես դրամավարկային քաղաքականության հիմնական նպատակ մատնանշում են.

- փողի առաջարկի, պահանջարկի, կամ դրանց ցուցանիշների կարգավորումը,

- տնտեսության կայունությունը կամ աճը,

- դրամավարկային ոլորտի կարգավորումը,

- վերևում չնշված այլ նպատակներ կամ էլ նպատակներ չեն մատնանշում:

Մեր կարծիքով դրամավարկային քաղաքականության հիմնական նպատակի նշումն էականորեն նեղացնում է այդ սահմանման արժեքը, քանի որ դրամավարկային քաղաքականության նպատակները յուրաքանչյուր պետության դեպքում տարբեր են: Հետևաբար նպատակահարմար ենք համարում դրամավարկային քաղաքականության նպատակների մատնանշումն ընդհանուր ձևով կամ էլ ընդհանրապես այդ հանգամանքի անտեսումը սահմանման մեջ:

3. Կախված դրամավարկային քաղաքականությանը վերագրվող բովանդակությունից կարելի է առանձնացնել սահմանումներ և բնորոշումներ, որոնք դրամավարկային քաղաքականությունը ներկայացնում են որպես.

- միջոցների կամ միջոցառումների ամբողջություն,
- պետության տնտեսական քաղաքականության տարր, բաժին կամ քաղաքականությունների ամբողջություն,
- կարգավորիչ գործունեություն,
- կենտրոնական բանկի գործառույթ կամ խնդիր:

Մեր կարծիքով դրամավարկային քաղաքականությունը՝ հանդիսանալով պետության մակրոտնտեսական քաղաքականության տարրերից մեկը, այնուամենայնիվ իրենից ներկայացնում է որոշակի միջոցների և միջոցառումների ամբողջություն:

Այսպիսով, հաշվի առնելով վերոնշյալը՝ կարծում ենք «դրամավարկային քաղաքականություն» հասկացությունը կարելի է բնորոշել հետևյալ կերպ.

Դրամավարկային քաղաքականությունը երկրի կենտրոնական բանկի (կամ նրա դերը կատարող այլ անկախ մարմնի) կողմից կիրառվող միջոցների և միջոցառումների ամբողջություն է՝ ուղղված տվյալ երկրի կենտրոնական բանկի համար օրենսդրությամբ սահմանված հիմնական և այլ խնդիրների լուծմանը:

1.2. Դրամավարկային քաղաքականության իրականացման տեսությունների վերլուծությունը

1990 թվականի օգոստոսի 23-ին Հայկական ԽՍՀ Գերագույն խորհրդի առաջին նստաշրջանում ընդունվեց հռչակագիր Հայաստանի Հանրապետության անկախության մասին: Անկախության հռչակագրի 8-րդ կետում նշվում էր. «Հայաստանի Հանրապետությունը սեփականության բազմաձևության հիման վրա որոշում է իր տնտեսավար սուբյեկտները և կարգը, հիմնում սեփական դրամ, ազգային բանկ, ֆինանսավարկային համակարգ, հարկային և մաքսային ծառայություններ»:²

Վերոնշյալով, ըստ էության, Հայաստանի Հանրապետությունը հաստատեց իր նպատակը՝ շուկայական տնտեսական համակարգին անցնելու վերաբերյալ:

Շուկայական տնտեսությունն՝ իր բոլոր առավելություններով հանդերձ, ունի նաև մի շարք թերություններ, այդ թվում՝ մենաշնորհային միտումներին հակազդելու անկարողությունը, հասարակական բարիքների զոհաբերումը տնտեսական շահերին, ներքին տնտեսական հավասարակշռության վրա արտաքին գործոնների չափազանց մեծ ազդեցությունը, գործազրկությունը և այլն:³ Շուկայական տնտեսության կարևորագույն առանձնահատկություններից է հանդիսանում նաև դրա անկայունությունը և զարգացման փուլային բնույթը: Այս առանձնահատկությունները, ինչպես նաև հասարակական կյանքի տարբեր ոչ արտադրական ոլորտների ֆինանսավորման խնդիրները պայմանավորում են տնտեսական գործընթացներին պետության միջամտության օբյեկտիվ անհրաժեշտությունը:

Պետությունը տնտեսական հարաբերություններին միջամտում է վարելով համապատասխան տնտեսական քաղաքականություն, որի հիմնական

² ՀՀ Կառավարության պաշտոնական կայք՝ <http://www.gov.am/am/independence/>

³ Տես՝ Տնտեսագիտության տեսություն (Ուսումնական ձեռնարկ).-Եր.: Տնտեսագետ, 2000.- 488 էջ, էջ 130-131

քաղաքիչներն են հանդիսանում հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականությունները:⁴

Շուկայական տնտեսության պետական կարգավորումը, այդ թվում՝ դրամավարկային քաղաքականության մեթոդներով, գործնական կիրառություն չունեւ մինչև 1930-ական թվականները, երբ համաշխարհային ճգնաժամը լիովին մերկացրեց շուկայական տնտեսության հիմնական թերությունները և ակնհայտ դարձրեց տնտեսական հարաբերությունների պետական կարգավորման անհրաժեշտությունը: Իհարկե, տնտեսագիտության առանձին ուղղությունների ներկայացուցիչները տնտեսության մեջ պետության դերի և տնտեսության պետական կարգավորման հնարավորությունների մասին ունեն տարբեր պատկերացումներ: Այդ ուղղություններից հատկապես առանձնանում են տնտեսության պետական կարգավորման նեոդասական, քեյնսական և մոնետարիստական հայեցակարգերը: Այժմ անդրադառնանք դրանց պարզաբանմանն առանձին – առանձին:

1. Նեոդասական դպրոց, 19-րդ դարի վերջին քառորդին և 20-րդ դարի սկզբին դասական (նեոդասական) դպրոցի ներկայացուցիչները՝ Ու.Ս. Ջոնսոն⁵, Լ.Վալրասը⁶ և Ջ.Բ. Քլարքը⁷ նշանակալից ներդրում կատարեցին դրամավարկային քաղաքականության տեսական հիմնավորման հարցերում: Նրանք հավատում էին արդյունավետ ինքնակարգավորվող և ինքնուրույն զարգացող շուկայի գոյության հնարավորությանը և հերքում էին տնտեսական հարաբերություններին պետության լայնամասշտաբ միջամտության անհրաժեշտությունը, իսկ փողը համարում էին միայն «իրական ցուցանիշների»՝ արտադրանքի թողարկման ծավալի, ներդրումների, կապիտալի, եկամուտների և այլ ցուցանիշների նոմինալ արտահայտման միջոց, կամ այլ կերպ՝ կաղապար:

⁴ Տնտեսագիտության տեսություն (ուսումնական ձեռնարկ), խմբ.՝ տ.գ.դ., պրոֆ. Գ.Ե.

Կիրակոսյանի և տ.գ.թ., պրոֆ. Ի.Ե. Խլիաթյանի.-Եր., Տնտեսագետ, 2009.- 752 էջ, էջ 191-192

⁵ The Theory of Political Economy, by W. Stanley Jevons, M.A. (Lond.) Professor of logic and political economy in Owens College, Manchester. London and New York, Macmillan and co. 1871.

⁶ Вальрас Л. Элементы чистой политической экономии. – М.: Изограф, 2000. – 448 с.

⁷ Clark John Bates The Distribution of wealth: A Theory of Wages, Interests and Profits originally published by Macmillan and Co. in 1899.

Նրանք համարում էին, որ արտադրական գործընթացների իրական չափը որոշվում է հասարակության ենթակայության՝ արտադրական հզորությունների, աշխատանքային և բնական ռեսուրսների ծավալով:

Այս շրջանի շատ տնտեսագետներ (Clark J.B. (1899), Wicksell K. (1898) և այլն) կարծում էին, որ մակրոտնտեսական ցուցանիշների մեծություններն, այդ թվում՝ արտադրության ծավալը և փողի շրջանառության արագությունն ունեն իրենց «բնական մակարդակին» ձգտելու միտում և փողի կամ դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը չեն կրում: Իսկ փողի քանակի փոփոխությունն՝ ըստ վերոնշյալ տնտեսագետների, ազդեցություն է թողնում միայն ներքին գների մակարդակի վրա: Նրանցից շատերը հանդիսանում էին փողի քանակական տեսության կողմնակիցներ, որի ձևավորման մեջ նշանակալից դեր է խաղացել հատկապես մաթեմատիկական դպրոցի ականավոր ներկայացուցիչ Ի. Ֆիշերը: Վերջինս առաջարկել է արտադրության ծավալների և շրջանառության մեջ գտնվող փողի քանակության միջև կապն արտահայտող բանաձև, որը կրում է հեղինակի անունը: Ֆիշերի բանաձևն արտահայտված է հետևյալ տեսքով.⁸

$$PT = MV \quad (1.1.1)$$

կամ⁹

$$MV = PQ \quad (1.1.2)$$

որտեղ՝

M-ը շրջանառության մեջ գտնվող փողի քանակն է,

V-ն փողի շրջապտույտի արագությունն է,

P-ն գների մակարդակն է,

T-ն և Q-ն արտադրության իրական ծավալի մակարդակն է:

Բերված հավասարության մեջ MV-ն ցույց է տալիս փողի առաջարկը տնտեսությունում, իսկ PT-ն կամ PQ-ն՝ փողի նկատմամբ պահանջարկը:

⁸ IRVING FISHER Booms and Depressions Some First Principles, NEW YORK * ADELPHI COMPANY • PUBLISHERS Digitized for FRASER <http://fraser.stlouisfed.org/> Federal Reserve Bank of St. Louis COPYRIGHT, 1932, էջ 122

⁹ The purchasing power of money: its determination and relation to credit, interest and prices by Fisher, Irving; Brown, Harry Gunnison, The Macmillan company, New York, 1920, 515pp., էջ 25

Նեոդասականներն ապացուցում էին, որ շրջանառության մեջ գտնվող փողի քանակի փոփոխությունն առաջ է բերում միայն գների բացարձակ մակարդակի փոփոխություն: Ուստի նրանք դրամավարկային քաղաքականությունը համարում էին անարդյունավետ և կառավարությանն առաջարկում էին հոգ տանել նախ և առաջ պետական բյուջեի հաշվեկշռվածության մասին, ինչը թույլ չի տա, որ առաջանա բյուջեի դեֆիցիտ:

Այսպիսով, դասական (նեոդասական) դրամական տեսության ներկայացուցիչները նշանակալից ներդրում ունեցան դրամավարկային քաղաքականության տեսական հիմնավորման գործում: Նրանց հիմնական ձեռքբերումների շարքին պետք է դասել նախ և առաջ տեսության տերմինաբանության մշակումը, որն օգտագործվում է առ այսօր: Բացի այդ, չնայած տնտեսության պետական կարգավորման հարցում դրամավարկային քաղաքականության հնարավորությունների նկատմամբ ոչ միանշանակ դիրքորոշմանը, դասականների կողմից մշակվեցին տնտեսության վրա դրամավարկային քաղաքականության առանձին գործիքների ազդեցության տեսական հիմքերը, որոնք հետագայում զարգացվեցին այլ դպրոցների ներկայացուցիչների կողմից: Դասականների կարևորագույն ձեռքբերումը կարելի է համարել նաև փողի քանակական տեսության ստեղծումը և զարգացումը, որի հիմնադրույթներն ընկած են ցանկացած պետության դրամավարկային քաղաքականության հիմքում:

Սակայն 1929 – 1933 թթ. համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամը կասկածի տակ դրեց նեոդասական տեսության մի շարք հիմնադրույթներ, որը փաստորեն բացառում էր տևական ճգնաժամերի և պարտադրված գործազրկության հնարավորությունը շուկայական տնտեսության պայմաններում: Ճգնաժամը միաժամանակ ցույց տվեց, որ փողի դասական քանակական տեսությունը՝ հիմնված երկարաժամկետ ժամանակային միջակայքերի վրա, անզոր էր լուծելու ճգնաժամի հետևանքով առաջացած խնդիրները: Իսկ վերջիններիս լուծման համար աշխարհի առաջատար պետությունների՝ ԱՄՆ-ի, Մեծ Բրիտանիայի և այլ երկրների կառավարությունները սկսեցին կիրառել

տնտեսության պետական կարգավորման տարաբնույթ միջոցառումներ, որոնք դուրս էին փողի դասական քանակական տեսության տրամաբանությունից: Այս նոր մոտեցումների հիմնական հեղինակը անգլիացի նշանավոր տնտեսագետ Ջոն Մեյնարդ Բեյնսն էր և նրա հետևորդները, որոնց ստեղծած տնտեսագիտական ուղղությունը կոչվեց հենց հիմնադիրի անունով՝ Բեյնսականություն կամ Բեյնսական դպրոց:

2. Դրամավարկային կարգավորման Բեյնսյան մոդել, Տնտեսության պետական լայնամասշտաբ կարգավորման ամենահայտնի տեսական հիմնավորումը հանդիսացավ Ջ.Մ. Բեյնսի «Զբաղվածության, տոկոսի և փողի ընդհանուր տեսություն» աշխատությունը (1936թ.): Բեյնսն իսկական հեղափոխություն կատարեց տնտեսագիտության մեջ՝ սկզբունքորեն նոր մեկնաբանություն տալով գործարար պարբերաշրջանների և տնտեսության պետական կառավարման խնդիրներին: Նոր տնտեսագիտական տեսությունը ելնում էր այն պնդումից, որ ժամանակակից շուկայական տնտեսությունը՝ ավտոմատ կերպով ձգտելով հավասարակշռության, կարող է ընկնել ամբողջական առաջարկի և պահանջարկի հավասարակշռության այնպիսի իրավիճակի մեջ, որի դեպքում արտադրանքի թողարկման փաստացի քանակը զգալիորեն ավելի ցածր կլինի դրա պոտենցիալ հնարավորություններից և արդյունքում աշխատուժի մի զգալի մասը կդառնա գործազուրկ:

Ի տարբերություն դասականների՝ Բեյնսը կարծում էր, որ տնտեսությունը երկար ժամանակ կարող է «խրվել» արտադրության ցածր մակարդակի ու խրոնիկ գործազրկության վիճակի մեջ, քանի որ գների և աշխատավարձի ոչ առաձգականության պատճառով բացակայում է մեխանիզմը, որը հնարավորություն կտար արագորեն վերականգնել լրիվ զբաղվածությունն ու արտադրության պոտենցիալ բարձր մակարդակը:

Ոչ լրիվ զբաղվածությամբ տնտեսական հավասարակշռության թակարդի մեջ ընկնելու հիմնական պատճառը Բեյնսը համարում էր համախառն պահանջարկի անբավարար մակարդակը և կարծում էր, որ կառավարությունը

կարող է ներգործել տնտեսական ակտիվության մակարդակի վրա դրամավարկային և հարկաբյուջետային քաղաքականությունների միջոցով:¹⁰

Համախառն պահանջարկի Քեյնսյան վերլուծության մեջ վճռորոշ տեղ է հատկացվում ներդրումային պահանջարկին: Ներդրման ծավալների տատանումները մուլտիպլիկատորի էֆֆեկտի միջոցով փոփոխություններ են առաջ բերում արտադրության ծավալների և զբաղվածության մակարդակների մեջ: Քեյնսը տնտեսության կարգավորման տեսանկյունից առանձնացնում էր շուկայական տոկոսադրույքները, քանի որ վերջիններս նա համարում էր վարկերի ստացման հիմնական ծախսը, որը և պայմանավորում է ներդրումային նախագծերի ֆինանսավորման հնարավորությունները տնտեսությունում: Այլ հավասար պայմաններում, պնդում էր Քեյնսը, տոկոսադրույքի բարձրացումը իջեցնելու է պլանավորվող ներդրումների ծավալները, հետևաբար դրան համահունչ ընկնելու են արտադրության և զբաղվածության մակարդակները:

Քեյնսի տեսության մեջ ֆունկցիոնալ կախվածությունների շղթան կարելի է ներկայացնել հետևյալ կերպ՝ փողի զանգվածի աճն առաջացնում է տոկոսադրույքի անկում, որը բերում է ներդրումների, հետևաբար նաև՝ եկամտի և զբաղվածության աճին: Քեյնսը դիտարկում էր տոկոսադրույքի ազդեցությունը ներդրումային քաղաքականության վրա որպես լծակ, որի միջոցով դրամաշրջանառության պայմանները ներգործում են ընդհանուր տնտեսության վրա: Ահա թե ինչու փողի շուկայի վերլուծությունը, որտեղ փողի առաջարկի և պահանջարկի փոխազդեցության արդյունքում ձևավորվում է շուկայական տոկոսադրույքը, հանդիսանում է քեյնսյան տեսության կարևորագույն մասը: Վերլուծելով շուկայական տոկոսադրույքի փոփոխությունները՝ Ջ. Քեյնսը հերքեց փողի առաջարկի դասական քանակական տեսությունն ու առաջարկեց նոր տեսակետ, որի համաձայն՝ փողը հարստության ձևերից մեկն է, և ակտիվների մի մասը փողի տեսքով պահելու՝ տնտեսավարող սուբյեկտների ցանկությունը պայմանավորվում է այսպես կոչված իրացվելիության նախապատվությամբ:

¹⁰ Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. М., 1978. с.48-52., 78-81.

Քեյնսը դիտարկում էր փողի պահանջարկը որպես ֆունկցիա երկու փոփոխական մեծություններից՝ անվանական ազգային եկամից և տոկոսադրույքից, քանի որ կարծում էր, որ փողի համախառն պահանջարկը ներառում է երկու բաղկացուցիչ տարր: Առաջին տարրը «տրանսակցիոն պահանջարկն» է կամ փողի՝ որպես շրջանառության միջոցի նկատմամբ պահանջարկը: Այլ կերպ ասած՝ դա ապրանքներ, ծառայություններ ձեռք բերելու նպատակով փողի նկատմամբ ձևավորվող պահանջարկն է: Տրանսակցիոն պահանջարկը կախված է ազգային եկամտի մակարդակից, և որքան մեծ է նոմինալ ազգային եկամուտը, այնքան ավելի բարձր է ծախսերի մակարդակը, քանի որ մարդիկ այդ դեպքում ավելի շատ գործարքներ են կատարում ու ավելի շատ գումարի կարիք են ունենում:

Քեյնսի առաջարկած սկզբունքային նորույթը փողի պահանջարկի տարրերի մեջ այսպես կոչված «սպեկուլյատիվ պահանջարկի» ներմուծումն էր, որը կապված է արժեթղթերի առավաճառքի հետ:

Փողի սպեկուլյատիվ պահանջարկի առկայությունը պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ մարդիկ յուրաքանչյուր կոնկրետ դեպքում ինքնուրույն են որոշում, թե եկամտի որ մասն ուղղեն սպառմանը, իսկ որը՝ խնայողությունների գոյացմանը: Բացի այդ նրանք որոշում են, թե ինչ տեսքով պահել այդ խնայողությունները, քանի որ արժեթղթերի տեսքով խնայողությունները բերում են եկամուտներ: Սակայն դրանք նաև ավելի ռիսկային են, քանի որ կարող են կորցնել իրենց եկամտաբերությունը շուկայական տոկոսադրույքի փոփոխության կամ այլ գործոնների ազդեցությամբ:

Ջ. Քեյնսի աշխատությունների համաձայն՝ սպեկուլյատիվ դրդապատճառներն առաջացնում են հակադարձ կապ պահանջարկի մեծության և շուկայական տոկոսադրույքի միջև:¹¹

Փողի առաջարկը տնտեսությունում որոշվում է Կենտրոնական բանկի քաղաքականությամբ՝ ինչպես կարճաժամկետ, այնպես էլ երկարաժամկետ ժամանակահատվածում:

¹¹ J.M. Keynes General Theory Of Employment , Interest And Money, Atlantic publishers & distributors, New Delhi, 2008, էջ 180-184

Օգտագործելով դրամավարկային քաղաքականության մեթոդները պետությունը կարող է ներգործել տոկոսադրույքների վրա, իսկ նրա միջոցով՝ նաև ներդրումների մակարդակի վրա՝ ապահովելով լրիվ զբաղվածություն և տնտեսական աճ:

Սակայն Քեյնսը և նրա հետևորդները¹² առաջնայնություն էին տալիս հարկաբյուջետային քաղաքականությանը, որը հիմնավորելու համար նրանք բերում էին մի քանի պատճառներ:

1. Այդ պատճառներից էր նախ և առաջ, տնտեսության հայտնվելը հատուկ վիճակում, երբ փողի առաջարկի աճը չի առաջացնում ազգային եկամտի փոփոխություններ: Այս իրավիճակն անվանում են «իրացվելիության թակարդ»: Այն մանրամասնորեն նկարագրված է Ջ. Հիքսի աշխատություններում¹³:

«Իրացվելիության թակարդը» նշանակում է, որ տոկոսադրույքը գտնվում է բավականաչափ ցածր մակարդակում և նրա փոփոխությունը հնարավոր է միայն աճի ուղղությամբ: Այս պայմաններում փողի սեփականատերերը չեն ձգտի կատարել համապատասխան ներդրումներ և կստեղծվի մի իրավիճակ, երբ նույնիսկ շատ ցածր տոկոսադրույքը չի խթանի ներդրումների իրականացմանը և չի նպաստի եկամտի աճին: Այսինքն փողը կմնա մարդկանց մոտ, այլ ոչ թե կվերածվի ներդրումների, քանի որ եթե տոկոսադրույքը չի փոփոխվում, ապա ներդրումները և եկամուտը մնում են հաստատուն, իսկ աշխուժացման շուկայական մեխանիզմն արդեն չի գործում: Հետևաբար անհրաժեշտ է շուկայական համակարգի աշխուժացման արտաքին խթան, իսկ ելքն այս իրավիճակից քեյնսականների կարծիքով հնարավոր է միայն հարկաբյուջետային քաղաքականության իրականացման միջոցների հաշվին:

2. Փողի շրջապտույտի արագության գնահատման հարցում Քեյնսը ելնում էր այն համոզմունքից, որ այն փոփոխական է և անկանխատեսելի, այդ

¹² Էլվին Հանսեն, Արթուր Օուքեն, Ուոլթեր Հեյլեր, Ջոն Հիքս, Ուիլիամ Թ. Շուլց և այլք,

¹³ Хикс Джон Ричард. Стоимость и капитал, М.: Прогресс, 1993. — 488 с. — ISBN 5-01-004312-2
Общ. ред. и вступ. ст. Р.М. Энтова. Էջ 42

թվում՝ կարճաժամկետ հատվածում, մասնավորապես՝ մեկ տնտեսական պարբերաշրջանի ընթացքում: Ուստի փողը չի կարելի դիտարկել որպես արտադրության ծավալների, զբաղվածության և գների մակարդակի վրա ազդող կարևորագույն գործոն:

3. Եվ վերջապես Ջ. Քեյնսը կարծում էր, որ գները շուկայական տնտեսությունում ճկուն չեն, հետևաբար բոլոր տնտեսական ցուցանիշները նա արտահայտում էր չփոփոխվող աշխատավարձի մեծություններով:

Հետազոտելով ուղիները, որոնց միջոցով ֆիսկալ և դրամավարկային քաղաքականություններն ներգործում են տնտեսության վիճակի վրա, Քեյնսը հանգեց այն հետևության, որ ճգնաժամի պայմաններում տնտեսության կարգավորման ու խթանման մոնետարիստական մեթոդները ծախսովել են: Հետևաբար որպես տնտեսության կայունացման ավելի արդյունավետ միջոցներ նա համարում էր հարկային համակարգի և պետական ծախսումների կառուցվածքի փոփոխությունները: Այս եզրակացությունը Քեյնսին և նրա հետևորդներին դրդեց հայտարարել, թե. «փողը նշանակություն չունի»:¹⁴ Ելնելով սրանից՝ վաղ շրջանի քեյնսականները դրամավարկային քաղաքականությունը համարում էին անարդյունավետ և փոխարենը բացարձակացնում էին ֆիսկալ քաղաքականության կարգավորիչ դերը:

Սակայն ավելի ուշ շրջանի քեյնսականները որոշակիորեն մեղմեցին իրենց մոտեցումները: Վերջիններս եկան այն եզրակացության, որ դրամավարկային քաղաքականությունը նույնպես արդյունավետ է, հետևաբար տնտեսության կառավարման և կայունացման լավագույն միջոցն, ըստ նրանց, հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականության համակցությունն է, իհարկե՝ հարկաբյուջետային քաղաքականության գերակայության պայմանով:

Այսպիսով, Քեյնսը և նրա հետևորդները մեծ ավանդ ունեցան դրամական տեսության զարգացման մեջ: Նրանց կարևորագույն ձեռքբերումների շարքին պետք է դասել նախ և առաջ շուկայական տնտեսության ինքնակարգավորման հնարավորությունների վերաբերյալ դասականների ունեցած խիստ

¹⁴ Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. М., 1978. էջ 144

չափազանցված պատկերացումների հերքումը և տնտեսության պետական կարգավորման անհրաժեշտության հիմնավորումը, փողի՝ որպես արժեձևի հիմնավորումը, տոկոսների՝ որպես տնտեսության պետական կարգավորման լծակի հնարավորությունների պարզաբանումը և այլն: Չնայած դրան, քեյնսականները տնտեսության կարգավորման մեջ դրամավարկային քաղաքականությանը հատկացնում էին միայն լրացնող, երկրորդային դեր՝ առաջնային համարելով հարկաբյուջետային քաղաքականությունը:

3. Փողի մոնետարիստական քանակական տեսություն:

Հետպատերազմական շրջանը՝ ընդհուպ մինչև 1960-70-ական թվականները, աչքի ընկավ ամենաբարենպաստ սոցիալ-տնտեսական զարգացումներով՝ հատկապես նախորդ հարյուրամյակի համեմատությամբ: Սակայն 60-70-ական թվականներից սկսած բացահայտվեցին տնտեսության կարգավորման քեյնսականների հայեցակարգի թերությունները՝ գնաճային զարգացումների վտանգի թերագնահատումը, ուղղակի պետական ներդրումների դերի և տնտեսության կոնյուկտուրայի կարգավորման բյուջետային մեթոդների հնարավորությունների ուժեղացումը, դեֆիցիտային ֆինանսավորման էֆեկտի գերագնահատումը:

Քեյնսականության հեղինակազրկումը և ճգնաժամը նպաստեցին տնտեսության մեջ փողի դերի վերաբերյալ «մոռացված» մոնետարիստական տեսությունների վերակենդանացմանը:

Միլթոն Ֆրիդմանը և նրա հետևորդները՝ Ա. Շվարցը, Կ. Բրունները, Ա. Մելտցերը և այլք, ովքեր տնտեսագիտական աշխարհում հայտնի են որպես մոնետարիստներ, զարգացրեցին փողի քանակական տեսությունը, որը մեծ տարածում ստացավ 1970-ական թվականներին:

Մոնետարիստները քեյնսականներից տարբերվող մոտեցում ունեին ոչ միայն տնտեսության մեջ փողի դերի հետ կապված հարցերում, այլև ընդհանուր տնտեսության գործունեության հարցերում: Նրանք կարծում էին, որ շուկայական տնտեսությունը բավականաչափ կայուն է, և շուկայական մեխանիզմն ընդունակ է ինքնուրույն վերականգնելու տնտեսական հավասարակշռությունը: Ուստի

մոնետարիստները հանդես էին գալիս տնտեսության մեջ պետության ակտիվ միջամտության դեմ, պաշտպանում էին ազատ մրցակցության սկզբունքներն ընդհանրապես և դրամական ոլորտում՝ մասնավորապես:

Փողը մոնետարիստները դիտարկում էին որպես արտադրության զարգացման վճռորոշ գործոն: Դրամավարկային ոլորտի ոչ տեղին պետական կարգավորումներն, ըստ նրանց, կարող էին պատճառ դառնալ տնտեսական ճգնաժամերի առաջացման համար: Այս պնդումը նրանք մասնավորապես ապացուցում էին 70-80-ական թվականների տնտեսական ճգնաժամերի օրինակով:

Փողի և դրամաշրջանառության դերի թերագնահատումը, մասնավորապես՝ շրջանառության մեջ գտնվող դրամի քանակի կտրուկ անկումը կանխարգելելու ԿՊՀ¹⁵ անընդունակությունը, գտնում էր Մ. Ֆրիդմանը, 20-ական թվականների վերջին զգալիորեն ուժեղացրեց տնտեսական անկման բացասական հետևանքները: Ֆրիդմանը հավատացած էր, որ փողը և դրամաշրջանառությունը կարևոր նշանակություն ունեն տնտեսության զարգացման համար և մոնետար տեսության անտեսումը, կամ դրա հիմնադրույթների խախտումը տնտեսական հարաբերություններին պետության անհարկի միջամտությունների պայմաններում տնտեսությանը կարող են հասցնել հսկայական վնաս:¹⁶

Գործարար պարբերաշրջանների և դրամաշրջանառության վերլուծությունը Մ. Ֆրիդմանին և նրա գաղափարակիցներին թույլ տվեց էականորեն կատարելագործել դրամաշրջանառության դասական քանակական տեսությունը, հատկապես՝ կարճաժամկետ ժամանակահատվածների համար:

Այսպես, մոնետարիստները, դիտարկելով փողի շրջապտույտի արագությունը որպես փոփոխական մեծություն, կարծում էին, որ իրենց կողմից

¹⁵ Կենտրոնական Պահուստային համակարգ, ԱՄՆ դրամավարկային քաղաքականության իրականացման պատասխանատու մարմին, ամերիկյան հեղինակների մոտ հաճախ հանդիպում

են Fed. Reserve կրճատ անվանումը կամ FRS հապավումը:

¹⁶ *Государственное регулирование рыночной экономики*: учеб. пособие для управленч. и экон. спец. вузов / отв. ред. И.И.Столяров. – М.: Дело, 2001. – 279с , էջ 85

առաջարկվող տեսությունը թույլ է տալիս կանխատեսել այս փոփոխականի վարքագիծը: Որպես փողի շրջապտույտի արագությունը որոշող հիմնական գործոն, նրանք առանձնացնում էին գնաճի ակնկալվող մակարդակը և տոկոսադրույքը: Մոնետարիստները նաև բացահայտեցին փոխադարձ կապը փողի զանգվածի աճի տեմպերի և իրական ու անվանական ՀՆԱ-ի միջև: Նրանք ցույց տվեցին, որ փողի զանգվածի աճի տեմպի փոփոխությունն ազդում է արտադրության ծավալի վրա ավելի արագ, քան գների մեծության: Օրինակ, մեկ գործարար պարբերաշրջանի ընթացքում փողի զանգվածի աճի տեմպի փոփոխությունը որոշ ընդմիջումից հետո՝ սովորաբար մի քանի ամիս անց, առաջացնում է անվանական ՀՆԱ-ի աճի տեմպի փոփոխություն:

Սկզբում անվանական ՀՆԱ-ի փոփոխությունների մեծ մասն արտահայտում է իրական ՀՆԱ-ի փոփոխությունները, այսինքն ապրանքների և ծառայությունների արտադրության ծավալների իրական փոփոխությունը: Հետագայում, եթե փողի զանգվածի աճի տեմպերը զգալիորեն գերազանցում են տնտեսական աճի տեմպերը, ապա իրական ՀՆԱ-ի աճի տեմպերն սկսում են նվազել, իսկ փողի զանգվածի աճի տեմպերի փոփոխությունների ազդեցությունը կլանվում է գների համաչափ աճի միջոցով:

Մոնետարիստական ուղղության նոր հետազոտությունները տվեցին տնտեսության վրա պետության դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության բնույթը հասկանալու ուղենիշ: Դրանք հնարավորություն տվեցին բացատրելու նախկինում գոյություն չունեցած տնտեսական երևույթների, ինչպիսիք են ստագֆլյացիան կամ բարձր գործազրկության և բարձր գնաճի միաժամանակյա գոյությունը, ինչը բացարձակապես հակասում էր քեյնսական տեսությանը, և վերջապես առաջարկել պետությանը դրամավարկային քաղաքականության համապատասխան խորհուրդներ:

Մոնետարիստները, մասնավորապես, առաջարկում էին օրենսդրորեն ամրագրել դրամավարկային քաղաքականության մոնետարիստական կանոնը, որի համաձայն առաջարկվում էր կանոնավոր կերպով և հաստատուն չափով ավելացնել փողի առաջարկը: Ընդ որում փողի առաջարկը պետք է ավելացվեր

նույն արագությամբ, ինչ արագությամբ աճում է ՀՆԱ-ի մեծությունը: Մոնետարիստների կարծիքով այս կանոնի պահպանումը կչեզոքացնեի տնտեսության վրա դրամավարկային քաղաքականության անկանխատեսելի ազդեցությունը:¹⁷

70-ական թվականներին և 80-ականների սկզբին մոնետարիստական մեթոդների կիրառումը հնարավորություն տվեց մշակելու գնաճի հետ պայքարի բավականին արդյունավետ միջոցներ: Միևնույն ժամանակ գնաճային գործընթացների կայունացումը, ֆինանսական ինստիտուտների փոփոխությունները և անցումը տնտեսական աճի նոր որակի 80-ականների երկրորդ կեսին էականորեն նվազեցրին դրամավարկային քաղաքականության մոնետարիստական մոտեցումների արդիականությունը:

Այսպիսով, փողի մոնետարիստական քանակական տեսությունը հանդիսացավ հետպատերազմյան տնտեսական զարգացումների վերլուծության արդյունք: Նրանց հիմնական ձեռքբերումների շարքին պետք է դասել տնտեսական աճի և շրջանառության մեջ գտնվող դրամական միջոցների ծավալի միջև կապերի բազմակողմանի վերլուծությունը, դրամավարկային քաղաքականության տարբեր գործիքների կիրառման դեպքում հնարավոր բացասական զարգացումների պարզաբանումը և դրամավարկային քաղաքականության կանոնակարգման փորձը՝ դրամավարկային քաղաքականության կանոնների միջոցով:

4. Նոր դասական մակրոտնտեսագիտություն: 20-րդ դարի վերջին տասնամյակների տնտեսական զարգացումները ստիպեցին տնտեսագետներին փնտրելու դրամավարկային քաղաքականության քեյնսական և մոնետարիստական ուղղությունները միավորելու ուղիներ: Այս ձևով ձևավորվեցին մի քանի հզոր ուղղություններ, որոնց շարքին կարելի է դասել մասնավորապես նոր դասական դպրոցը կամ նոր դասական մակրոէկոնոմիկան:

¹⁷ GREG IP and MARK WHITEHOUSE , “How Milton Friedman Changed Economics, Policy and Markets,” Wall Street Journal, November, 17 2006.,

Նոր տեսության հիմքում ընկան Ռ. Լուկասի, Ֆ. Քիդլենդի և Է. Փրեսքոթի, Ռ. Բարրոյի և Դ. Գորդոնի, Թ. Սարջենթի, Ն. Ուոլլեսի և այլոց աշխատությունները: Դրանցում ձևակերպվեցին այս տեսության երկու հիմնական խնդիրները.

1. Ֆիլլիպսի կորի վերլուծությունը ռացիոնալ սպասումների տեսության հիման վրա,

2. գնաճի դրամավարկային ծագման խնդիրը:

Նոր դասականների հետազոտությունների հիմնական արդյունքներից մեկը մակրոտնտեսական մեծությունների, մասնավորապես՝ գնաճի կանխատեսման ռացիոնալ սպասումների տեսության մշակումն էր:

Տնտեսագիտության բոլոր նախորդ ուղղությունների հիմքում ընկած է այսպես կոչված «ադապտիվ սպասումների տեսությունը», որի համաձայն՝ գնաճի մեծությունը յուրաքանչյուր ժամանակահատվածում կրում է նախորդ ժամանակահատվածներում գնաճի գրանցված ցուցանիշների ազդեցությունը:

Ադապտիվ սպասումների տեսությունը «բնական մակարդակի հիպոթեզի» տարբերակներից մեկն է: Ըստ այս տեսության տնտեսվարող սուբյեկտների գնաճային սպասումները ձևավորվում են գնաճի նախորդ և ներկա մակարդակների հիման վրա: Ընդ որում, ինչպես ցույց են տալիս ուսումնասիրությունները, այս սպասումները փոխվում են շատ դանդաղ տեմպերով:

Ադապտիվ սպասումների տեսությունը ենթադրում է, որ կարճաժամկետ հատվածում գնաճի և գործազրկության այլընտրանք գոյություն ունի: Սակայն երկարաժամկետ հատվածում այս կապը բացակայում է, իսկ գնաճի մակարդակը մոտենում է իր «բնական մակարդակին», այսինքն՝ մի մակարդակի, որի դեպքում տնտեսական աճն ունենում է ամենակայուն վարքագիծը:¹⁸

¹⁸ Б.И. Герасимов, Н.С. Косов, В.В. Дробышева. Экономическая теория. Макроэкономика. Переходная экономика, 2009, էջ 87-88,

Նոր դասականների առաջարկած տեսության հիմքում ընկած էր ռացիոնալ սպասումների տեսությունը,¹⁹ որի համաձայն տնտեսվարող սուբյեկտները չեն հանդիսանում մակրոտնտեսական գործընթացների պասիվ դիտորդներ, այլ իրենց տրամադրության տակ եղած տեղեկատվության հիման վրա կատարում են դրամավարկային ու հարկաբյուջետային քաղաքականության հնարավոր զարգացումների և դրանց արդյունքների կանխատեսումներ: Ստացված կանխատեսումները զգալիորեն ազդում են տնտեսվարողների գործընթացների վրա, քանի որ վերջիններս իրենց որոշումներով ոչ միայն ձգտում են լուծել իրենց ընթացիկ խնդիրները, այլև պատրաստվում են տնտեսական իրավիճակի ապագա փոփոխություններին:

Նոր դասականների կարծիքով²⁰ դիսկրեցիոն դրամավարկային քաղաքականությունը չի կարող երկարաժամկետ ազդեցություն ունենալ արտադրության ծավալների և գործազրկության վրա: Դիսկրեցիոն դրամավարկային քաղաքականության ոչ արդյունավետ լինելը պայմանավորված է տնտեսվարող սուբյեկտների ռացիոնալ սպասումների և դրամավարկային քաղաքականության «արձագանքող» բնույթի միջև առկա սկզբունքային հակասությամբ: Մասնավորապես նրանք նշում էին²¹, որ դիսկրեցիոն դրամավարկային քաղաքականությունը, որն իրենից ներկայացնում է պատասխան արձագանք ընթացիկ իրավիճակին, միշտ հագեցնելու է արդյունքների «դինամիկ (ժամանակային) անհամապատասխանության»: Դրամավարկային քաղաքականությունն իրականացնողները, ձգտելով հասնելու որոշակի մակրոտնտեսական ցուցանիշների ցանկալի արժեքների և առաջնորդվելով ոչ միայն տնտեսական այլև օրինակ քաղաքական «պոպուլիստական» նկատառումներով, կարող են անհարկի բարձրացնել փողի

¹⁹ Stu' Kydland F. and Prescott E. Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plan». Journal of Political Economy. 1977. V. 85. P. 473—490

²⁰ Stu' Expectations and the Neutrality of Money ROBERT E. LUCAS, JR. JOURNAL OF ECONOMIC THEORY 4, 103-124 (1972) * Graduate School of Industrial Administration, Carnegie-Mellon University, Pittsburgh, Pennsylvania 15213 Received September 4, 1970

²¹ Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans Finn E. Kydland; Edward C. Prescott, The Journal of Political Economy, Volume 85, Issue 3 (Jun., 1977), pp. 473 - 491

առաջարկը և գնաճի տեմպը՝ այդպիսով նպաստելով տնտեսության անկայունությանը:

Ելնելով վերոգրյալից նոր դասականներն առաջարկում էին վարել տնտեսության կայունացմանն ուղղված քաղաքականություն, որին առաջարկվում էր հասնել փողի առաջարկի կայուն աճի միջոցով:²²

Նոր դասականների կարևոր նորամուծություններից էր նաև դրամավարկային քաղաքականության ռեժիմների վերլուծությունը: Իրենց վերլուծություններում²³ նրանք ապացուցում էին, որ փողի առաջարկի նպատակադրման քաղաքականությունն ավելի նպատակահարմար է, քան տոկոսադրույքների նպատակադրման քաղաքականությունը, քանի որ տոկոսադրույքները տարաբնույթ արտաքին գործոնների ազդեցությամբ կարող են հանգեցնել գների անկայունության:

Այսպիսով, Նոր դասական մակրոէկոնոմիկայի ներկայացուցիչներն ըստ էության հանդիսանում էին մոնետարիստական գաղափարների կրողներ (հատկապես դրամավարկային քաղաքականության հարցում): Ինչպես մոնետարիստները, այնպես էլ նոր դասականները համարում էին, որ տնտեսությունն ունակ է ինքնուրույն լուծելու իր խնդիրները, հետևաբար տնտեսական հարաբերություններին պետության միջամտությունը նրանք համարում էին աննպատակահարմար: Սակայն ի տարբերություն մոնետարիստների՝ նոր դասականները թերահավատությամբ էին վերաբերվում նաև տնտեսության դրամավարկային կարգավորման հնարավորություններին: Նոր դասականների կարծիքով միայն դրամավարկային քաղաքականության անսպասելի շոկերը կարող են հանգեցնել տնտեսության իրական հատվածի կարճաժամկետ տեղաշարժերի, իսկ երկարաժամկետ հատվածում այդ ազդեցությունը զրոյական է:

²² Barro, Robert J. and David B. Gordon. "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy." *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, No. 1, (July 1983), pp. 101-121.

²³ "Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule" Thomas J. Sargent and Neil Wallace, *The Journal of Political Economy*, Vol. 83, No. 2 (Apr., 1975), pp. 241-254

Սակայն նոր դասական մակրոտնտեսագիտությունը և դրա հիմքում ընկած ռացիոնալ սպասումների տեսությունը նույնպես ունեն որոշակի «բացեր», որոնց պատճառով դրանք լրջորեն քննադատվեցին այդ և հաջորդ ժամանակաշրջանների առաջատար տնտեսագետների կողմից: Նոր դասական մակրոտնտեսագիտության թերությունների շարքին կարելի է դասել.

- ապագա տնտեսական զարգացումները կանխատեսելու՝ տնտեսվարող սուբյեկտների կարողությունների չափազանցումը,
- մարդկային վարքագծի ոչ տրամաբանական կողմի անտեսումը,
- տեղեկատվության անհամաչափության և անբավարարության անտեսումը և այլն:

1980-ական թվականներից Նոր դասական մակրոտնտեսագիտության քննադատության հիման վրա սկսեց ձևավորվել նոր քեյնսական տնտեսագիտությունը, որի ներկայացուցիչները կրկին սկսեցին խոսել շուկայական մեխանիզմի անկատարության և պետության կողմից ակտիվ տնտեսական քաղաքականության վարման անհրաժեշտության մասին:

Նոր քեյնսական տեսությունը հիմնվում է մի քանի դրույթների վրա.

1. աշխատավարձը և գներն օժտված են որոշակի կոշտությամբ ու կարող են չարձագանքել կարճաժամկետ դրամավարկային շոկերին,

2. տեղեկատվության անհամաչափությունը և անկատարությունը հանգեցնում են շուկայի մասնակիցների «անտրամաբանական» վարքագծին ու շուկայի մասնակիցների միջև անհավասար պայմանների առաջացմանը,²⁴

3. դրամավարկային քաղաքականության հիմնական գործիքը պետք է հանդիսանան տոկոսադրույքները, այլ ոչ թե փողի առաջարկը (փողի ազրեգատները), քանի որ տոկոսադրույքներն ամենասերտ կապն ունեն արտադրության հետ,²⁵

²⁴ Стиллиц Дж. Ю. Экономика государственного сектора/Пер, с англ. — М.: Изд-во МГУ: ИНФРА-М, 1997. - 720 с. Ёջ 19-21

²⁵ Taylor, John B., "Discretion Versus Policy Rules in Practice," Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39: 195-214 (1993).

4. նույնիսկ այսպիսի դրամավարկային քաղաքականությունը կարող է լինել անարդյունավետ:

Նեոքեյնսականներից դրամավարկային քաղաքականության տեսության զարգացման մեջ առավել նշանակալից դեր է խաղացել Ջոն Բ. Թեյլորը, ով ձևակերպել է թողարկման ծավալների և գնաճի փաստացի ու նպատակային ցուցանիշները մեղմելու նպատակով բանկային տոկոսադրույքի սահմանման կանոնը:²⁶

Ժամանակակից դրամական տեսությունը գնալով ավելի ու ավելի շատ է կրում քեյնսական և մոնետարիստական տեսությունների տարրեր պարունակող տարրեր փոխկապակցված մոդելների ազդեցությունը: Հիմնական հարցը կայանում է որոշակի կանոնների վրա հիմնված, համեմատաբար պասիվ և հաստատուն դրամավարկային քաղաքականության ու ավելի ակտիվ դիսկրեցիոն դրամավարկային քաղաքականության միջև ընտրություն կատարելու մեջ: Ընդ որում, եթե տեսաբանների շրջանում ավելի մեծ տարածում ունի առաջին մոտեցումը, ապա դրամավարկային մարմինների մոտ ավելի ընդունված է երկրորդ մոտեցումը: Վերջինս, ի թիվս այլ հանգամանքների, գրավիչ է նաև նրանով, որ պետությանը հնարավորություն է տալիս կարճաժամկետ հատվածում ստանալ որոշակի արդյունքներ՝ ազդելով պետության տնտեսական քաղաքականության հասարակական գնահատականի վրա:

Ամփոփելով, կարող ենք փաստել, որ դրամական տեսության վերոնշյալ ուղղություններից յուրաքանչյուրի ներկայացուցիչները նշանակալից ներդրումն են ունեցել ժամանակակից դրամավարկային քաղաքականության տեսական հիմնավորման հարցում: Այնուամենայնիվ, պետք է ընդգծել, որ տեսություններից յուրաքանչյուրն ընդամենը տեսություն է և ըստ այդմ էլ ունի բազմաթիվ բացեր, որոնցով պայմանավորված առաջանում է կոնկրետ ժամանակահատվածում տվյալ երկրի դրամավարկային քաղաքականության մշակման ժամանակ այս տեսությունների քննադատական վերլուծության անհրաժեշտությունը: Նկատենք,

²⁶ Թեյլորի կանոնի բովանդակությունը ներկայացված է հաջորդ գլուխներում:

նաև, որ դրամավարկային քաղաքականության վերոնշյալ տեսական հիմնավորումներից որևէ մեկի նպատակահարմարությունը պետք է դիտարկել տնտեսության կարգավորման առջև դրված նպատակների և խնդիրների համատեքստում: Մասնավորապես տնտեսության երկարաժամկետ կայուն զարգացմանն ուղղված դրամավարկային քաղաքականությունն ավելի շուտ հիմնված կլինի դրամավարկային կարգավորման կանոնների վրա և ուղղված կլինի տնտեսվարման պայմանների կայունացմանը, իսկ տնտեսության ճգնաժամային կամ հետճգնաժամային շրջանում տնտեսության արագ վերականգնմանն ուղղված խթանող դրամավարկային քաղաքականությունն ավելի ակտիվ բնույթ կունենա և կընդգրկի այդ քաղաքականության գործիքների կիրառման ավելի լայն շրջանակ:

1.3. Դրամավարկային քաղաքականության նպատակները, գործիքները և ռազմավարությունը

Դրամավարկային քաղաքականության վարման համար կարևոր նշանակություն ունի դրա նպատակների, խնդիրների, ռազմավարության և գործիքների ուսումնասիրությունը, որոնցով էլ մասամբ պայմանավորված են այդ քաղաքականության արդյունքները:

Որպեսզի կարողանանք հիմնավոր գնահատական տալ դրամավարկային քաղաքականության իրականացման գործընթացին նախ և առաջ անհրաժեշտ է դրանք համեմատել երկրում իրականացվող տնտեսական քաղաքականության

այն նպատակների և խնդիրների հետ, որոնք ընկած են տվյալ երկրի դրամավարկային քաղաքականության մշակման և իրականացման հիմքում:²⁷

Նպատակների և խնդիրների հիերարխիայի առաջնային և կարևորագույն օղակը, որպես կանոն, յուրաքանչյուր երկրի կողմից սահմանվում է ինքնուրույն, համապատասխան օրենսդրական ակտով՝ ելնելով տվյալ երկրի տնտեսության առանձնահատկություններից:

Դրամավարկային քաղաքականությունը՝ որպես պետության մակրոտնտեսական քաղաքականության մի բաղադրիչ, նախ և առաջ ուղղված է տնտեսության պարբերաշրջանային տատանումների հարթեցմանը, հետևաբար այն կարող է հետապնդել չորս հիմնական նպատակ՝

- կայուն տնտեսական աճ,
- լրիվ զբաղվածություն,
- գների կայունություն,
- վճարային հաշվեկշռի հավասարակշռություն:²⁸

Ելնելով վերոնշյալից՝ անհրաժեշտ է նշել, որ դրամավարկային քաղաքականության համար յուրաքանչյուր երկիր, որպես կանոն, իր օրենսդրությամբ սահմանում է մեկ կոնկրետ հիմնական խնդիր: Որպես այդպիսին կարող է սահմանվել ինչպես վերոնշյալ նպատակներից ցանկացածի ապահովումը, այնպես էլ այլ խնդիրներ, օրինակ՝ ազգային արժույթի փոխարժեքի և դրամաշրջանառության կայունություն, բնակչության բարեկեցություն և այլն:

Ներկայումս աշխարհի պետությունների գերակշռող մեծամասնությունում որպես դրամավարկային քաղաքականության հիմնական խնդիր սահմանված է կամ գների կամ էլ ազգային արժույթի կայունությունը: Սակայն մի շարք պետություններում սահմանվում են այլ խնդիրներ, իսկ որոշ երկրներում էլ կոնկրետ հիմնական խնդիր չի սահմանվում: Ստորև ներկայացվում են ՀՀ հիմնական առևտրային գործընկերների, հարևան պետությունների, ինչպես նաև

²⁷ Որոշ երկրների օրենսդրությամբ խնդիրները նույնացվում են Կենտրոնական բանկի նպատակների և գործառույթների հետ:

²⁸ Матвеева Т.Ю. Курс лекций по макроэкономике М.: ГУ ВШЭ, 2003. — 250 с, էջ 117

աշխարհի ամենահզոր տնտեսությամբ երկրների և, վերջապես, մի քանի նախկին ԽՍՀՄ պետությունների դրամավարկային քաղաքականության հիմնական խնդիրները (տես աղյուսակ 1.3.1-ը):

Աղյուսակ 1.3.1

Դրամավարկային քաղաքականության (ԴՎՔ) հիմնական խնդիրը²⁹

Հ/հ	Երկրի անվանումը	ԴՎՔ հիմնական խնդիրը
	1	2
1	Հայաստան	Գների կայունություն
2	Ռուսաստան	Ազգային արժույթի կայունություն
3	Բելոռուս	Տնտեսական կայունություն՝ - Գների կայունություն, - Լրիվ զբաղվածություն, - Տնտեսական աճ:
4	Ղազախստան	Գների կայունություն
5	Ուկրաինա	Ազգային արժույթի կայունություն
6	Ուզբեկստան	Ազգային արժույթի կայունություն
7	Վրաստան	Ազգային արժույթի կայունություն
9	Մոնղոլիա	Ազգային արժույթի կայունություն
10	Անգլիա	Գների կայունություն
11	ԵՄ	Գների կայունություն
12	ԱՄՆ	Բնակչության լրիվ զբաղվածություն և գների կայունություն
13	Կորեա	Գների կայունություն
14	Չինաստան	Դրամաշրջանառության կայունություն և տնտեսական աճ
15	Ճապոնիա	Գների կայունություն
16	Հնդկաստան	Դրամական կայունություն

²⁹ Աղյուսակի տվյալները վերցված են համապատասխան երկրների կենտրոնական բանկերի գործունեությունը կարգավորող օրենքներից, պաշտոնական կայքերից և այլ աղբյուրներից:

N°	1	2
17	Ավստրալիա	Ազգային արժույթի կայունություն Լրիվ զբաղվածություն Տնտեսական աճ և բնակչության բարեկեցություն
18	Կանադա	Գների կայունություն
19	Բրազիլիա	Ազգային արժույթի կայունություն
20	Թուրքիա	Գների կայունություն

Դրամավարկային քաղաքականության հիմնական խնդիրը հանդիսանում է այդ քաղաքականության մշակման և իրականացման ելակետային, անկյունաքարային գործոնը: Սակայն այն որպես կանոն ունի ընդհանուր և «չհափվող» բնույթ: Բացի այդ, դրամավարկային քաղաքականության հիմնական խնդրին հնարավոր չէ հասնել տնտեսական միջոցներով: Հետևաբար իր հիմնական խնդիրն իրագործելու համար տվյալ երկրի կենտրոնական բանկը սահմանում է միջանկյալ նպատակ (intermediate targets)³⁰ կամ անվանական խարիսխ (nominal anchor): Միջանկյալ նպատակը տնտեսական փոփոխական է, որը Կենտրոնական բանկը կարող է կարգավորել խելամիտ ժամկետներում, համեմատաբար բարձր ճշգրտությամբ, և որն ունի հարաբերականորեն կայուն կամ առնվազն կանխատեսելի կապ դրամավարկային քաղաքականության վերջնական նպատակի հետ³¹: Որպես միջանկյալ նպատակներ կարող են սահմանվել ազգային արժույթի փոխարժեքը, փողի ագրեգատները, շուկայական տոկոսադրույքները և այլն:

Դրամավարկային քաղաքականության նպատակները կարող են լինել բացահայտ և թաքնված: Դրամավարկային քաղաքականության բացահայտ նպատակը (explicit target of monetary policy) տնտեսական փոփոխական է, որը դրամավարկային իշխանությունները հրապարակայնորեն սահմանում են որպես

³⁰ Сулинов А.В. Стратегии монетарной политики с эксплицитным номинальным якорем и определение текущего режима таргетирования Банка России М.: Вестник РГТУ, 2007г., 273 стр., էջ 242-250

³¹ Bindseil, Ulrich The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine. European central bank workin paper series NO. 372 / JUNE 2004

իրենց քաղաքականության նպատակ: Դրանք բնութագրվում են նպատակային ցուցանիշների կոնկրետ քանակական արժեքներով, իսկ թաքնված կամ չբացահայտվող նպատակները տնտեսական փոփոխականի, կամ դրանց համախմբության արժեքների մակարդակն է, որին ձգտում է հասնել Կենտրոնական բանկը դրամավարկային քաղաքականության միջոցով, որը սակայն պաշտոնապես չի հայտարարվում որպես նպատակ: Միջև 1970-ական թվականները կենտրոնական բանկերը գործում էին առանց դրամավարկային քաղաքականության հայտարարված նպատակի և միայն դրանից հետո սկսեցին կիրառել հրապարակային նպատակադրում:

Դրամավարկային քաղաքականության նպատակների բացահայտումը զանգվածային լրատվության միջոցների և հրապարակային հայտարարությունների միջոցով բարելավում են շուկայի կողմից այդ քաղաքականության ընկալումն ու բարձրացնում տեղեկացվածությունը: Նպատակների բացահայտումն օգնում է շուկային պատկերացում կազմել այն մասին, թե ինչ կարելի է ակնկալել կենտրոնական բանկից և թույլ է տալիս գնահատել նրա գործունեության արդյունքները: Աշխարհի պետությունների գերակշռող մեծամասնությունում կենտրոնական բանկի նպատակները հրապարակվում են դրանց տարեկան ծրագրերում: Բացի այդ, իշխանությունները պարզաբանումներ են կատարում պարբերաբար հրապարակվող հաշվետվություններում, պաշտոնական հրապարակումներում և ղեկավարության ելույթներում:³²

Դրամավարկային քաղաքականության միջանկյալ նպատակների անհրաժեշտությունը պայմանավորված է նրանով, որ հիմնական նպատակներին կարճաժամկետ հատվածում հասնելն անհնար է: Այսինքն դրամավարկային քաղաքականությունն իրականացնողներին անհրաժեշտ են ավելի արագ ազդանշաններ, որոնք հնարավորություն կտան պատկերացում կազմել դրամավարկային ոլորտում ընթացող գործընթացների բնույթի վերաբերյալ և

³² Денежно-кредитная политика: теория и практика : учеб. пособие / С. Р. Моисеев. — М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. — 784 с. (Университетская серия). Ёջ 216-217

ժամանակին կիրառել համապատասխան միջոցներ: Սակայն նույնիսկ միջանկյալ նպատակները չեն կրում Կենտրոնական բանկի անմիջական ազդեցությունը: Ուստի Կենտրոնական բանկերը կիրառում են դրամավարկային քաղաքականության նպատակների երրորդ մակարդակը՝ այսպես կոչված գործառնական կամ գործիքային նպատակները (operating/instrument targets): Սրանց շարքին են պատկանում պահուստային ագրեգատները (պարտադիր պահուստներ, փողի բազա) և տոկոսադրույքները: Արժութային փոխարժեքները ևս կարող են կիրառվել որպես գործառնական նպատակ՝ բայց միայն փոխարժեքի նպատակադրման ռազմավարության դեպքում:

Դրամավարկային քաղաքականության հիմնական, միջանկյալ ու գործառնական նպատակների ընտրությունը հանդիսանում է յուրաքանչյուր երկրի կենտրոնական բանկի կարևորագույն խնդիրներից մեկը, և եթե այդ քաղաքականության հիմնական նպատակը, որպես կանոն, թելադրվում է տվյալ երկրի օրենսդրությամբ, ապա միջանկյալ և գործառնական նպատակների ընտրությունը պայմանավորվում է դրամավարկային քաղաքականության ընտրված ռազմավարությամբ:

Դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարության միանշանակ սահմանում գրականության մեջ չկա, սակայն ամփոփելով տարբեր աղբյուրներում³³ առաջարկված բնորոշումները կարող ենք ընդհանրացնել, որ դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարությունը երկարաժամկետ գործողության մեթոդ է, որի հիման վրա ընդունվում են որոշումներ այն գործիքների վերաբերյալ, որոնք պետք է օգտագործվեն դրամավարկային քաղաքականության նպատակներին հասնելու համար:

Իրենց հիմնական խնդիրն իրագործելու նպատակով կենտրոնական բանկերը կարող են ընտրել դրամավարկային քաղաքականության իրականացման տարբեր ռազմավարություններ: Ներկայումս առավել լայն կիրառում ունեցող ռազմավարություններն են՝ փողի ագրեգատների

³³ Տես՝ Косова Т.Д., Папаика А.А., Арбузов С.Г., Деева Н.Е. (2011), Матовников М. Ю (2012), ՀՀ ԿԲ կողմից գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ընդունման հիմնավորում և այլն:

նպատակադրումը, փոխարժեքի նպատակադրումը և գնաճի նպատակադրումը:³⁴

Դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարություններից ցանկացած մեկի որդեգրման դեպքում կենտրոնական բանկը սահմանում է համապատասխան մակրոտնտեսական ցուցանիշի (անվանական խարիսխի) որոշակի արժեք, որի ապահովման խնդրի շուրջը կառուցվում է ամբողջ դրամավարկային քաղաքականությունը: Բացի այդ, որոշ պետությունների, մասնավորապես՝ ԱՄՆ կենտրոնական դրամավարկային մարմինները կիրառում են առանց անվանական խարիսխի դրամավարկային քաղաքականություն, որի դեպքում կոնկրետ որևէ մակրոտնտեսական ցուցանիշ չի նպատակադրվում, ինչը հնարավորություն է տալիս դրամավարկային քաղաքականություն իրականացնողներին գործել ավելի անկաշկանդ և համարձակ՝ ելնելով ընթացիկ տնտեսական զարգացումներից ու դրանցից սպասվող փոփոխություններից:

Վերոնշյալ ռազմավարություններից յուրաքանչյուրն ունի իր առավելություններն ու թերությունները, որոնք պետք է հաշվի առնվեն կոնկրետ երկրի Կենտրոնական բանկի կողմից դրամավարկային քաղաքականության սեփական ռազմավարության մշակման ժամանակ:

Փողի ագրեգատների նպատակադրման ռազմավարությունը հենվում է փողի զանգվածի աճի կանոնի վրա, որն առաջարկվել է հայտնի տնտեսագետ Միլթոն Ֆրիդմանի կողմից իր «Կապիտալիզմ և ազատություն» աշխատության մեջ: Ֆրիդմանի տեսության համաձայն տնտեսության պետական կառավարման գլխավոր օղակը պետք է լինի փողի առաջարկը այլ ոչ թե պահանջարկը, քանի որ վերջինս ունի չափազանց անկանխատեսելի և փոփոխական բնույթ: Ըստ Ֆրիդմանի Կենտրոնական բանկերը պետք է կանոնավոր ձևով և հաստատուն չափով ավելացնեն փողի առաջարկը՝ հաշվի առնելով ՀՆԱ-ի աճի ու գնաճի ցուցանիշները: ԱՄՆ-ի դեպքում Ֆրիդմանի կարծիքով փողի զանգվածի տարեկան աճը պետք է կազմեր 4-5% (ելնելով հասարակական արդյունքի աճի՝

³⁴ ՀՀ ԿԲ Պաշտոնական կայք // www.cba.am

3% և գնաճի՝ 1-2% միջին տարեկան ցուցանիշներից)³⁵: Սակայն մաքուր տեսքով Ֆրիդմանի կանոնը գործնականում երբևէ չի կիրառվել: Սովորաբար փողի ագրեգատների նպատակադրման ռազմավարությունը որդեգրած Կենտրոնական բանկերը սահմանում են փողի զանգվածի տարեկան աճի միջակայք այլ ոչ թե կոնկրետ ցուցանիշ:

Փողի ագրեգատների նպատակադրումը ենթադրում է դրանց գծով քանակական սահմանափակումներ, վերջնական նպատակին՝ գների կայունությանը հասնելու համար: Այն բավականին արդյունավետ ռազմավարություն է անցումային տնտեսությամբ երկրների համար, որտեղ անխուսափելի են առաջարկի ու պահանջարկի շոկերը, և որոնց արդյունքում հնարավոր չէ գնահատել տնտեսական աճի համար անհրաժեշտ գնաճի բեկումնային մակարդակը (որից բարձրի դեպքում գնաճն արդեն նվազեցնում է տնտեսական աճի տեմպերը): Փողի ագրեգատների մակարդակի կառավարման միջոցով հնարավոր է ճկուն արձագանքել տնտեսությունում փոխարժեքի և տնտեսական աճի կարճաժամկետ տատանումներին, քանի որ գների կայունությունը ձևավորվում է արդեն մակրոտնտեսական որոշակի հաշվեկշռվածության ձեռքբերումից հետո:³⁶

Փողի ագրեգատների նպատակադրման ռազմավարության առավելությունները վերլուծվել են Ֆ. Միշկինի կողմից, ըստ որի՝ փողի ագրեգատների նպատակադրման հիմնական առավելություններն են՝

- 1.այն հնարավորություն է տալիս Կենտրոնական բանկին օգտագործելու դրամավարկային քաղաքականությունը ներքին խնդիրների հաղթահարման համար,
2. Կենտրոնական բանկը կարող է կողմնորոշվել դեպի այլ երկրների նպատակներից տարբեր գնաճային նպատակների՝ համաչափորեն արձագանքելով երկրում արտադրության ծավալների տատանումներին:

³⁵ Бартнев, С. А. Экономические теории и школы (история и современность): Курс лекций. - И.:Издательство БЕК, 1996. - 352 с. - էջ 201-202

³⁶ ՀՀ ԿԲ կողմից գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ընդունման հիմնավորում, էջ 2

Սակայն փողի ագրեգատների նպատակադրման ռազմավարության արդյունավետ իրականացումը ենթադրում է որոշակի պայմանների ապահովում, մասնավորապես՝ ուժեղ կապ ռազմավարական նպատակային փոփոխականի և ընտրված փողի ագրեգատի միջև, ինչպես նաև Կենտրոնական բանկի կողմից փողի ագրեգատների լիարժեք կառավարման հնարավորություն, առանց որոնց այն ուղղակի չի գործում:³⁷

Փոխարժեքի նպատակադրման ռազմավարության ժամանակակից ընկալումը ենթադրում է ազգային արժույթի փոխարժեքի փոխկապակցումն այլ երկրի (ավելի կայուն տնտեսություն ունեցող երկրի) արժույթի փոխարժեքին: Այն երկիրը, որի արժույթի փոխարժեքին կցվում է ազգային արժույթի փոխարժեքը, անվանում են խարսխման երկիր (anchor country), իսկ դրա արժույթը՝ խարսխման արժույթ (anchor currency)³⁸:

Փոխարժեքի նպատակադրման ռազմավարությունն ունի մի քանի առավելություններ: Դրանք են՝

- փոխարժեքների խիստ (կոշտ) կապակցման դեպքում ապահովվում է խարսխման երկրից ներկրվող ապրանքների գների կայունությունը և դրանց միջոցով նաև գների կայունությունն ընդհանրապես ներքին շուկայում,
- եթե փոխարժեքի թիրախը հուսալի է, ապա դա փոխկապակցում է գնաճային սպասումները խարսխման երկրի գնաճի մակարդակին,
- կայուն փոխանցումային մեխանիզմի հետ միասին, փոխարժեքի մպատակադրումը տալիս է դրամավարկային քաղաքականության վարման ավտոմատ կանոն, ինչը թույլ է տալիս մեղմացնել ժամանակային անհամապատասխանության խնդիրը,

³⁷ Мишкин, Фредерик С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков, 7-е издание: Пер. с англ. — М.: ООО "И.Д. Вильямс", 2006. — 880 с.: ил. — Парал. тит. англ, էջ 597

³⁸ Сулинов А.В. Стратегии монетарной политики с эксплицитным номинальным якорем и определение текущего режима таргетирования Банка России М.: Вестник РГТУ, 2007г., 273 стр., էջ 242-250

- փոխարժեքի նպատակադրումը դրամավարկային քաղաքականությունը դարձնում է պարզ ու հասկանալի լայն հասարակության համար³⁹:

Վերոնշյալ առավելությունների հետ միասին փոխարժեքի նպատակադրման ռազմավարությունը ունի որոշ թերություններ՝

- բաց կապիտալի շուկայի պայմաններում պետությունը կորցնում է իր անկախությունը դրամավարկային քաղաքականության վարման ընթացքում ընդհուպ մինչև այն իրավիճակը, երբ այդ քաղաքականության գործիքները չեն կարողանում էական ազդեցություն ունենալ ներքին շուկայի տարբեր գործոնների վրա,
- փոխարժեքի նպատակադրումը կարող է չեզոքացնել այն ազդակը, որ արտաքին ֆինանսական շուկաները տալիս են դրամավարկային քաղաքականության վիճակի մասին,
- փոխարժեքի նպատակադրման ռազմավարությունը երկիրը դարձնում է բաց արտաքին սպեկուլյատիվ հարձակումների համար,
- առաջարկելով ավելի կայուն փոխարժեք՝ դրամավարկային քաղաքականությունն իրականացնողները կարող են խթանել կապիտալի մեծ ներհոսք երկիր՝ այդպիսով անկայունացնելով ներքին շուկան⁴⁰:

Գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը կարելի է բնորոշել որպես ֆորմալ պահանջ հասարակության կողմից Կենտրոնական բանկին՝ պահպանելու գնաճը որոշակի մակարդակի վրա:⁴¹ Այս ռազմավարության կիրառումը ենթադրում է 5 հիմնական բաղկացուցիչ տարրեր՝

- գների կայունությունն ընդունվում է որպես դրամավարկային քաղաքականության հիմնական նպատակ,
- գնաճի նպատակային ցուցանիշը հրապարակվում է բացահայտ կերպով,

³⁹ Frederic S. Mishkin, “International Experiences with Different Monetary Policy Regimes,” *Journal of Monetary Economics*, Vol. 43, #3 (June 1999): 579-606, էջ 581

⁴⁰ Obstfeld, M., Rogoff, R., The mirage of fixed exchange rates, *Journal of Economic Perspectives* 9, 1995, էջ 73-96

⁴¹ Золотарева, О.А. Инфляционное таргетирование: от дискреции к правилу / О.А. Золотарева // Вестник Ленинградского государственного университета имени А.С. Пушкина. – 2012. – №1–том 6. Экономика. – С. 126–134

- դրամավարկային քաղաքականության գործիքների կիրառումը հիմնվում է տեղեկատվական հոսքերի, այդ թվում՝ գնաճի կանխատեսումների վրա,
- ապահովվում է դրամավարկային քաղաքականության բարձր թափանցիկություն,
- գործում է հաշվետվական հստակ համակարգ⁴²:

Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության հիմնական առավելություններն են՝

- գների կայունության ապահովումը,
- ԿԲ հաշվետվողականության աճը,
- ԿԲ անկախության պայմանը,
- թափանցիկությունը,
- տարաբնույթ մակրոտնտեսական ցուցանիշների վերլուծության հնարավորությունը⁴³:

Սակայն այս ռազմավարությունը ևս ունի որոշ թերություններ, մասնավորապես՝

- գնաճի նպատակադրումը չափազանց խիստ է,
- թույլ է տալիս ԿԲ-ի չափից ավելի մեծ հայեցողականություն,
- գնաճի նպատակադրումը կարող է առաջացնել տնտեսական անկայունություն,
- կարող է դանդաղել տնտեսական աճը,
- չի ընդունում ֆիսկալ գերակայությունը,
- փոխարժեքի ճկունությունը (գնաճի նպատակադրման անհրաժեշտ պայմաններից մեկը) կարող է հանգեցնել ֆինանսական անկայունության,

⁴² Mishkin, F.S.; Posen, A.S., Inflation Targeting: Lessons from Four Countries, Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, August 1997, 9-110, էջ 13

⁴³ PROS AND CONS OF INFLATION TARGETING STRATEGY Mihaela SUDACEVSCHI Lex et Scientia , 2011, 18 (2): 228 - 235

- գնաճը դրամավարկային քաղաքականությունն իրականացնողների կողմից դժվար է կառավարվում⁴⁴:

Բացի վերոնշյալ ռազմավարություններից Կենտրոնական բանկերը կարող են որդեգրել նաև «առանց անվանական խարիսխի» կամ «թաքնված անվանական խարիսխով» դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարությունը, որի դեպքում կենտրոնական բանկը դրամավարկային քաղաքականության միջանկյալ նպատակներ («անվանական խարիսխ») չի սահմանում, այլ ուղղակի սահմանում է դրամավարկային քաղաքականության հիմնական նպատակը կամ նպատակները, իսկ դրամավարկային քաղաքականության գործիքները կիրառվում են՝ ելնելով ընթացիկ տնտեսական իրավիճակից և դրա ակնկալվող փոփոխություններից, ինչպես նաև դրանց վերաբերյալ կանխատեսումներից:

Վերոնշյալ ռազմավարության հիմնական առավելություններն են՝

- հնարավորություն է տալիս Կենտրոնական բանկին՝ օգտագործելու դրամավարկային քաղաքականությունը ներտնտեսական խնդիրների լուծման նպատակով,
- չի ենթադրում կայուն կապի առկայություն գնաճի և փողի զանգվածի միջև:

Այս ռազմավարության հիմնական թերություններն են՝

- թափանցիկության բացակայությունը,
- խիստ կախվածությունն առանձին անձանց համոզմունքներից և նախասիրություններից,
- հաշվետվողականության ցածր մակարդակը⁴⁵:

Ելնելով մեր տնտեսության առանձնահատկություններից, խնդիրներից և առաջնահերթություններից՝ ՀՀ կենտրոնական բանկը մինչև 2005թ. կիրառել է փողի ագրեգատների նպատակադրման ռազմավարությունը, որի պայմաններում

⁴⁴ Mishkin, F.S.; Posen, A.S., Inflation Targeting: Lessons from Four Countries, Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, August 1997, էջ 79-110

⁴⁵ Frederic S. Mishkin, "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes," Journal of Monetary Economics, Vol. 43, #3 (June 1999): 579 – 606,

համեմատաբար կարճ ժամանակահատվածում կարողացել է հասնել նկատելի հաջողությունների, մասնավորապես՝ ապահովվել է գնաճի համեմատաբար կայուն, վերահսկելի մակարդակ (Հավելված 2 և 3), կարգավորվել է ՀՀ դրամի փոխարժեքը (Հավելված 1), բավականին երկար ժամանակահատվածներում ապահովվել է տնտեսական աճ և այլն :

Այնուամենայնիվ 2006թ. հունվարի մեկից ՀՀ Կենտրոնական Բանկն անցում է կատարել գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանը, որին անցնելու հիմնավորումները ներկայացված են «Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական Բանկի կողմից գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ընդունման հիմնավորում» փաստաթղթում, որում մատնանշված են փողի ազդեցատների նպատակադրման գլխավոր թերությունները և գնաճի նպատակադրման ռազմավարության հիմնական առավելությունները, ինչպես նաև գնաճի նպատակադրման ռազմավարության լիարժեք կիրառման պայմանները: Ու հենց այս պայմանների վերլուծությունը⁴⁶ բացահայտել է գնաճի նպատակադրման ռազմավարության լիարժեք իրացմանը խանգարող մի շարք ծանրակշիռ հանգամանքներ, այդ թվում՝

- ֆինանսական շուկայի զարգացվածության անբավարար մակարդակը,
- տնտեսության անբավարար կայունությունը,
- Կենտրոնական բանկի նկատմամբ բնակչության վստահության անբավարար ու միևնույն ժամանակ նվազող մակարդակը և այլն:

Այս հանգամանքների առկայությունը և առնվազն կարճաժամկետ հատվածում դրանց վերացման անհնարիությունն անշուշտ վնասում են դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետությանը: Սակայն մյուս կողմից, որդեգրված ռազմավարության շրջանակներում ՀՀ Կենտրոնական բանկի բավականաչափ մեծ հայեցողականությունը և ազատությունն այս

⁴⁶ Արաբյան Դ. Ժ. ՀՀ ԿԲ Դրամավարկային քաղաքականության նպատակների և ռազմավարության հարցերի շուրջ, «Սոցիալ-տնտեսական զարգացման արդի հիմնախնդիրները Հայաստանի Հանրապետությունում» գիտական հոդվածների ժողովածու, Երևան, «Գիտություն», 2016թ. , էջ 45-52

գործոնների բացասական ազդեցությունը դրամավարկային քաղաքականության վրա դարձնում են պակաս նշանակալի:

Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության պայմաններում դրամավարկային քաղաքականության նպատակային ցուցանիշները որոշվում են դրանց կանխատեսումների հիման վրա: Հետևաբար դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների գնահատման շրջանակներում պետք է գնահատվի նաև Կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող կանխատեսումների ճշգրտությունը: Մակրոտնտեսական կանխատեսումներ կատարում են ինչպես Հայաստանյան, այնպես էլ օտարերկրյա և միջազգային մի շարք հաստատություններ և կազմակերպություններ: Պետք է ընդգծել, որ այս կազմակերպությունների և հաստատությունների կատարած կանխատեսումների մեջ զգալի տարբերություններ կան, որոնց բնույթը հասկանալու համար դիտարկենք 2011-2016թթ. ՀՀ տնտեսական աճի կանխատեսումներն ըստ Համաշխարհային բանկի, Արժույթի միջազգային հիմնադրամի, Ասիական զարգացման բանկի, ՀՀ կառավարության, ՀՀ Կենտրոնական բանկի և համեմատենք դրանք տնտեսական աճի փաստացի ցուցանիշների հետ (տե՛ս Աղյուսակ 1.3.2-ը):

Աղյուսակ 1.3.2.

ՀՀ 2011-2016թթ. տնտեսական աճի կանխատեսումներն ըստ տարբեր կազմակերպությունների և հաստատությունների

Տարի	Y _փ ⁴⁷	Կ _ռ ⁴⁸	Կ _Բ ⁴⁹	ԱՄՀ ⁵⁰	ԱԶԲ ⁵¹	ՀԲ ⁵²	Շկո.	Շկբ.	Շամհ.	Շազբ.	Շհբ.
2011	4.7	4.6	4.1-5.7	4.6	4	4.6	0.1	0.2	0.1	0.7	0.1
2012	7.2	4.2	3.1-4.8	3.9	3.8	4.3	3	0.05	3.3	3.4	2.9
2013	3.5	6.2	4.7-5.7	4	4.5	5	2.7	1.7	0.5	1	1.5
2014	3.4	5.2	5.4-6.1	4.8	4.6	5	1.8	2.35	1.4	1.2	1.6
2015	3	4.1	0.4-2	5.5	1.6	3.3	1.1	1.8	2.5	1.4	0.3
2016	0.2	2.2	1.5-2.6	1.9	2	1.9	2	2	1.7	1.8	1.7
Միջին գծային շեղում ⁵³							2.14	1.62	1.9	1.9	1.62

⁴⁷ ՀՀ սոցիալ-տնտեսական վիճակը հունվար – դեկտեմբերին 2011-2016թթ. , ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայության պաշտոնական կայք // www.armstat.am

⁴⁸ ՀՀ կառավարության բյուջետային ուղերձներ 2011-2016թթ. ,

⁴⁹ Գնաճի հաշվետվություններ 2011-2016թթ.

⁵⁰ IMF World Economic Outlook (WEO), 2011-2016թթ.

⁵¹ ADB Asian Development Outlook (ADO), 2011-2016թթ.

⁵² Global Economic Prospects, World Bank, 2011-2016թթ.

Ինչպես տեսնում ենք Աղյուսակ 1.3.2-ից, տնտեսական աճի կանխատեսումների և գրանցված փաստացի ցուցանիշի միջև զգալի տարբերություններ կան: Ընդ որում կանխատեսումներն առավել ճշգրիտ են եղել հատկապես ՀՀ Կենտրոնական բանկի և Համաշխարհային բանկի դեպքում:

Հաշվի առնելով վերոնշյալը՝ կարող ենք հավաստել, որ չնայած ՀՀ Կենտրոնական բանկի մակրոտնտեսական կանխատեսումները ոչ միշտ են իրականանում, սակայն դրանք իրենց որակով չեն զիջում և նույնիսկ գերազանցում են այլ կազմակերպությունների ու հաստատությունների կանխատեսումներին:

Ամփոփելով վերոնշյալը՝ կարող ենք նշել, որ դրամավարկային քաղաքականության ՀՀ ԿԲ որդեգրած ռազմավարությունը և դրա շրջանակներում կայացված որոշումների հիմքում ընկած կանխատեսումների համակարգն ըստ էության ապահովում են բավարար պայմաններ արդյունավետ դրամավարկային քաղաքականություն իրականացնելու համար:

Դրամավարկային քաղաքականության արդյունքերն՝ ի թիվս այլ գործոնների, պայմանավորված են նաև դրա իրագործման ընթացքում կիրառվող գործիքներով:

Դրամավարկային քաղաքականության գործիքները դրամավարկային քաղաքականությունն իրականացնողների անմիջական վերահսկողության ներքո գտնվող տնտեսական փոփոխականներ են, որոնք օգտագործվում են դրամավարկային քաղաքականության գործառնական փոփոխականների կառավարման նպատակով:⁵⁴

Դրանք կարող են դասակարգվել ըստ մի քանի հատկանիշների՝

- ըստ ազդեցության օբյեկտի,
- ըստ բնույթի,
- ըստ ազդեցության ժամկետների,

⁵³ ՀՀ ԿԲ կանխատեսումների շեղումը հաշվելու համար կիրառվել է կանխատեսված միջակայքի վերին և ստորին սահմանների միջին թվաբանականը:

⁵⁴ Денежно-кредитная политика: теория и практика : учеб. пособие / С. Р. Моисеев. — М.: Московская

финансово-промышленная академия, 2011. — 784 с. (Университетская серия).

- ըստ ձևի:

Ըստ ազդեցության օբյեկտի տարբերում են էքսպանսիոն և ռեստրիկցիոն դրամավարկային քաղաքականության գործիքներ: Էքսպանսիոն քաղաքականության գործիքները կիրառվում են բնակչության զբաղվածության մակարդակի բարձրացման և տնտեսության աճը խթանելու նպատակով, իսկ ռեստրիկցիոն քաղաքականության գործիքները՝ գնաճի զսպման և տնտեսությունը «գերտաքացումից» պաշտպանելու նպատակով:

Ըստ բնույթի տարբերում են որակական և քանակական գործիքներ: Որակական գործիքները հիմնականում իրենցից ներկայացնում են վարչական միջոցներ, որոնք կիրառվում են վարկային ռեսուրսների արժեքը փոփոխելու համար, իսկ քանակական գործիքները ներառում են այն բոլոր միջոցները, որոնց միջոցով փոփոխվում է շրջանառության մեջ գտնվող վարկային ռեսուրսների ծավալը:

Ըստ ազդեցության ժամկետների տարբերում են կարճաժամկետ և երկարաժամկետ գործիքներ: Նշվածներից կարճաժամկետ գործիքներն օգտագործվում են դրամավարկային ոլորտի ընթացիկ խնդիրների լուծման նպատակով, իսկ երկարաժամկետները նախատեսված են տնտեսության մեջ որակական տեղաշարժեր առաջացնելու համար:

Ըստ ձևի տարբերում են ուղղակի (վարչական) և անուղղակի (շուկայական) գործիքներ: Դրամավարկային քաղաքականության ուղղակի գործիքները հանդես են գալիս վարկերի ներգրավման կամ ավանդների ընդունման նկատմամբ տարբեր սահմանափակումների վերաբերյալ ԿԲ-ի հրամանների, ցուցումների, ուղեցույցների և կարգադրությունների տեսքով: Սրանք ուղղված են արհեստական ճանապարհով, «ստիպողաբար» անմիջապես փողի առաջարկի փոփոխություններ առաջացնելուն:⁵⁵ Միաժամանակ ուղղակի գործիքների դեպքում ենթադրվում է անմիջական կապի առկայություն դրամավարկային քաղաքականության գործիքի և դրա գործառնական նպատակի միջև: «Ուղղակի գործիքների» տակ ընդունված է հասկանալ այն

⁵⁵ Фролова Т.А. Экономическая теория: конспект лекций. Таганрог: ТТИ ЮФУ, 2009.

պարտականությունները, որոնք բանկերը կամ ֆինանսական շուկայի այլ մասնակիցները, որոնք գտնվում են կենտրոնական բանկի վերահսկողության տակ, պարտավոր են կատարել: Ուղղակի գործիքների կիրառումը հնարավոր է Կենտրոնական բանկի իրավասությունների շնորհիվ, որը կարող է շուկայի մասնակիցներին պարտադրել գործելու որոշակի ձևով: Օգտագործելով ուղղակի գործիքները՝ կենտրոնական բանկը սահմանում կամ սահմանափակում է գնային կամ քանակական ցուցանիշի արժեքը, մինչդեռ անուղղակի գործիքները թույլ են տալիս ներգործելու գործառնական նպատակի վրա միջնորդավորված ձևով՝ շուկայի կոնյուկտուրայի փոփոխման ճանապարհով:⁵⁶

Սակայն ուղղակի գործիքները դրամավարկային քաղաքականության մեջ գրեթե չեն կիրառվում:

Ներկայումս կենտրոնական բանկերի դրամավարկային քաղաքականության մեջ լայն կիրառություն ունեն այդ քաղաքականության անուղղակի գործիքները: Դրանց շարքին են դասվում.

- պարտադիր պահուստավորման նորմաները,
- բանկային (վերաֆինանսավորման) տոկոսադրույքները,
- բաց շուկայական գործառնությունները:

Պարտադիր պահուստը վարկավորող կազմակերպությունների միջոցներն են, որոնք վերջիններս պարտավոր են պահել Կենտրոնական բանկի թղթակցային հաշիվներում: Պարտադիր պահուստավորման համակարգը կիրառվում է՝ բանկերի կողմից ընդունված ավանդների վերադարձը երաշխավորելու, ինչպես նաև շրջաաննառության մեջ գտնվող փողի զանգվածը կարգավորելու նպատակով: Երբ ֆիզիկական կամ իրավաբանական անձն ավանդ է ներդնում բանկ, ապա այդ ավանդային միջոցների որոշակի (օրենքով սահմանված) մասը նա պարտավորվում է դնել Կենտրոնական բանկի հատուկ հաշվի վրա և պահել դրանք այդ հաշվի վրա այնքան ժամանակ, քանի դեռ ավանդն ամբողջությամբ չի մարվել:

⁵⁶ Денежно-кредитная политика: теория и практика : учеб. пособие / С. Р. Моисеев. — М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. — 784 с. (Университетская серия). Էջ 235

Այս ճանապարհով լուծվում է երկու խնդիր.

- նախ, ավանդառու կազմակերպություններն ավելի ազատ կերպով են կարողանում օգտագործել ընդունված ավանդների գումարները (պահուստավորումից հետո մնացած), քանի որ Կենտրոնական բանկի հաշիվներն ապահովում են ավանդային պարտավորությունների կատարումը ավանդառու կազմակերպության կողմից,
- բացի այդ, պարտադիր պահուստավորման նորմատիվի միջոցով կենտրոնական բանկերը հնարավորություն են ստանում կարգավորելու շրջանառության մեջ գտնվող դրամական միջոցների ծավալը:

Ահա այս վերջին գործառույթը պարտադիր պահուստավորումը դարձնում է դրամավարկային քաղաքականության լիարժեք գործիք, իսկ Կենտրոնական բանկը, փոփոխելով պարտադիր պահուստավորման նորմատիվը, փաստորեն փոփոխում է նաև փողի առաջարկը՝ այդպիսով ազդելով գնաճի և այլ մակրոտնտեսական ցուցանիշների վրա:

Այնուամենայնիվ պարտադիր պահուստավորումն ունի որոշ թերություններ, դրանք են՝

- պարտադիր պահուստավորումը նպաստում է վարկային ռեսուրսների թանկացմանը՝ դրանով իսկ բարձրացնելով գնաճի մակարդակը,
- դրա աննշան փոփոխությունն անգամ առաջացնում է բանկային համակարգի կայունության էական ռիսկեր:

««Բանկերի գործունեության կարգավորումը, բանկային գործունեության տնտեսական նորմատիվները» կանոնակարգ 2-ը հաստատելու մասին» ՀՀ Կենտրոնական բանկի խորհրդի 09.02.2007թ. N 39-Ն որոշման 50-53 կետերի համաձայն ՀՀ տարածքում գործող բանկերը և ավանդների ընդունումը կատարող այլ կազմակերպությունները պարտավոր են իրականացնել պարտադիր պահուստավորում, որի չափերը, համալրման ու ստուգման ժամկետները, պահանջվող փաստաթղթերը և համանման այլ հարցեր կարգավորվում են նույն որոշման, ինչպես նաև դրան կից հավելվածների պահանջներով:

Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքներն, ըստ էության, իրենցից ներկայացնում են այն տոկոսադրույքները, որոնցով Կենտրոնական բանկը՝ որպես պետության դրամավարկային քաղաքականության իրականացման համար պատասխանատու և կարգավորող մարմին, իրականացնում է առևտրային բանկերի վերաֆինանսավորում, այսինքն վերջիններիս տրամադրում է վարկեր:

Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը պատմականորեն հանդիսանում է Կենտրոնական բանկերի դրամավարկային քաղաքականության հիմնական գործիքներից մեկը: Մասնավորապես ԱՄՆ դաշնային պահուստային համակարգը կիրառել է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի կարգավորող հնարավորություններն իր հիմնադրման պահից 1914թ.:⁵⁷

Ընդհանուր առմամբ Կենտրոնական բանկի կողմից առևտրային բանկերին կամ այլ վարկավորող կազմակերպություններին վարկավորումը կարող է հետապնդել երկու նպատակ:

Առևտրային բանկերի վերաֆինանսավորման անհրաժեշտությունը նախ և առաջ կապված է դրանց կողմից բավարար ֆինանսական ռեսուրսների ներգրավման խնդրի հետ: Իհարկե, տեսականորեն առևտրային բանկերի համար վարկային ռեսուրսների ձևավորման ամենաօպտիմալ աղբյուրը բանկային ավանդներն են: Սակայն իրականում միայն բանկային ավանդների հաշվին շատ դեպքերում բանկերն ունակ չեն լինում ներգրավել բավականաչափ վարկային ռեսուրսներ: Սա ավելի ուժեղ է արտահայտվում այնպիսի երկրներում, որտեղ բանկային համակարգը դեռևս գտնվում է կայացման փուլում: Դրանց շարքին կարելի է դասել նաև Հայաստանի Հանրապետությունը, և այսպիսի երկրներում բանկային համակարգի նկատմամբ բնակչության վստահության մակարդակը սովորաբար ցածր է լինում: Ուստի բնակչությունը և մասնավոր կազմակերպությունները խուսափում են իրենց դրամական միջոցները բանկերում պահելուց: Այդ իսկ պատճառով էլ ավանդներից գոյացած գումարները բացարձակապես չեն բավարարում բանկերին և այլ վարկավորող

⁵⁷ Burgess, W. Randolph, 1964. "Reflections on the Early Development of Open Market Policy." Federal Reserve Bank of New York Monthly Review 36: էջ 219–222

կազմակերպություններին՝ վարկային բավարար ռեսուրսներ ներգրավելու համար, իսկ առևտրային բանկերը ստիպված են լինում վերցնել վարկեր և դրանց հաշվին արդեն տրամադրել վարկային միջոցներ իրենց հաճախորդներին՝ ավելի բարձր տոկոսադրույքով: Եվ քանի որ միջբանկային վարկավորման շուկան նման պետություններում բավականաչափ զարգացած չի լինում, հետևաբար բանկային համակարգի բավարար իրացվելիության ու կայունության ապահովման նպատակով Կենտրոնական բանկերն իրենք են իրականացնում առևտրային բանկերի վարկավորումը կամ վերաֆինանսավորումը:

Բացի դրանից, բանկերի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը հանդիսանում է գործիք Կենտրոնական բանկի ձեռքում՝ շուկայում փողի առաջարկի կարգավորման համար: Հատկապես այս գործառույթը Կենտրոնական բանկերն սկսել են լիարժեք կերպով կիրառել միայն 1980-ականներից, իսկ ներկայումս տոկոսադրույքի գործիքը բազմաթիվ պետություններում, այդ թվում՝ Հայաստանի Հանրապետությունում, հանդիսանում է Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության հիմնական գործիքը:

Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը հաշվարկվում է ՀՀ ԿԲ խորհրդի կողմից սահմանված կարգով⁵⁸ բազիսային տոկոսադրույքի հիման վրա: Վերջինս հաշվարկվում է հետևյալ բանաձևով.

$$Tb = (\sum Di * Tdi + \sum Si * Tsi + \sum Bi * Tbi) / (\sum Di * + \sum Si + \sum Bi) \quad (1.3.1)$$

որտեղ՝

Di-ն՝ բանկերի կողմից տրամադրված կարճաժամկետ վարկային

միջոցներն են, այդ թվում՝ միջբանկայինը,

Tdi-ն՝ վարկերի տոկոսադրույքները,

Si-ն՝ սակարկություններով տեղաբաշխված կարճաժամկետ վարկերն են՝

⁵⁸ «Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի հաշվարկման մասին» ՀՀ ԿԲ խորհրդի 29. 11. 1996թ. թիվ 62 որոշում

մինչև 3 ամիս մարման ժամկետով,
 Tsi-ն՝ սակարկությունների արդյունքով ձևավորված փաստացի վարկային
 տոկոսադրույքները,
 Bi-ն՝ մինչև 3 ամիս մարման ժամկետով պետական կարճաժամկետ
 պարտատոմսերի տեղաբաշխված ծավալը (հասույթի գումարը),
 Tbi-ն՝ պետական կարճաժամկետ պարտատոմսերի եկամտաբերությունը:
 Բազիսային տոկոսադրույքի հիման վրա վերաֆինանսավորման
 տոկոսադրույքը հաշվարկվում է ըստ հետևյալ բանաձևի.

$$Tv = Tb + C \quad (1.3.2)$$

որտեղ՝

Tv-ն՝ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքն է,

Tb-ն՝ բազիսային տոկոսադրույքն է,

C-ն՝ ՀՀ ԿԲ կողմից սահմանվող մեծություն է:

C բաղադրիչը հաշվարկվում է ՀՀ Կենտրոնական բանկի
 դրամավարկային քաղաքականության վարչության կողմից՝ հաշվի առնելով
 գնաճային սպասումները և պետական պարտատոմսերի առաջնային
 տեղաբաշխման արդյունքները այնպես, որ երկարաժամկետ հատվածում
 վերաֆինանսավորման իրական տոկոսադրույքը լինի դրական: Այսինքն՝ C
 բաղադրիչի միջոցով Կենտրոնական բանկն ազատ կերպով կարողանում է
 կարգավորել վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը՝ ելնելով դրամավարկային
 ոլորտի ընթացիկ իրավիճակից:

Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության
 կարևորագույն գործիքներից են հանդիսանում նաև բաց շուկայական
 գործառնությունները, որոնք արժեթղթերի (սովորաբար՝ պետական
 պարտատոմսերի) առուվաճառքի հետ կապված Կենտրոնական բանկի
 գործառնություններն են:⁵⁹ Բաց շուկայական գործառնությունների տակ
 ընդունված է հասկանալ գործընթաց, որի ընթացքում ՀՀ Կենտրոնական բանկը

⁵⁹ A Glossary of Political Economy Terms copyright © 1994-2005 Paul M. Johnson, Department of
 Political Science, 7080 Haley Center, Auburn University, Auburn, AL 36849 . -
<http://www.auburn.edu/~johnspm/gloss/>

ծեռք է բերում կամ վաճառում է պետական պարտատոմսեր երկրորդային շուկայում: Այս ճանապարհով Կենտրոնական բանկը նվազեցնում կամ ավելացնում է շուկայում առկա դրամական միջոցների ծավալը: Առևտրային բանկերը, գնելով կենտրոնական բանկի արժեթղթերը, նվազեցնում են իրենց հաճախորդներին վարկեր տրամադրելու հնարավորությունը: Միաժամանակ վաճառելով արժեթղթեր Կենտրոնական բանկին առևտրային բանկերն ավելացնում են իրենց վարկային միջոցները: Բացի այդ, ՀՀ Կենտրոնական բանկը բաց շուկայական գործառնություններ կարող է իրականացնել նաև շրջանցելով առևտրային բանկերին՝ կնքելով արժեթղթերի առուվաճառքի գործարքներ իրական հատվածի կազմակերպությունների հետ: Սա նպաստում է բանկային համակարգից իրական հատվածի կազմակերպությունների կախվածության նվազեցմանը: Պետք է նշել, որ իրենց բնույթով բաց շուկայական գործառնությունները լիովին համապատասխանում են շուկայական գործարքների տրամաբանությանը և միաժամանակ դրանք թույլ են տալիս ՀՀ Կենտրոնական բանկին ազատ կերպով միջամտել շուկայական գործընթացներին: Սակայն դրամավարկային քաղաքականության այս գործիքն ունի նաև որոշ թերություններ, որոնց թվին կարելի է դասել բաց շուկայական գործառնությունների ազդեցության կարճաժամկետ բնույթը և ՀՀ ԿԲ-ի կողմից օգտագործման սահմանափակ հնարավորությունները:

Բաց շուկայական գործառնությունները՝ որպես դրամավարկային քաղաքականության գործիք սկսել են կիրառվել ԱՄՆ Դաշնային պահուստային համակարգի կողմից դեռևս 1923թ-ից⁶⁰: Դրանք ակտիվորեն կիրառվել և շարունակվում են կիրառվել նաև ՀՀ Կենտրոնական բանկի կողմից՝ դրամավարկային քաղաքականության հիմնական և այլ խնդիրների լուծման նպատակով:

Ինչպես հայտնի է, ՀՀ Կենտրոնական Բանկը 2006թ. Հունվարի 1-ից անցում է կատարել գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանը, որն՝ ի թիվս այլ փոփոխությունների, պահանջում է, որպեսզի Կենտրոնական բանկն

⁶⁰ Burgess, W. Randolph, 1964. "Reflections on the Early Development of Open Market Policy." Federal Reserve Bank of New York Monthly Review 36: 219–222

աստիճանաբար իր հնարավորության սահմաններում հրաժարվի դրամավարկային քաղաքականության ուղղակի գործիքներից և հենվի անուղղակի գործիքների վրա:

Ըստ այդմ էլ ՀՀ ԿԲ Խորհրդի 27.11.2011թ. թիվ 246Ա ««Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիքներ և դրանց կիրառման մեխանիզմներ» փաստաթղթին հավանություն տալու մասին» որոշման համաձայն՝ ՀՀ ԿԲ-ի անուղղակի գործիքների կազմն ընդգրկում է.

1. հիմնական վերաֆինանսավորման գործիքը, որը ենթադրում է ՀՀ Կենտրոնական բանկի նախաձեռնությամբ ռեպո գործարքի իրականացում և կիրառվում է կարճաժամկետ իրացվելիության ներարկման նպատակով,

2. ճշգրտող գործիքներ, որոնք ենթադրում են ՀՀ Կենտրոնական բանկի նախաձեռնությամբ ռեպո, հակադարձ ռեպո, արտարժույթի տրամադրման և ներգրավման սվոփ, ինչպես նաև դրամական միջոցների ներգրավման սակարկություններով գործարքների իրականացում, որոնք նպատակ ունեն ճկուն և օպերատիվ եղանակով հարթելու իրացվելիության ու տոկոսադրույքների հնարավոր կարճաժամկետ շեղումները,

3. կառուցվածքային գործիքներ, որոնք ենթադրում են ՀՀ Կենտրոնական բանկի նախաձեռնությամբ երկարաժամկետ վերաֆինանսավորման գործիքի (ռեպո), պարտատոմսերի և արտարժույթի առք/վաճառքի գործարքների իրականացում, ինչպես նաև Կենտրոնական բանկի պարտատոմսերի թողարկում՝ կառուցվածքային տեղաշարժերի պարագայում համեմատաբար երկար ժամանակահատվածով շուկայի մասնակիցներին իրացվելիության տրամադրման կամ ներգրավման նպատակով,

4. մշտական հնարավորության գործիքներ, որոնք ենթադրում են դրամական միջոցների ներգրավման կամ տրամադրման գործիքների կիրառում՝ առևտրային բանկերի նախաձեռնությամբ: Դա հնարավորություն է տալիս առևտրային բանկերին ճշգրտելու իրացվելիության մեկօրյա անհաշվեկշռվածությունները, իսկ դրանց տոկոսադրույքները հանդիսանում են

շուկայական կարճաժամկետ տոկոսադրույքների վերին և ստորին սահմանները՝ սահմանափակելով կարճաժամկետ տոկոսադրույքների տատանման միջակայքը:

ՀՀ ԿԲ-ի դրամավարկային քաղաքականության միջոցների կիրառման վերաբերյալ տվյալների (տես աղյուսակ 1.3.3-ը) ուսումնասիրության արդյունքում ակնհայտորեն երևում է, որ ՀՀ Կենտրոնական բանկը վերջին տարիներին տնտեսական զարգացումներին հիմնականում արձագանքում է տոկոսադրույքների միջոցով: Ընդ որում այս նպատակով կիրառվում են ինչպես ՀՀ ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը, այնպես էլ ՀՀ ԿԲ կողմից իրականացվող ռեպո, հակադարձ ռեպո և լոմբարդային ռեպո գործարքների տոկոսադրույքները: Միևնույն ժամանակ, ավելորդ չէ նշել նաև, որ դրամավարկային քաղաքականության այս գործիքի ազդեցության սահմանափակության պատճառով արտաքին տնտեսական և ոչ տնտեսական գործոնների ազդեցությունը մեղմելու նպատակով ՀՀ Կենտրոնական բանկը ժամանակ առ ժամանակ (մասնավորապես 2014թ. նոյեմբեր-դեկտեմբերին) ստիպված է եղել դիմելու պահուստավորման նորմատիվի փոփոխությունների և կատարելու ինտերվենցիաներ:

Աղյուսակ 1.3.3

ՀՀ ԿԲ կողմից իրականացված գործառնությունները և տոկոսադրույքները 2012-2016թթ. և 2017թ. 1-ին կիսամյակում (Ըստ ՀՀ ԿԲ Գնաճի հաշվետվությունների)

Ժամանակահատված	Ռեպո (մինչև 7 օր)		Ներգրավված միջոցներ		Լոմբարդային ռեպո		Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք %
	Ծավալ (մլն. դրամ)	Միջին կշռված %	Ծավալ (մլն. դրամ)	Միջին կշռված %	Ծավալ (մլն. դրամ)	Միջին կշռված %	
1	2	3	4	5	6	7	8
I եռ. 2012թ	151932,32	11,15	387600	5,00	59093,88	11,00	8,00
II եռ.	185000,00	10,29	317950	5,05	179437,37	10,77	8,00
III եռ.	488921,68	9,03	158,200	5,51	325,24,98	10,50	8,00
IV եռ.	741880,51	8,09	140150	6,22	5631,79	8,50	8,00
I եռ. 2013թ	763825,90	8,09	163700	6,50	944,60	9,50	8,00
II եռ.	929077,62	8,19	176300	6,50	38652,30	9,50	8,00
III եռ.	1121106,19	8,42	176300	6,75	5278,56	9,50	8,50

Աղյուսակ 1.3.3-ի շարունակությունը

1	2	3	4	5	6	7	8
IV եռ.	1064987,41	8,31	392300	6,71	500,00	10,00	7,75
I եռ. 2014թ	58769,52	7,80	8230,77	6,17	297,76	9,05	7,50
II եռ.	41619,24	7,79	9908,46	5,88	41,38	8,75	7,00
III եռ.	37331,05	7,16	3270,00	5,47	16,08	8,43	6,75
IV եռ.	34048,94	10,60	1765,67	5,25	41550,14	19,69	8,50
I եռ. 2015թ	95454,55	14,25	63,75	8,04	104521,49	16,27	10.50
II եռ.	141919,97	11,02	1857,26	9,00	27967,60	12,00	10.50
III եռ.	119429,03	10,72	3639,62	8,95	17089,82	11.78	10,25
IV եռ.	107621,63	9,97	6496,15	8,17	4048,49	11,07	8,75
I եռ. 2016թ	78642.66	8.92	5687.19	7.22	2458.35	10.21	8.25
II եռ.	54622.40	8.13	14056	6.46	677.46	9.31	7.5
III եռ.	357627.98	7.35	-	-	7481.79	8.75	6.75
IV եռ.	111671.58	6.54	-	-	2600.00	8	6.25
I եռ. 2017թ	118063.66	6.13	-	-	14187.13	7.75	6.00
II եռ.	48559.87	6.05	-	-	3700.00	7.5	6.00

Ասվածը հիմնավորելու նպատակով կատարել ենք նաև վերոնշյալ տվյալների և գնաճի նույն ժամանակահատվածի տվյալների կոռելացիոն վերլուծություն (Հավելված 4):

Ինչպես երևում է Հավելված 4-ի տվյալներից նշված գործիքների շարքում գնաճի ցուցանիշի հետ էական կոռելացիոն կապ ունի միայն կատարված ռեպո գործարքների ծավալային ցուցանիշը, մինչդեռ մյուս գործիքների պարագայում այդ կապն աննշան է:

ԳԼՈՒԽ 2. ՀՀ ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԱՐԴՅՈՒՆՔՆԵՐԻ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ ԵՎ ԱՐԴՅՈՒՆԱՎԵՏՈՒԹՅԱՆ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ

2.1. ՀՀ Դրամավարկային քաղաքականության ելակետային իրավիճակի և արդյունքների գնահատման վերլուծությունը

Հայրենական և օտարերկրյա հեղինակների մի շարք գիտական աշխատանքներ նվիրված են դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների վերլուծությանը: Չնայած դրան, դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների հարցը մեր կարծիքով դեռևս լուրջ հետազոտության կարիք ունի:

Դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների խնդիրը մեր կարծիքով պետք է դիտարկել երկու մակարդակներում՝ ընդհանուր տեսական և գործնական: Ընդհանուր տեսական մակարդակում դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների գնահատման խնդիրը կայանում է նրանում, որպեսզի պարզաբանվի, թե ինչ ուղիներով և որքանով է այն ազդում տնտեսության գործունեության վրա: Այլ կերպ ասած, ընդհանուր տեսական մակարդակում դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների գնահատման խնդիրը հանգում է այդ քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի հետազոտությանը:

Դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների ընկալումը բոլորովին այլ է գործնական վերլուծության մակարդակում: Այստեղ դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների տակ ընդունված է հասկանալ մակրոտնտեսական նպատակային ցուցանիշների այն մակարդակները, որոնք գրանցվել են դիտարկվող ժամանակահատվածում (ամիս, եռամսյակ, կիսամյակ կամ տարի):

Այս առումով կան որոշակի խնդիրներ:

1. Նախ անհրաժեշտ է ընդգծել, որ դրամավարկային քաղաքականությունը հանդիսանում է պետության տնտեսական քաղաքականության տարրերից միայն մեկը, որի արդյունքները կարող են

հանդիսանալ ոչ թե կոնկրետ Կենտրոնական բանկի կողմից կիրառված դրամավարկային քաղաքականության, այլ ասենք ֆիսկալ կամ արժույթային քաղաքականության արդյունք:⁶¹

2. Տնտեսությունը մեկուսացված չէ. այն գործում և զարգանում է պետական ու հասարակական կյանքի այլ ոլորտների հետ փոխազդեցության մեջ և անշուշտ կրում է դրանց ազդեցությունը: Հետևաբար դժվար է որոշել, թե ստացված մակրոտնտեսական ցուցանիշներն արդյոք ավելի վատ կամ լավ կլինեին դրամավարկային քաղաքականության այլ միջոցների կիրառման կամ դրանց բացակայության դեպքում:

3. Դրամավարկային քաղաքականության արդյունքները գնահատվում են մակրոտնտեսական որոշակի ցուցանիշների փաստացի ստացված և ծրագրված ցուցանիշների համեմատության միջոցով: Իսկ թե որքանով են այդ նպատակային ցուցանիշները բխում պետության և տնտեսության շահերից, ընդհանուր առմամբ նույնպես լիարժեք վերլուծության սովորաբար չեն ենթարկվում:

Դրամավարկային քաղաքականության արդյունքները սովորաբար ներկայացվում են դրամավարկային քաղաքականության հաշվետվություններում: Տարբեր պետություններում կիրառվում են Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության եռամսյակային, կիսամյակային և տարեկան հաշվետվություններ: ՀՀ Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության արդյունքները ներկայացվում են Գնաճի եռամսյակային հաշվետվություններում, որոնցում մանրամասնորեն ներկայացվում են հիմնական մակրոտնտեսական ցուցանիշներինների ծրագրային և փաստացի արժեքները, հաշվետու եռամսյակի ընթացքում դրանց փոփոխությունները, ինչպես նաև դրանց կանխատեսումները (սովորաբար առաջիկա 3 տարիների համար):

⁶¹ Արաբյան Դ. Ժ ՀՀ ԿԲ Դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների վերլուծությունը, ՀՀ սոցիալ-տնտեսական կայուն զարգացման հիմնախնդիրները: Գիտական հոդվածների ժողովածու-1(21), Գիրք 1 – Երևան Անանիա Շիրակացի Համալս. հրատ. 2014. - 294 էջ, էջ 51 – 57,

Գնաճի հաշվետվությունների կարևորագույն առավելություններից կարելի է համարել այն, որ.

- դրանք ամբողջապես հենվում են վիճակագրական քանակական մեծությունների վրա,
- դրանք տալիս են բավականին լայն պատկերացում դրամավարկային ոլորտի զարգացումների վերաբերալ,
- դրանք հասարակությանը մշտապես հնարավորություն են տալիս վերահսկելու ԿԲ-ի գործունեությունը:

Սակայն այս հաշվետվություններն ունեն որոշակի թերություններ: Այդպիսի թերությունների շարքին նախ և առաջ կարելի է դասել դրանց սահմանափակությունը: Այսինքն այս հաշվետվություններում միշտ ուշադրությունը կենտրոնացվում է ստացված որոշակի ցուցանիշների վրա և ոչ միշտ է վերլուծվում, թե արդյոք այդ ցուցանիշները կարելի է համարել լավ կամ բավարար: Բացի այդ, գնաճի հաշվետվություններում հաճախ դրամավարկային քաղաքականությանը տրվում է չափից ավելի մեծ դեր՝ դրան վերագրելով գրանցված բոլոր տնտեսական հաջողությունները:

Դրամավարկային քաղաքականության հաշվետվություններում արդյունքների ամփոփման հիմքում դրվում է դրամավարկային քաղաքականության գործառնական նպատակը, ՀՀ-ի դեպքում՝ գնաճի մակարդակը:

Գնաճի փաստացի ցուցանիշները հրապարակվում են Ազգային վիճակագրական ծառայության կողմից, որը ԿԲ-ից անկախ մարմին է: Այս հանգամանքը նպաստում է ԿԲ-ի դրամավարկային քաղաքականության նկատմամբ վստահության բարձրացմանը: Գնաճը չափվում է սպառողական գների ինդեքսի միջոցով, որը սպառողական զամբյուղի մեջ ընդգրկված ապրանքների և ծառայությունների իրենց համապատասխան կշիռներով գների միջին մեծությունն է: Հայաստանում սպառողական զամբյուղի մեջ ներկայումս ներառվում են 470 անուն ապրանք ու ծառայություն, որոնց գները պարբերաբար գրանցվում են շուկայում և իրենց տեսակարար կշռին համապատասխան

ներառվում են սպառողական գների ինդեքսում: Պարենային ապրանքների տեսակարար կշիռը ՀՀ սպառողական զամբյուղում ներկայումս կազմում է շուրջ 54%, ոչ պարենային ապրանքներինը՝ շուրջ 16%, իսկ ծառայություններինը՝ շուրջ 30%: Հայաստանում սպառողական զամբյուղի կազմի և կառուցվածքի վերանայումը տեղի է ունենում 5 տարին մեկ անգամ՝ հաշվի առնելով բնակչության եկամուտների և սպառման կառուցվածքի փոփոխությունը:

Դրամավարկային քաղաքականության նպատակներից է հանդիսանում նաև տնտեսական աճը, իսկ որպես վերջինիս բնութագրող ցուցանիշ ընդունված է Իրական ՀՆԱ-ի տարեկան աճի ցուցանիշը, որը չնայած հանդիսանում է տնտեսական և այդ թվում նաև՝ դրամավարկային քաղաքականության նպատակ, սակայն դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից և հատկապես գնաճի նպատակադրման ռազմավարության պարագայում իրագործվում է անուղղակիորեն՝ գնաճի նպատակային ցուցանիշի ապահովման ճանապարհով:

Դրամավարկային քաղաքականության երրորդ կարևորագույն նպատակը, աշխատուժի լրիվ զբաղվածության ապահովումն է: Այնուամենայնիվ, այս նպատակը նույնպես իրագործվում է անուղղակիորեն՝ տնտեսական աճի արդյունքում տնտեսությունում ներդրումների միջոցով բացված աշխատատեղերի հաշվին:

Դրամավարկային քաղաքականության նպատակների շարքում տեսականորեն կարող է դիտարկվել նաև արտարժույթի փոխարժեքի կայունությունը, սակայն գնաճի նպատակադրման ռազմավարության լիարժեք իրագործման համար նպատակադրման ռազմավարության պայմաններում դա աննպատակահարմար է և նույնիսկ անհնար: Ուստի բնական է, որ ՀՀ Կենտրոնական բանկն ի սկզբանե որդեգրել և իրագործում է լողացող փոխարժեքի քաղաքականություն:

Ազգային տնտեսության վրա դրամավարկային քաղաքականության ունեցած ազդեցության բնույթի ու դրանով պայմանավորված ստացվող արդյունքների վերաբերյալ որոշակի հետևություն ունենալու համար նախ և առաջ

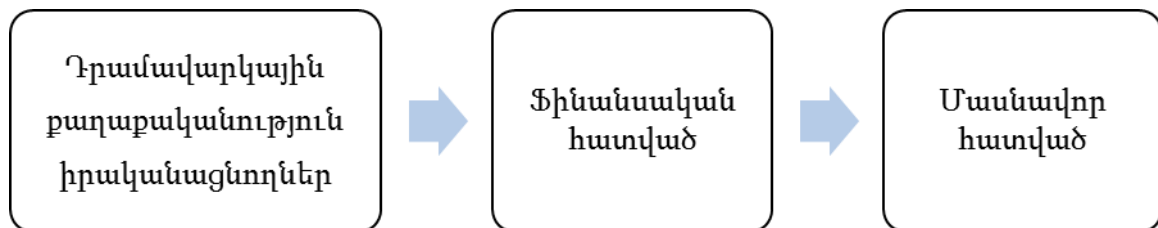
անհրաժեշտ է հաշվի առնել այն միջավայրը, որին համահունչ կիրառվում են դրամավարկային քաղաքականության գործիքները, ինչպես նաև դրա վիճակը տարաբնույթ միջոցների կիրառումից առաջ: Այլ կերպ ասած, անհրաժեշտ է կատարել դրամավարկային քաղաքականության ելակետային իրավիճակի վերլուծություն: Վերջինս մեր կարծիքով անհրաժեշտ է իրականացնել երկու տարբեր տեսանկյունից՝ տեսական և գործնական: Տեսական վերլուծությունը հնարավորություն կտա բացահայտել և նույնականացնել դրամավարկային քաղաքականության վրա ազդող հիմնական ներքին ու արտաքին գործոնները, որոշել դրամավարկային քաղաքականության ընթացքի վրա այս կամ այն գործոնի ազդեցության մեխանիզմները, իսկ հնարավորության դեպքում կատարել գործոնների ազդեցության մոդելավորում:

Գործնական վերլուծության հիմնական խնդիրը կլինի դրամավարկային քաղաքականության գործիքների կիրառման պահին թիրախային մակրոտնտեսական մեծությունների ընթացիկ ցուցանիշների գնահատումը, ինչպես նաև դրան նախորդող որոշակի ժամանակի ընթացքում դրանց արտահայտված միտումների բացահայտումը:

Դրամավարկային քաղաքականության միջավայրի ելակետային իրավիճակի ուսումնասիրությանը նվիրված են համեմատաբար փոքրաթիվ աշխատություններ, և միաժամանակ անմիջապես դրամավարկային քաղաքականության բովանդակության, դրա մասը կազմող առանձին գործոնների կամ ինստիտուցիոնալ միավորների հստակ տարբերակում գիտական գրականության մեջ չկա, իսկ մինչ այժմ կատարված հետազոտությունները հիմնականում վերաբերում են դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի վրա տնտեսության առաձին հատվածների ներգործության վերլուծությանը: Մինչդեռ ակնհայտ է, որ դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների գնահատման փորձերը դատապարտված են ձախողման այնքան ժամանակ, քանի դեռ լիարժեք չի պարզաբանվել այդ քաղաքականության առանձին գործիքների և

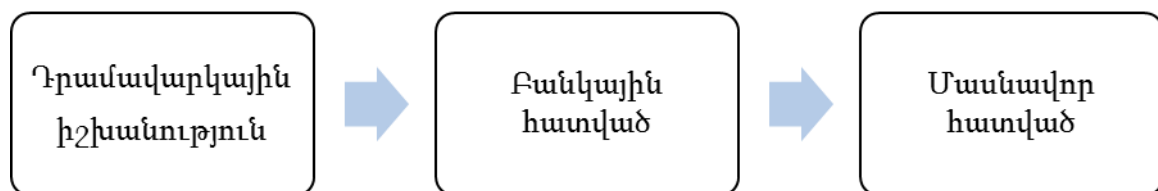
փոխանցումային մեխանիզմի վրա միջավայրի ելակետային իրավիճակի ազդեցության գնահատման հարցը:

Դրամավարկային քաղաքականության միջավայրի ելակետային իրավիճակի ինստիտուցիոնալ միավորների նույնականացման և վերլուծության նպատակով կարելի է հիմք ընդունել տնտեսության վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության Ի. Լ. Կավիցկայայի առաջարկած պարզեցված սխեման (տե՛ս գծապատկեր 2.1.1-ը) և ըստ դրա դրամավարկային քաղաքականության վրա ազդող գործոնների դասակարգումը:



Գծապատկեր 2.1.1. Դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության պարզեցված սխեման:

Եթե հաշվի առնենք, որ ՀՀ ֆինանսական շուկայի առանձին հատվածներ շատ թույլ են զարգացած, կամ գրեթե զարգացած չեն, իսկ բանկային հատվածը բավականաչափ զարգացած է, ապա վերոնշյալ սխեման ՀՀ դեպքում ավելի կհստակեցվի և կունենա հետևյալ տեսքը (տե՛ս գծապատկեր 2.1.2-ը).



Գծապատկեր 2.1.2. Դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության պարզեցված սխեման ՀՀ-ի համար:

Այսպիսով մեր կարծիքով ՀՀ ԿԲ-ի դրամավարկային քաղաքականության վրա միջավայրի ելակետային իրավիճակի ազդեցությունը պայմանավորված է երկու խումբ գործոններով՝ բանկային հատվածի գործոններ և մասնավոր հատվածի գործոններ:

Վերոնշյալներից բանկային հատվածի գործոնների թվին են դասվում այն բոլոր գործոնները, որոնք այս կամ այն ձևով ազդում են ՀՀ Կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի և բանկերի վարկային գործիքների տոկոսադրույքների միջև առկա կապի վրա: Իսկ ահա մասնավոր հատվածի գործոնների թվին են դասվում այն գործոնները, որոնք այս կամ այն ձևով ազդում են վարկային գործիքների պահանջարկի վրա:

Ընդ որում վերոնշյալ երկու խումբ գործոնների վերաբերյալ գիտական հետազոտություններում միանշանակ տեսակետ գոյություն չունի: Սակայն մեր կարծիքով բանկային հատվածի գործոնների շարքին կարելի է դասել առևտրային բանկերի գործունեության ֆինանսավորման աղբյուրների դիվերսիֆիկացիայի և վարկային շուկայում մրցակցության մակարդակները, արտաքին ու ներքին շուկայում վարկային ռեսուրսների մատչելիությունը, նորմատիվ իրավական կարգավորումը և այլն:

Մասնավոր հատվածի գործոնների շարքին կարելի է դասել շահույթի շուկայական նորմայի և գնաճի մակարդակները, գնաճային սպասումները, բնակչության կենսամակարդակն ու եկամուտների մակարդակը, ակտիվների իրացվելիությունը և եկամտաբերությունը, բանկային համակարգի նկատմամբ վստահությունը, վարկային գործիքների բազմազանությունն ու մատչելիությունը և այլն:

Գործնական տեսանկյունից դրամավարկային քաղաքականության ելակետային իրավիճակի վերլուծությունն ընդգրկում է մակրոտնտեսական որոշակի ցուցանիշների վերլուծությունը: Ընդ որում այս ցուցանիշների ցանկն էլ միանշանակ չէ, քանի որ իրականում չկա հստակ սահմանված մակրոտնտեսական ցուցանիշների համակարգ, որոնցով առաջնորդվում է ՀՀ Կենտրոնական բանկը դրամավարկային քաղաքականության պլանավորման և իրագործման գործընթացում:

Չնայած դրան, մեր կարծիքով այս ցուցանիշների ցանկի ընտրության հարցում պետք է առաջնորդվել դրամավարկային քաղաքականության հիմնական և այլ նպատակների ու համապատասխան թիրախային

մակրոտնտեսական ցուցանիշների վրա համապատասխան գործոնների և դրանց բնորոշող մեծությունների փոխկապվածությամբ:

Դրամավարկային քաղաքականության ելակետային իրավիճակի մեր վերլուծություններում հիմնվել ենք հենց այս մոտեցման վրա, որի հիման վրա վերլուծել ենք 2016թ. ընթացքում դրամավարկային քաղաքականության միջավայրը բնութագրող հիմնական մակրոտնտեսական ցուցանիշների դինամիկան՝ այնուհետև 2017 թվականի Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության արդյունքներին գնահատական տալու նպատակով:

Վերլուծության շրջանակներում տնտեսության հիմնական պարամետրերի դիտարկումն իրականացվել է Գնաճի հաշվետվությունների ընդհանուր մեթոդաբանության համաձայն, որի համահունչ գնահատվել են տնտեսության վիճակը բնութագրող 5 խումբ հիմնական ցուցանիշները: Դրանք են՝

- համախառն առաջարկի ցուցանիշները,
- համախառն պահանջարկի ցուցանիշները,
- աշխատանքի շուկայի ցուցանիշները,
- արտարժույթի փոխարժեքը և արտաքին միջավայրի ցուցանիշները,
- գնաճի ցուցանիշը:

Ըստ դինամիկայի վերոնշյալ ցուցանիշների վերլուծության հիմնական նպատակն է բացահայտել հաջորդող տարիների ընթացքում տնտեսության զարգացման միտումները:

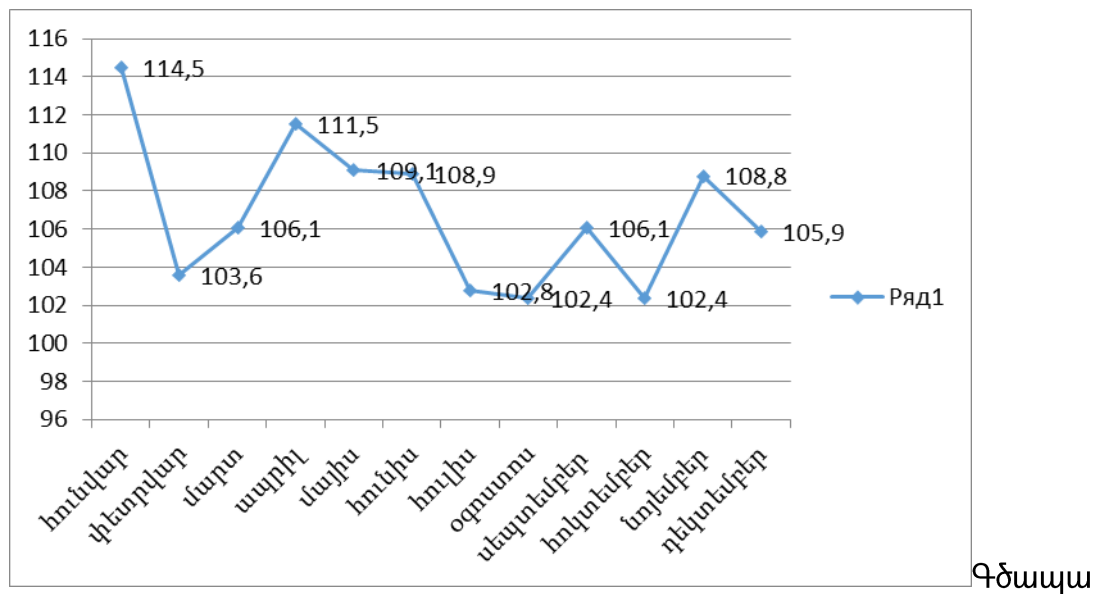
Համախառն առաջարկի ցուցանիշներից վերլուծության են ենթարկվել ինչպես ընդհանուր տնտեսական ակտիվության և տնտեսական աճի, այնպես էլ առանձին ճյուղերի ցուցանիշները:

Այսպես, 2016թ. ընթացքում արձանագրվել է տնտեսական ակտիվության ցուցանիշի նվազման հստակ միտում: Ըստ այդմ էլ առաջին եռամսյակում արձանագրվել է տնտեսական ակտիվության 5.6% ցուցանիշ, առաջին

կիսամյակում՝ 5.4%, հունվար – սեպտեմբերին՝ 2.8%, իսկ տարվա արդյունքներով՝ 0.5%:

Սակայն այս ընդհանուր միտումն ըստ ճյուղերի դրսևորվել է խիստ անհամաչափորեն:

Այսպես, արդյունաբերության ճյուղում ամբողջ տարվա ընթացքում պահպանվել է նախորդ տարվա համապատասխան ժամանակահատվածի նկատմամբ աճը, չնայած որ ամռանն այդ աճը եղել է անհամեմատ ավելի փոքր (տե՛ս գծապատկեր 2.1.3-ը):



տկեր 2.1.3. Արդյունաբերական արտադրանքի թողարկման ծավալների աճն ըստ ամիսների 2016թ. ընթացքում:⁶²

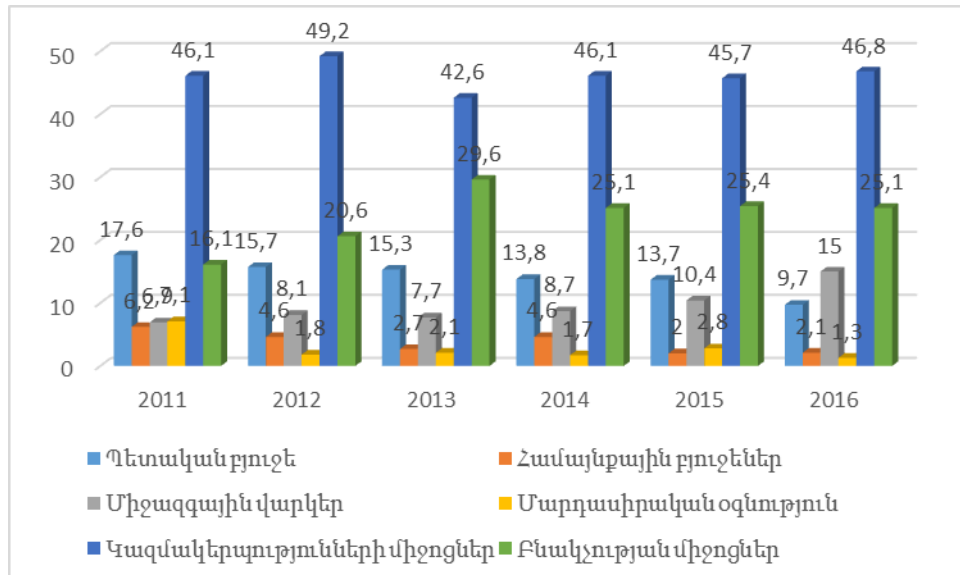
Շինարարության ճյուղում 2016թ.-ին ըստ եռամսյակների արձանագրվել է թողարկման ծավալների համապատասխանաբար 2.2%, 10.4%, 11%, 12.7% անկում նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածների համեմատ:⁶³

Նկատենք, որ իրականացված շինարարության կառուցվածքում իր տեսակարար կշռով հատկապես աչքի են ընկնում բնակչության և կազմակերպությունների միջոցների հաշվին իրականացված շինարարությունը: Ընդ որում, եթե կազմակերպությունների ֆինանսավորման հաշվին

⁶² Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2016 թվականի հունվար-դեկտեմբերին, Արդյունաբերությունություն // http://armstat.am/file/article/sv_12_16a_121.pdf

⁶³ Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2016 թվականի հունվար-դեկտեմբերին, Շինարարություն // http://armstat.am/file/article/sv_12_16a_123.pdf

իրականացված շինարարության բաժինն ընդհանուր շինարարության կաուցվածքում վերջին տարիներին գրեթե, չի փոխվել, ապա բնակչության ֆինանսավորմամբ շինարարության բաժինը կայուն կերպով աճել է (տե՛ս գծապատկեր 2.1.4-ը):



Գծապատկեր 2.1.4. Շինարարության ծավալներն ըստ ֆինանսավորման աղբյուրների (2011 – 2016թթ.)

Առևտրի ճյուղում 2016թ.-ին ընդհանուր առմամբ պահպանվել են դեռևս 2015 թվականից սկսված անբավարար ցուցանիշները: Չնայած դրան, առաջին և երկրորդ եռամսյակներում առևտրի շրջանառության ծավալների աճը նախորդ տարվա համապատասխան ժամանակահատվածների նկատմամբ կազմել է համապատասխանաբար -0.7 և 1 տոկոս: Արդյունքում առաջին կիսամյակում գրանցվել է 0.2% աճ: Երրորդ եռամսյակում ճյուղում անկման ցուցանիշը կազմել է 0.1%, իսկ չորրորդ եռամսյակում արձանագրվել է առևտրի շրջանառության ծավալների շուրջ 3.4% աճ, որի արդյունքում էլ տարեկան աճը կազմել է 1%:

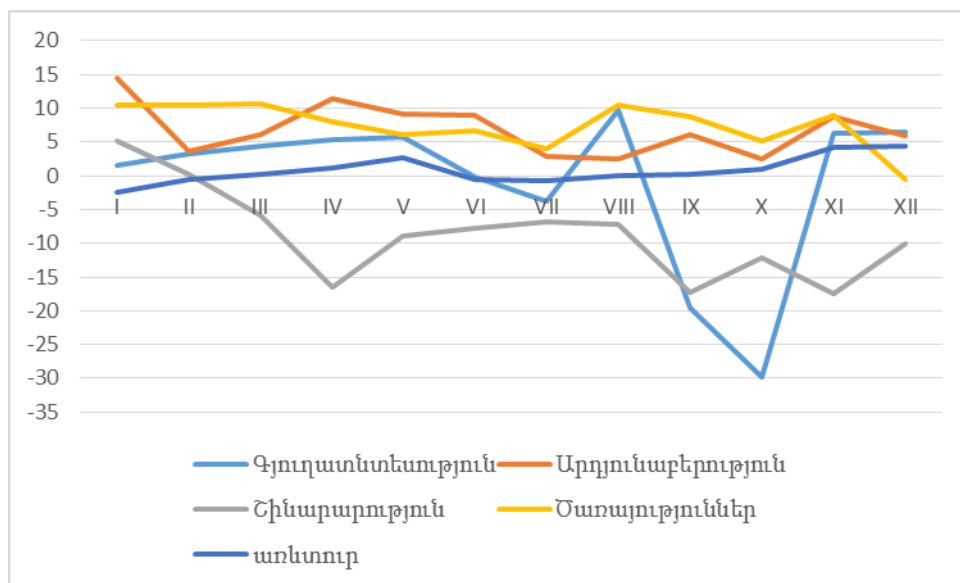
Ընդգծենք, որ չնայած ընդհանուր առևտրի ճյուղում արձանագրված շրջանառության ծավալների աճին, այդուհանդերձ մանրաձախ առևտրի անկումը շարունակվել է կազմելով շուրջ 2.6% նախորդ տարվա համեմատությամբ:

Ծառայությունների ոլորտում 2016թ.-ին թողարկման ծավալների աճն ըստ եռամսյակների կազմել է համեմատաբար 10.4%, 6.7% 7.8% և 4.1%: Արդյունքում ամբողջ տարվա կտրվածքով ծառայությունների ոլորտում գրանցվել

է շուրջ 7.1% աճ, որը հիմնականում պայմանավորված է եղել մշակույթի, զվարճությունների և հանգստի ոլորտում մատուցված ծառայությունների՝ 18.7% ինչպես նաև ֆինանսական և ապահովագրական գործունեության՝ 19.5% աճով:

Գյուղատնտեսության ճյուղում դեռևս տարվա առաջին կիսամյակում նկատվել և հետագայում էլ շարունակել են արձանագրվել գյուղատնտեսության ճյուղի աճի դանդաղման միտումներ: Ըստ այդմ էլ ճյուղի համախառն արտադրանքի աճը 2016թ.-ին ըստ եռամսյակների կազմել է համապատասխանաբար 3.3%, 3.2%, -5.7%, -11.6%, որի արդյունքում հունվար – դեկտեմբեր ժամանակահատվածում գյուղատնտեսության ճյուղում արձանագրվել է շուրջ 5.2% անկում:

Համախառն առաջարկի փոփոխությունների միտումներն ավելի ակնհայտ կարելի է տեսնել ըստ տնտեսության առանձին ճյուղերի թողարկման ծավալների դինամիկայի միջոցով (տե՛ս գծապատկեր 2.1.5-ը):



Գծապատկեր 2.1.5. 2015թ. թողարկման ծավալների աճը (% նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի նկատմամբ) ըստ տնտեսության առանձին ճյուղերի:

Գծապատկեր 2.1.5-ից պարզ է դառնում, որ 2016 թ. ընթացքում տնտեսության ճյուղերում պահպանվել են դեռևս նախորդ տարվանից սկսված բացասական միտումները: Սակայն սա չի վերաբերում արդյունաբերության և ծառայությունների ճյուղերին, որտեղ միտումները դրական են եղել:

Համախառն պահանջարկի կառուցվածքում մասնավոր սպառումը 2016թ.-ին շարունակել է կրել դեռևս 2014թ.-ի երկրորդ կիսամյակից, որի վրա իր բացասական ազդեցությունն է ունեցել ՌԴ-ից դրամական փոխանցումների կրճատումը: Այնուամենայնիվ, դրամական փոխանցումների ծավալների վերականգնման արդյունքում, 2015թ.-ի վերջում և 2016թ.-ի ընթացքում մասնավոր սպառումն աստիճանաբար սկսել է վերականգնվել: Դրան զգալիորեն նպաստել են նաև ՀՀ ԿԲ կողմից դրամավարկային պայմանների մեղմացումը և գնանկումային միջավայրի ձևավորումը: Առաջին եռամսյակում մասնավոր սպառման կրճատումն ըստ ՀՀ ԿԲ գնահատումների կազմել է շուրջ 2%: Իսկ երկրորդ եռամսյակում գրանցվել է մասնավոր սպառմանն ուղղված ծախսերի շուրջ 1% աճ:

Երրորդ եռամսյակում մասնավոր սպառմանն ուղղված ծախսերի աճը նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի համեմատությամբ կազմել է շուրջ 2%: Այս միտումը պահպանվել է նաև չորրորդ եռամսյակում, որի արդյունքում տարվա կտրվածքով մասնավոր սպառմանն ուղղված ծախսերի աճը ՀՀ ԿԲ կողմից գնահատվել է՝ 0.9%:

Ներդրումային ակտիվությունը 2016թ. առաջին եռամսյակում ՀՀ ԿԲ կանխատեսումներին համահունչ թույլ է եղել, որի պարագայում մասնավոր ներդրումների նվազումը կազմել է 5%: Երկրորդ եռամսյակում ներդրումային ակտիվությունը շարունակել է թույլ լինել, որի պայմաններում ներդրումների աճը նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի համեմատ կազմել է ընդամենը 3%:

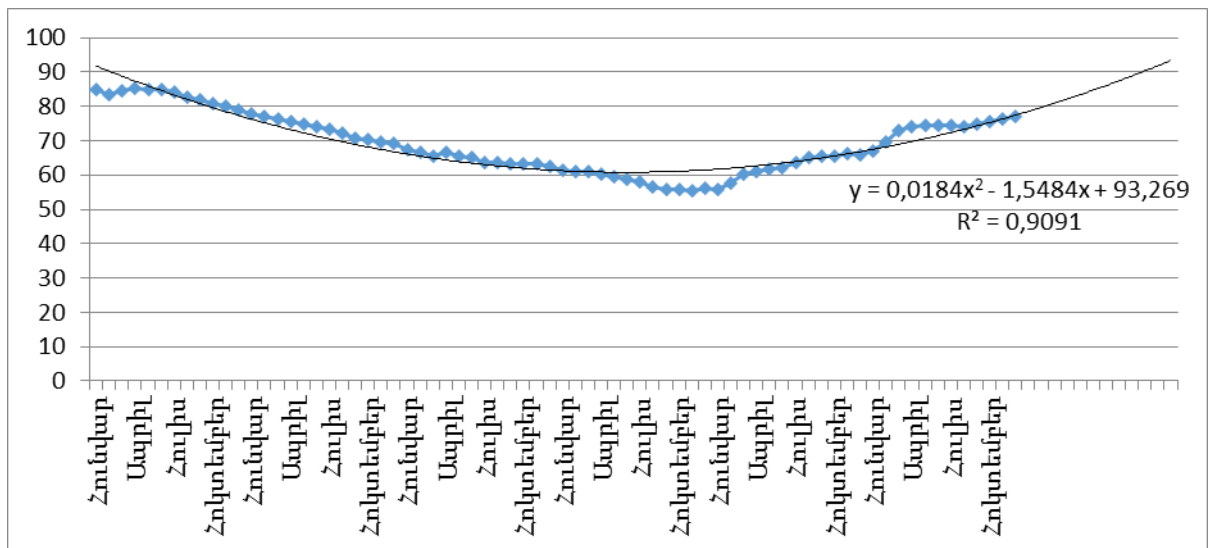
Երրորդ եռամսյակում ներդրումները նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի համեմատ նվազել են 1%-ով, իսկ չորրորդ եռամսյակում՝ 2%-ով: Վերջնական արդյունքում՝ վերը նշվածի հիման վրա, ՀՀ ԿԲ-ի կողմից 2016թ. հունվար - դեկտեմբերի համար ներդրումների կրճատումը գնահատվել է մոտ 2.5%:

Աշխատանքի շուկայի ցուցանիշներից մեր կողմից դիտարկվել են աշխատավարձի աճի տեմպը և գործազրկության մակարդակի ժամանակագրական փոփոխությունները: Այսպես, 2016 թվականի առաջին

եռամսյակում միջին անվանական աշխատավարձի աճի տեմպը համահունչ է եղել ՀՀ ԿԲ-ի կանխատեսումներին և կազմել է 3.5%: Ընդ որում պետական հատվածում աշխատավարձերի աճի տեմպը շարունակել է նվազել և կազմել է 2.7%: Երրորդ եռամսյակում անվանական աշխատավարձի աճի տեմպը գնահատվել է 0.9%, իսկ ահա 2016թ. հունվար-դեկտեմբերի անվանական միջին աշխատավարձի աճը կազմել է 1.8%: Ընդհանուր առմամբ 2016թ.-ին միջին անվանական աշխատավարձի աճի գրանցված ցուցանիշները հիմնականում ապահովվել են մասնավոր ոլորտում աշխատավարձերի աճով, որը սակայն երկրորդ կիսամյակում այլևս չի աճել՝ պայմանավորված հիմնականում տնտեսական ակտիվության դանդաղմամբ և թույլ գնաճային միջավայրով: Գործազրկության միջին մակարդակը՝ ՀՀ աշխատանքի և սոցիալական հարցերի նախարարության աշխատակազմի զբաղվածության պետական գործակալության տվյալների համաձայն, 2016թ. արդյունքներով համահունչ է եղել ՀՀ ԿԲ նախնական կանխատեսումներին և կազմել շուրջ 18,6%:

Այսպիսով աշխատանքային շուկայում նշանակալից տեղաշարժեր տեղի չեն ունեցել: Չնայած դրան, կարելի է ընդգծել որ տարվա ընթացքում գրանցվել է աշխատանքի արտադրողականության կայուն աճ, որն իր ազդեցությունն է ունեցել աշխատուժի նկատմամբ պահանջարկի վրա:

Գործազրկության մակարդակի գծով 2017 թվականի համար կատարել ենք տրենդային կանխատեսում՝ նախորդ 5 տարիներին գրանցված աշխատանք փնտրող գործազուրկների վերաբերյալ տվյալների հիման վրա (Գծապատկեր 2.1.6-ը):



Գծապատկեր 2.1.6. Գրանցված նպաստառու գործազուրկների թվաքանակի փոփոխությունը 2011-16թթ. և կանխատեսումը 2017. համար:⁶⁴

Գծապատկեր 2.1.6-ից ակնհայտ է դառնում, որ գործազրկության մակարդակը Հայաստանում 2017թ.-ին ունի անհիստորիս միտում:

Արտաքին միջավայրի գործոնների վերլուծությունը բավականաչափ բարդ և աշխատատար է: Այն ընդգրկում է տնտեսական ու ոչ տնտեսական բազմաթիվ գործոնների վերլուծություն և գործնականում գոյություն չունի որևէ քանակական ցուցանիշ, որը հնարավորություն կտար գնեք մոտավոր գնահատական տալ ՀՀ գների մակարդակի վրա արտաքին միջավայրի գործոնների ազդեցությանը: Ուստի արտաքին միջավայրի ազդեցության վերլուծությունը հիմնականում լինում է տեսական, փորձագիտական բնույթի, որի արդյունքում տրվում են մոտավոր կանխատեսումներ:

ՀՀ տնտեսության վրա արտաքին միջավայրի ազդեցությունը բնութագրող մեծություններից կարելի է դիտարկել ազգային արժույթի փոխարժեքը ՀՀ հիմնական գործընկերների արժույթների նկատմամբ, ինչպես նաև դրանց տնտեսական աճի ցուցանիշները, ՀՀ հետ ապրանքաշրջանառության ծավալներն ու դրանց փոփոխման միտումները և այլն: Աղյուսակ 2.1.1-ում ներկայացված է 2016թ. ընթացքում նկատմամբ ՀՀ դրամի փոխարժեքի դինամիկան:

⁶⁴ ՀՀ սոցիալ-տնտեսական վիճակը հունվար – դեկտեմբերին 2010-2016թթ. , ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայության պաշտոնական կայք // www.armstat.am

Աղյուսակ 2.1.1.
Արտարժույթի փոխարժեքի դինամիկան 2016թ.-ին⁶⁵

Ամիս	\$	€	P	Ամիս	\$	€	P
I	485.66	528.72	6.34	VII	476.54	527.53	7.40
II	493.75	548.29	6.41	VIII	475.45	532.99	7.33
III	486.50	540.45	6.93	IX	474.11	531.68	7.36
IV	481.21	545.54	7.24	X	475.25	524.09	7.59
V	478.61	541.05	7.26	XI	478.47	516.83	7.43
VI	477.53	536.32	7.33	XII	482.85	509.52	7.79

Աղյուսակ 2.1.1-ից ակիայտորեն երևում է, որ 2016 թվականին ՀՀ դրամն ընդհանուր առմամբ դրսևորել է կայուն վարքագիծ: Տարվա արդյունքներով դրամն աննշան չափով արժևորվել է ԱՄՆ դոլլարի և ԵՄ եվրոյի նկատմամբ, իսկ ՌԴ ռուբլու նկատմամբ նկատելիորեն արժեզրկվել է:

2016թ. արդյունքներով համաշխարհային տնտեսության աճը կազմել է շուրջ 2.4%, ԱՄՆ տնտեսական աճը կազմել է մոտ 1.6%, Եվրագոտում արձանագրվել է շուրջ 1.9% տնտեսական աճ, իսկ ահա ՌԴ-ում տնտեսության անկումն ըստ Ռոսստատի տվյալների կազմել է մոտ 0.8%:

Ընդհանուր առմամբ 2017թ. համար Համաշխարհային բանկը կանխատեսել է համաշխարհային տնտեսության աճի տեմպերի արագացում մինչև 2.7%:

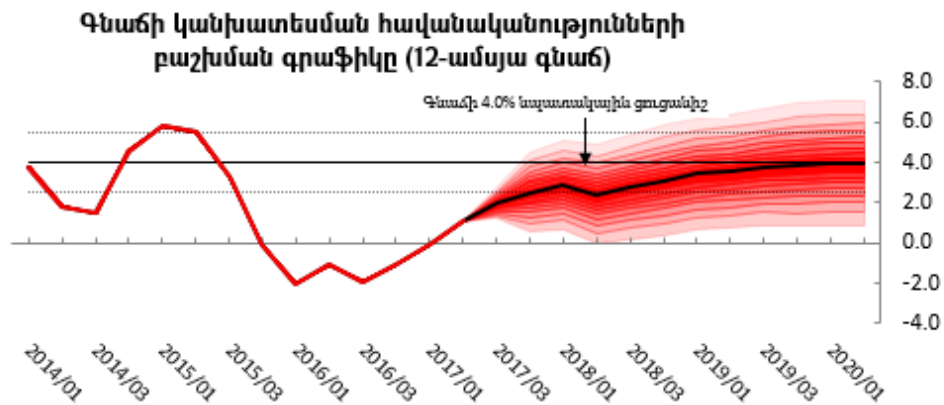
Այսպիսով 2016թ. և ավելի վաղ տարիների տնտեսական ցուցանիշիների վերլուծության արդյունքում ակնհայտ են դարձել 2017թ.-ին ՀՀ տնտեսության զարգացման հետևյալ միտումները.

- տնտեսության առանձին ճյուղերում, այդ թվում առևտրում (հատկապես՝ մանրածախ) և շինարարության ճյուղում անկման միտումների պահպանում,
- համախառն պահանջարկի աստիճանական վերականգնում՝ ՌԴ տնտեսությունում նկատվող դրական տեղաշարժերի ազդեցությամբ,

⁶⁵ ՀՀ ԿԲ պաշտոնական կայք, փոխարժեքների արխիվ - <https://www.cba.am/am/SitePages/ExchangeArchive.aspx>

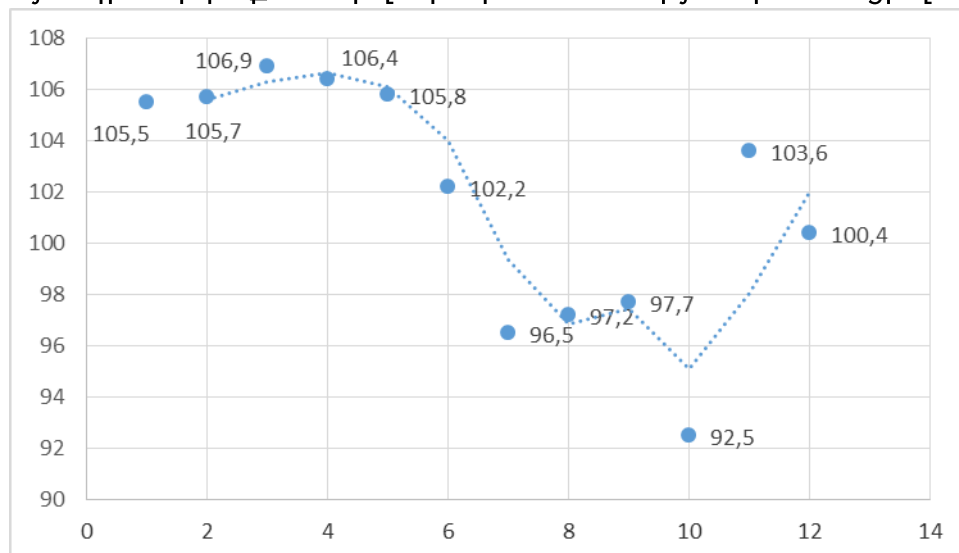
- գործազրկության մակարդակի աճ և աստիճանական կայունացում,
- ՀՀ դրամի մասնակի արժեզրկում,

Հաշվի առնելով վերոնշյալը Կենտրոնական բանկը 2017թ.-ի համար կանխատեսել էր գնաճի մակարդակի հետագա աստիճանական կայունացում նպատակային ցուցանիշի մակարդակում (տե՛ս գծապատկեր 2.1.7-ը):



Գծապատկեր 2.1.7. Սպառողական գների ինդեքսի դինամիկան և կանխատեսումը 2017-2020թթ. համար ըստ ՀՀ Կենտրոնական բանկի:

Այժմ դիտարկենք 2017 թվականին տնտեսության փաստացի զարգացումները:



Գծապատկեր 2.1.8. Տնտեսական ակտիվության ցուցանիշի միտումները 2016 թվականին:⁶⁶

⁶⁶ ՀՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայք՝ <http://armstat.am/am/?nid=12&id=01510>

2017թ. առաջին կիսամյակում տնտեսական ակտիվության ցուցանիշը համահունչ է եղել 2016թ. տարեվերջի միտումներին (տե՛ս գծապատկեր 2.1.8-ը) և նույնիսկ գերազանցել է ՀՀ Կենտրոնական բանկի ակնկալիքները՝ կազմելով 6.1%, որի արդյունքում տնտեսական աճի կանխատեսումը վերանայվել է աճի ուղղությամբ և գնահատվել է 4.6 – 5.0%, և դա այն դեպքում, երբ տարեսկզբին այն գնահատվել էր 4.0 – 4.4% աճ:

Ընդ որում կարևոր ենք համարում ընդգծել, որ տնտեսական աճի նշված ցուցանիշներն արձանագրվել են շինարարության ոլորտում շարունակվող անկման և վերջին տարիներին ՀՀ տնտեսության առաջատար ճյուղի՝ գյուղատնտեսության աճի տեմպերի կրճատման պայմաններում (տես Աղյուսակ 2.1.2-ը), ինչն էլ ավելի տպավորիչ է դարձնում տնտեսական ակտիվության գրանցված արդյունքները:

Աղյուսակ 2.1.2.

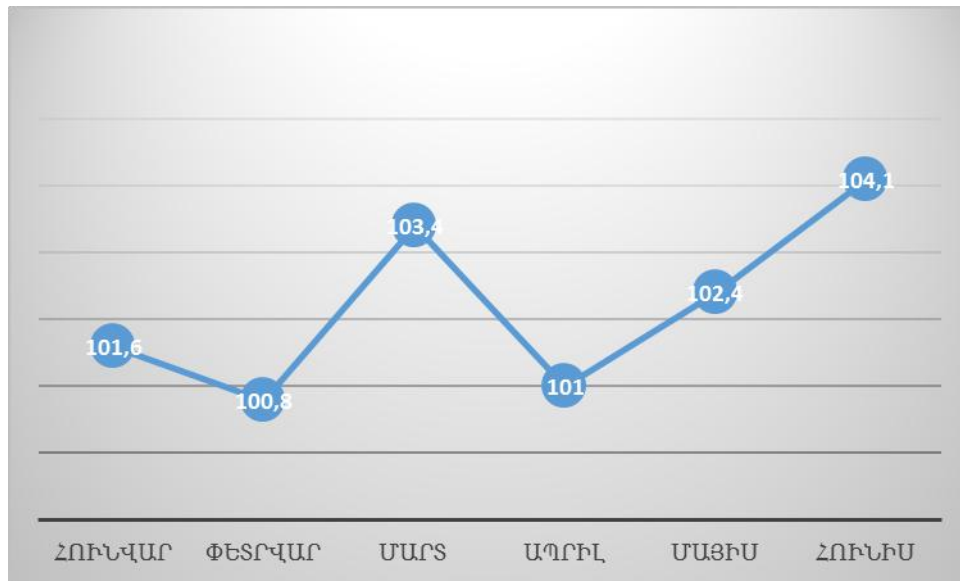
ՀՀ տնտեսության հիմնական ճյուղերի աճը 2017թ. առաջին կիսամյակում:

Աճը նախորդ տարվա նույն ժամանակա հատվածի նկատմամբ (%)	Շինարարություն	Գյուղատնտեսություն	Արդյունաբերություն	Առևտուր	Ծառայություններ
Հունվար	94.7	100.2	111.1	109.2	112.3
Փետրվար	80.4	100.0	119.7	110.3	109.7
Մարտ	86.5	96.3	117.2	113.7	108.4
Ապրիլ	87.0	95.0	104.3	114.2	110.4
Մայիս	90.7	95.2	120.0	115.0	114.3
Հունիս	95.6	103.4	103.8	111.9	110.1
Հունվար - հունիս	90.0	98.6	112.4	112.6	110.9

Տնտեսական ակտիվության՝ սպասվածից ավելի բարձր արդյունքները դրական ազդեցություն են ունեցել նաև համախառն պահանջարկի ցուցանիշների վրա: Մասնավոր սպառման աճն ըստ եռամսյակների կազմել է համապատասխանաբար՝ 5.0% և 4.7%, իսկ ներդրումների աճը՝ 3.7% և 5.6%:

Աշխատանքի շուկայում նույնպես նկատվել են որոշակի դրական տեղաշարժեր: Այսպես, անվանական աշխատավարձի աճը 2017թ. հունվար-

հունիսին կազմել է 2.3%, ընդ որում՝ աշխատավարձի աճն ըստ ամիսների ունեցել է դրական միտում(տե՛ս գծապատկեր 2.1.9-ը), որին մեծապես նպաստել են տնտեսական ակտիվության վերոնշյալ ցուցանիշները:



Գծապատկեր 2.1.9. Անվանական աշխատավարձի աճը 2017թ.հունվար – հունիսին:⁶⁷

Միևնույն ժամանակ, գործազրկության մակարդակը շարունակել է աճել 2016թ.-ի միտումներին համահունչ, չնայած պետք է նկատել, որ հունվար հունիս ամիսներին արձանագրված 0,6% աճը զգալիորեն ավելի ցածր է նախորդ տարիների տվյալների հիման վրա մեր կատարած տրենդային կանխատեսման արժեքներից: Այստեղից հետևություն, որ աշխատանքի շուկայում գրանցված արդյունքները նույնպես պետք է համարել դրական:

Այսպիսով, մեր կարծիքով որևէ ժամանակահատվածում դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների վերլուծության նպատակով անհրաժեշտ է նախ և առաջ վերլուծել դրա ելակետային իրավիճակը, որի գնահատումն էլ պետք է իրականացնել մակրոտնտեսական նպատակային հիմնական ցուցանիշների նախորդ տարիների դինամիկայի վերլուծության հիման վրա: Վերջինս հնարավորություն է տալիս դրամավարկային քաղաքականության

⁶⁷ Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2017 թվականի հունվար-հունիսին, ՀՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայք՝ http://armstat.am/file/article/sv_06_17a_142.pdf

արձանագրված արդյունքների գնահատման ժամանակ ապահովել օբյեկտիվության էլ ավելի բարձր մակարդակ:

2.2. Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմների վերլուծությունը

Ընդհանուր տեսական մակարդակում դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների գնահատման խնդիրը, ինչպես նշեցինք, հանգում է դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի հետազոտությանը:

Գիտական հետազոտություններում գոյություն ունի դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի երկու հիմնական մեկնաբանություն՝ մոնետարիստական և քեյնսական:

Մոնետարիզմի ուղղության ներկայացուցիչների կարծիքով շուկաները բնորոշվում են մրցունակության բարձր մակարդակով և հենց վերջինս էլ շուկայական տնտեսությանն օժտում է բարձր մակրոտնտեսական կայունությամբ: Ինչպես և դասական տեսությունը, մոնետարիզմը նույնպես պնդում է, որ շուկայական մրցակցության ազդեցությամբ պայմանավորված գների ու տոկոսադրույքների ճկունությունը համախառն պահանջարկի տատանումների պատճառ է դառնում, որոնք ավելի շուտ հանգեցնում են ապրանքների ու ռեսուրսների գների, քան՝ արտադրության ծավալների փոփոխությանը: Այսպիսով շուկայական համակարգն ապահովում է նշանակալի մակրոտնտեսական կայունություն, եթե չի իրականացվում պետական միջամտություն տնտեսությանը:

Խնդիրը, մոնետարիստների կարծիքով, կայանում է նրանում, որ «նվազագույն աշխատավարձի մասին» օրենքը, օրենսդրական գործունեությունն ի շահ արհմիությունների, գյուղատնտեսական արտադրանքի գների որոշակի

մակարդակի պահպանումը, մենաշնորհային օրենսդրությունն ի շահ բիզնեսի և կառավարության այլ միջոցառումները հանգեցնում են նրան, որ աշխատավարձի դրույքաչափերը կորցնում են իրենց բնորոշ ճկունությունը: Ազատ շուկայական համակարգն ունակ է ապահովելու զգալի մակրոտնտեսական կայունություն, սակայն պետության միջամտությունը՝ չնայած իր բարերար նպատակներին, դրականորեն չի ազդում այդ ունակության վրա:

Ավելին, մոնետարիստները համարում են, որ ֆիսկալ և դրամավարկային քաղաքականության միջոցով տնտեսությունը կայունացնելու պետության անզգույշ և սխալ փորձերը ծնում են համակարգի անկայունություն:

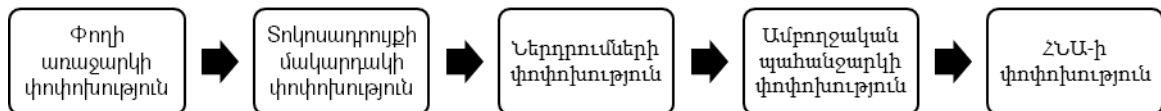
Հաշվի առնելով ասվածը՝ զարմանալի չէ, որ մոնետարիստները հանդես են գալիս որպես չմիջամտելու և ազատ շուկայի մոլի կողմնակիցներ: Պետական կառավարումը գնահատվում է որպես բյուրոկրատական ու ոչ արդյունավետ, նաև քաղաքական սխալներ պարունակող ու վնասակար մասնավոր նախաձեռնության համար, ինչը խախտում է տնտեսության կայունությունը: Ավելին, ինչպես ընդծում է Մ.Ֆրիդմանը, կենտրոնացված պետական կառավարումն անխուսափելիորեն ոտնահարում է անձի ազատությունները:

Քեյնսականների տեսանկյունից, տնտեսության անկայունությունը պայմանավորված է մասնավոր ներդրումների անկայունությամբ, իսկ պետությունը կատարում է դրական դեր՝ կիրառելով համապատասխան կայունացնող միջոցառումներ:⁶⁸

Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի խնդիրն առաջինն աշխարհում բարձրացվել է հենց Զ.Մ.. Քեյնսի և նրա գաղափարակիցների կողմից: Քեյնսյան մոդելում դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմում առանցքային տեղ է հատկացվում ձեռնարկատերերի կողմից ներդրումային ծախսերի վերաբերյալ որոշումների կայացմանը, իսկ որպես դրամավարկային քաղաքականության հիմնական լծակ հանդես են գալիս տոկոսադրույքները:

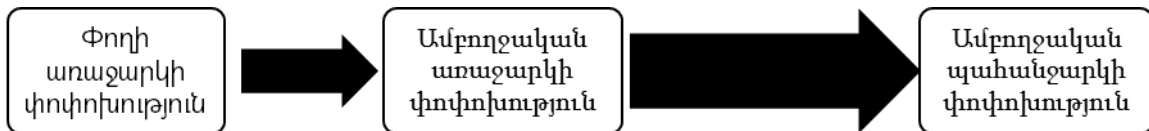
⁶⁸ Макконнелл К.Р., Брю С.Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика: Пер. с 13-го англ. изд. — М.: ИНФРА-М, 1999. - XXXIV, 974 с., էջ 344-345,

Փողի առաջարկի աճը նվազեցնում է տոկոսադրույքները՝ դրանով իսկ իջեցնելով կապիտալի արժեքը և բարձրացնելով ձեռնարկատերերի կողմից կատարվող ներդրումային ծախսումների ծավալը: Քանի որ տնտեսությունը չի գործում ռեսուրսների լրիվ զբաղվածության պայմաններում, ապա աճում են արտադրության իրական ծավալներն անփոփոխ գների պայմաններում (տե՛ս գծապատկեր 2.2.1-ը):



ա) քայնայան մոդելը

բ) մոնետարիստական մոդելը



Գծապատկեր 2.2.1 Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմն ըստ քայնասականների և մոնետարիստների:⁶⁹

Մոնետարիստների մոտեցումը կայանում է նրանում, որ փողը և մյուս ակտիվները հանդիսանում են այլ ակտիվների փոխարինողներ (սուբստիտուտ)⁷⁰, իսկ փողի առաջարկի աճը հանգեցնում է ավելի մեծ քանակությամբ փողի փոխարինման իրական ակտիվներով:

Կարճաժամկետ հատվածում փողի առաջարկի աճը հանգեցնում է արժեթղթերի նկատմամբ պահանջարկի աճին, ինչը բարձրացնում է վերջիններիս գինը և պատճառ դառնում տոկոսադրույքների իջեցման համար: Երկարաժամկետ հատվածում ներդրումների և ՀՆԱ-ի աճի հաշվին տոկոսադրույքն ավելանում է փողի պահանջարկի աճի հետևանքով (եկամտի էֆֆեկտ):

⁶⁹ Շաբոյան Ա.Գ. Դրամավարկային մեխանիզմի հիմնահարցերը և կատարելագործման ուղիները ՀՀ-ում:// Տնտ. գիտ. թեկն. ատենախոսություն, ԵրՊՏԻ, Եր., 2000թ.,

⁷⁰ Substitutio – լատիներենից թարգմանաբար նշանակում է՝ «նշանակում եմ, տալիս եմ, փոխանցում եմ ինչ որ բանի փոխարեն»:

Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի մոնետարիստական նկարագրությամբ՝ փողի առաջարկի աճն անմիջականորեն բարձրացնում է համախառն պահանջարկը և այդպիսով իսկ նպաստում արտադրության անվանական ծավալների ավելացմանը: Քանի որ տնտեսությունը գործում է ռեսուրսների լրիվ զբաղվածության պայմաններում, հետևաբար արտադրության անվանական ծավալների աճը տեղի է ունենում ի հաշիվ գների մակարդակի աճի:

Այնուամենայնիվ դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի և դրա մասը կազմող ուղիների վերաբերյալ մոտեցումները չեն սահմանափակվում միայն վերոնշյալ երկու մոտեցմամբ:

Վերջին մի քանի տասնամյակների ընթացքում դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի վերաբերյալ տարբեր հեղինակների կողմից առաջարկվել են մի շարք մեկնաբանություններ և այդ մեխանիզմի համապատասխան կառուցվածքներ (տե՛ս Հավելված 5-ը):⁷¹

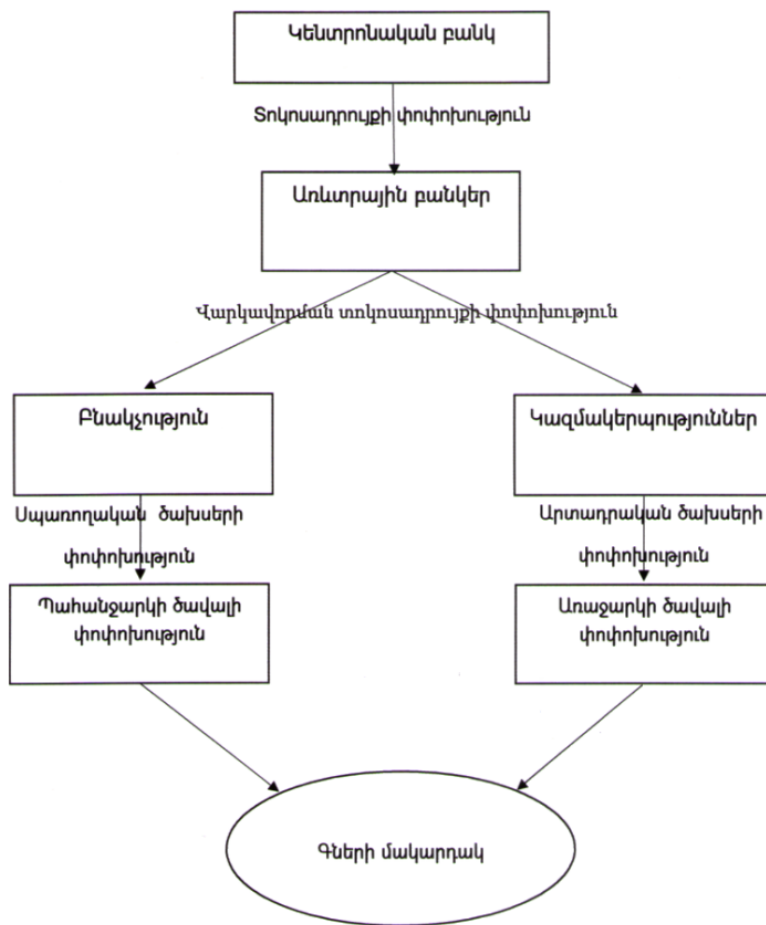
Փոխանցումային մեխանիզմի տարբեր վարկածներում որպես դրա ուղիներ ներկայացվել են բանկային տոկոսադրույքները (Կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը), արտարժույթի փոխարժեքը, արժեթղթերի գինը (հիմնականում պետական երկարաժամկետ և կարճաժամկետ պարտատոմսերի), բանկերի և այլ ֆինանսական կազմակերպությունների վարկային հնարավորությունները, տեղեկատվական և դրամական հոսքերը, ֆինանսական հարստությունը, բանկերի անվճարունակությունը և այլն: Սակայն վերջին հաշվով այս բոլոր վարկածները և տարբերակներն ունեն ընդհանրական բնույթ և տեսական նշանակություն, քանի որ իրականում այս մեխանիզմներից ոչ մեկը լիարժեք չի գործում, իսկ դրամաշրջանառության ոլորտը կրում է մեծ թվով ոչ միայն տնտեսական, այլ նաև ոչ տնտեսական գործոնների ազդեցությունը:

Եթե փորձենք նկարագրել ՀՀ ԿԲ-ի դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմն, ապա անշուշտ պետք է առաջնորդվենք նրա

⁷¹ Организация деятельности центрального банка. Учебное пособие / С.С. Ткачук [и др.]; под ред. С.С.Ткачука, О.И. Румянцевой - Мн.: БГЭУ, 2006, էջ 120

կողմից որդեգրված ռազմավարությամբ և հիմնական պայմաններով(տե՛ս գծապատկեր 2.2.2-ը)։

Ինչպես գիտենք, ՀՀ Կենտրոնական բանկը վարում է գնաճի նպատակադրման ռազմավարություն, որի պայմաններում որպես դրամավարկային քաղաքականության հիմնական գործիք հանդես է գալիս վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը։ Հետևաբար փոխանցումային մեխանիզմի առաջնային օղակ, կարելի է համարել տոկոսադրույքները, այդ թվում՝ ֆինանսական միջոցների



Գծապատկեր 2.2.2. ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմը

ներգրավման և վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքները, լոմբարդային ռեպո տոկոսադրույքը, որոնց կիրառումն անմիջական ազդեցություն է ունենում

առևտրային բանկերի տրամադրության տակ գտնվող դրամական միջոցների ծավալների և դրանց ներգրավման ծախսերի վրա:

Նշենք, որ առևտրային բանկերի վարկային հնարավորությունների վրա զգալի ազդեցություն կարող են ունենալ նաև պահուստավորման նորմատիվների փոփոխությունները: Սակայն քանի որ Կենտրոնական բանկը դրանք կիրառում է խիստ հազվադեպ և միայն ծայրահեղ անհրաժեշտության դեպքում, ապա դրանք որպես փոխանցումային մեխանիզմի օղակ ՀՀ-ի դեպքում չեն դիտարկվի:

Ելնելով վերոնշյալից, կարելի է եզրակացնել, որ փոխանցումային մեխանիզմի հաջորդ օղակը կազմում են առևտրային բանկերի վարկային հնարավորությունները, որոնք հանդիսանում են ՀՀ Կենտրոնական բանկի և տնտեսության իրական հատվածի, ինչպես նաև բնակչության միջև հիմնական կապող օղակը:

Առևտրային բանկերի վարկային հնարավորությունները տնտեսության մյուս օղակների վրա ազդում են երկու ուղիներով: Նախ բանկերի կողմից տրամադրվող բիզնես վարկերն անմիջականորեն ազդում են կազմակերպությունների արտադրական և ներդրումային հնարավորությունների վրա, որոնք էլ իրենց հերթին պայմանավորում են առաջարկի ծավալի համապատասխան փոփոխությունը: Իսկ մյուս կողմից էլ, բանկերի կողմից տրամադրվող սպառողական վարկերը ազդեցություն են գործում սպառողների գնողունակության վրա, որի միջոցով ազդում են ամբողջական պահանջարկի վրա: Այնուհետ վերջինիս և առաջարկի փոխազդեցության արդյունքում էլ ձևավորվում է գների համապատասխան մակարդակը:

2.3. Դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների արդյունավետության գնահատումը

Դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների գնահատումը տեսական և գործնական մակարդակներում արդեն նկարագրված մեթոդներով և ցուցանիշներով դեռևս հնարավորություն չի ընձեռնում գնահատելու, թե այդ արդյունքներն արդյոք բավարար են, թե ոչ: Այս մասին եզրակացություն կազմելու համար անհրաժեշտ է կատարել դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների որակական վերլուծություն, այսինքն՝ գնահատել այդ քաղաքականության արդյունավետությունը: Սակայն վերջինիս գնահատումից առաջ նախ անհրաժեշտ է պարզել, թե իրականում այն իր էությամբ ինչ է ներկայացնում իրենից: Չնայած նրան, որ տարբեր հեղինակների հետազոտություններում, ինչպես նաև գիտական կոնֆերանսներում տեղի ունեցած ելույթներում այս հասկացությունն օգտագործվում է բավականին հաճախ, սակայն իրականում դեռևս չկա «դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետություն» հասկացության հիմնավոր, միանշանակ սահմանում կամ բնորոշում:

Առանձին հեղինակների առաջարկած տարաբնույթ սահմանումների վերլուծության արդյունքում մեր կողմից առաջարկվել է դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության հետևյալ բնորոշումը.

- դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետությունն իրենից ներկայացնում է նրա առջև դրված խնդիրների և նպատակների իրագործման աստիճանը:

Դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության հիմնավոր վերլուծության և գնահատման համար անհրաժեշտ է նաև մշակել համապատասխան մեթոդաբանություն:

Վերլուծելով տարբեր հեղինակների կողմից առաջարկված մեթոդաբանությունների առավելությունները և թերությունները՝ մեր կողմից

առաջարկվել է⁷² դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության գնահատման հետևյալ ընդհանուր մեթոդաբանությունը.

- դրամավարկային ոլորտի ընդհանուր ելակետային իրավիճակի (հիմնական մակրոտնտեսական ցուցանիշներ, ռիսկեր, դրամավարկային քաղաքականության վրա ազդող արտաքին և ներքին գործոններ) վերլուծության իրականացում,

- դրամավարկային քաղաքականության կարճաժամկետ և երկարաժամկետ նպատակների ադեկվատության վերլուծություն՝ դրանցով պայմանավորված արդյունքների հետազոտության հիման վրա,

- դրամավարկային քաղաքականության սահմանված նպատակների և դրանց իրագործման համար կիրառված միջոցների հիմնավորվածության տեսական վերլուծություն,

- դրամավարկային քաղաքականության կիրառված միջոցների արդյունավետության գնահատում՝ ակնկալվող հետևանքների և փաստացի արդյունքների համեմատության միջոցով,

- դրամավարկային քաղաքականության նպատակների և խնդիրների իրականացման չափի գնահատում,

- դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության գործակցի հաշվարկ և ամփոփ գնահատում:

Դրամավարկային ոլորտի ընդհանուր ելակետային իրավիճակի վերլուծության առջև այս փուլում դրվում են հետևյալ նպատակները՝

- հիմնական մակրոտնտեսական ցուցանիշների ընթացիկ արժեքների և դրանց փոփոխման դինամիկայի գնահատում,
- տնտեսական կայունությանը և տնտեսության զարգացմանը սպառնացող ներքին ու արտաքին ռիսկերի գնահատում,

⁷² ԱՐԱՔՅԱՆԴ.Ժ. Դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության և դրա գնահատման տեսակետների պարզաբանման հարցերի շուրջ, Հայաստան. Ֆինանսներ և էկոնոմիկա, թիվ 3-4 (175-176), 2015թ. էջ 90-94

- տնտեսության վրա ազդող ներքին և արտաքին տնտեսական և ոչ տնտեսական տարբեր գործոնների ու տնտեսության վրա դրանց ազդեցության վերլուծություն,
- տնտեսության վրա ազդող գործոնների փոփոխման միտումների գնահատում:

Ելակետային իրավիճակի վերլուծության հիմնական նպատակը պետք է լինի գնաճի և գնաճային միջավայրի հնարավոր զարգացումների կանխատեսումը:

Դրամավարկային քաղաքականության նպատակների և թիրախների ադեկվատության վերլուծությունը պետք է կատարվի երկու մակարդակով: Նախ պետք է առաձին քննարկվի դրամավարկային քաղաքականության այս կամ այն նպատակի տեսական հիմնավորվածությունը և կոնկրետ երկրի համար դրա նպատակահարմարությունը, իսկ այնուհետև պետք է քննարկվի նպատակային ցուցանիշների արժեքների հիմնավորվածությունը: Դրամավարկային քաղաքականության նպատակների և թիրախների տեսական հիմնավորվածությունն անհրաժեշտ է քննարկել՝ դրանք դիտարկելով դրամավարկային քաղաքականության ընտրված ռազմավարության շրջանակներում:

Դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության վերլուծության հաջորդ փուլում պետք է վերլուծվի այդ քաղաքականության առջև դրված խնդիրների իրագործման չափը:

Դրամավարկային քաղաքականության առջև դրված հիմնական խնդիրը Հայաստանի Հանրապետության դեպքում գների կայունության ապահովումն է: Գների կայունությունը վերլուծելու նպատակով կիրառվում են գների ինդեքսները: Մակրոտնտեսական վերլուծության մեջ կիրառվող հիմնական գնային ինդեքսներն են Լասպեյրեսի, Պաաշեի և Ֆիշերի ինդեքսները: ՀՀ-ում սպառողական գների ինդեքսը հաշվարկելու համար կիրառվում է Լասպեյրեսի բանաձևի հետևյալ տարբերակը.

$$I_{on} = \frac{\sum \frac{P_{nj}}{P_{n-1,j}} \times P_{n-1,j} Q_{oj}}{\sum P_j Q_j} \quad (2.3.1)$$

$$\text{որտեղ՝ } P_{n-1,j} Q_{oj} = P_{oj} Q_{oj} \times \frac{P_{1j}}{P_{0j}} \times \frac{P_{2j}}{P_{1j}} \times \dots \times \frac{P_{n-1,j}}{P_{n-2,j}},$$

p_{ij} –ն՝ j – ռդ ապրանքի միջին գինն է i -երորդ բնակավայրում;

Q_i –ն՝ i -րդ բնակավայրի տեսակարար կշիռն է ընդամենը ՀՀ-ում, $\sum Q_i = 100$,

n – ը՝ տարրական ագրեգատի ապրանքի (ծառայության) ներկայացուցիչների՝ գների հարաբերական մեծությունների (ինդեքսային գործակիցների) քանակն է:⁷³

Բացի սպառողական գների ինդեքսից ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայությունը գների մակարդակի վերլուծության շրջանակներում հաշվարկում և հրապարակում է նաև.

- ՀՀ արդյունաբերողների արտադրանքի գների ինդեքսը (ԱԱԳԻ),
- բեռնափոխադրումների սակագների ինդեքսը,
- շինարարության գների ինդեքսը,
- շինմոնտաժային աշխատանքների գների ինդեքսը,
- գյուղմթերք արտադրողների իրացման գների ինդեքսը,
- գյուղատնտեսական արտադրության միջոցների գնման գների ինդեքսը
- արտաքին առևտրի գների (միավորի արժեքի) ինդեքսը:

Վերջիններս արտացոլում են ամբողջ արդյունաբերությունում, դրա առանձին ոլորտներում, ինչպես նաև գյուղատնտեսության և արտաքին առևտրի ոլորտում գների միջին մակարդակների փոփոխությունները:

ՀՀ ԱՎԾ կողմից հրապարակվող հիմնական գնային ինդեքսների վերջին տարիների դինամիկան ներկայացված է աղյուսակ 2.3.1 – ում:

⁷³ Գները և գների ինդեքսները Հայաստանի Հանրապետությունում 2004-2008թթ. , վիճակագրական ժողովածու, ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայություն, Երևան, 2009թ. , էջ 132

Գնային ինդեքսները (% նախորդ տարվա նկատմամբ)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Սպառողական գների ինդեքս	7.7	2.6	5.8	3	3.7	-1.4
Արդյունաբերողների արտադրանքի գների ինդեքս	9.1	7	4.7	8.5	-0.8	1.5
Բեռնափոխադրումների սակագների ինդեքս	-3.5	2.4	8.4	8	1.2	7.4
Կապիտալ շինարարության գների ինդեքս	6.4	-2.5	2.5	2.1	6.1	-1.8
Գյուղատնտեսական մթերքի իրացման գների ինդեքս	17.1	-5	-1	0.8	-19.5	-2.2
Գյուղ. տնտ. արտադր. միջոցների գնման գների ինդեքս	11.4	5.3	6.8	1.3	-0.6	-4.4

Ինչպես տեսնում ենք Աղյուսակ 2.3.1-ից, գնային ինդեքսների, այդ թվում սպառողական գների ինդեքսի արժեքները վերջին տարիներին զգալի տատանումներ են գրանցել: Ավելին, եթե սպառողական գների ինդեքսի արժեքները կարելի է համարել քիչ թե շատ ընդունելի, ապա մյուս ինդեքսների տատանումները շատ ավելի կտրուկ են, ուստի կարող ենք հավաստել, որ գների կայունության խնդրի լուծումը բացարձակ իմաստով Կենտրոնական բանկը չի կարողացել ապահովել: Մասնավորապես գնային ինդեքսների կտրուկ տատանումներ են արձանագրվել 2010, 2011, 2013 և 2015 թվականներին: Հետևաբար զուտ հիմնական խնդրի իրագործման տեսանկյունից նշված տարիներին ՀՀ Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականությունն արդյունավետ համարել չի կարելի:

Գների կայունության խնդրի իրագործման վերլուծության շրջանակներում պետք է դիտարկվի նաև ՀՀ ԿԲ կողմից գնային տարաբնույթ շուկերի ազդեցության վերահսկողության արդյունավետությունը: Վերջինիս մասին կարելի է պատկերացում կազմել ըստ եռամսյակների 12-ամսյա գնաճի և 12-ամսյա բնականոն գնաճի ցուցանիշների համեմատության միջոցով: Դիտարկենք վերոնշյալ ցուցանիշների կապը վերջին 3 տարիների տվյալների հիման վրա(տե՛ս աղյուսակ 2.3.2-ը):

12-ամսյա գնաճը և բնականոն գնաճն ըստ 2011-2017թթ.

Տարի	Եռամսյակ	12-ամսյա գնաճ	12-ամսյա Բնականոն գնաճ
1	2	3	4
2011	I	3.4	4.2
	II	6.5	5.5
	III	8.2	5.3
	IV	5.6	3.7
2012	I	3.8	1.8
	II	1.2	0.4
	III	1.5	1
	IV	4.6	2.8
2013	I	4.4	1.1
	II	-1.1	-1.8
	III	3.3	1.9
	IV	-0.1	0.7
2014	I	-2	-1.7
	II	-1.1	-1.8
	III	-1.9	-2.2
	IV	-1.1	-1.8
2015	I	-0.1	-0.9
	II	1.1	1.1
	II	-1.1	-1.8
	III	3.3	1.9
	IV	-0.1	0.7
2016	I	-2	-1.7
	II	-1.1	-1.8
	III	-1.9	-2.2
	IV	-1.1	-1.8
2017	I	-0.1	-0.9
	II	1.1	1.1

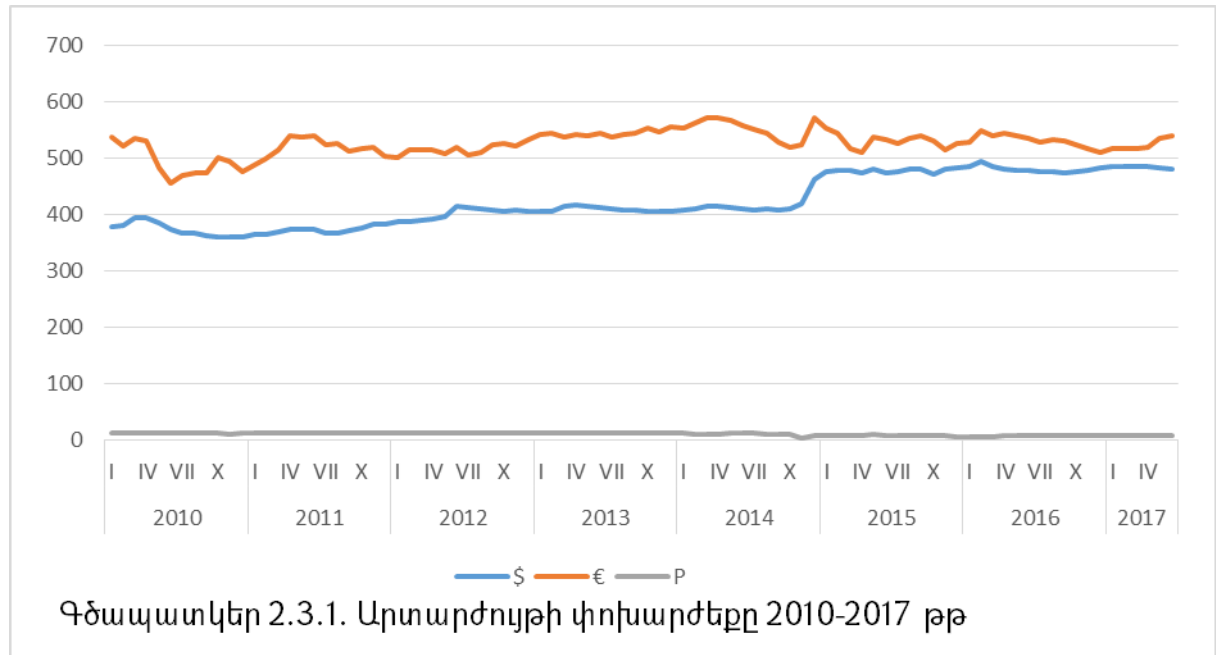
⁷⁴ Տվյալներն ըստ ՀՀ ԿԲ 2013 – 2017թթ. Գնաճի հաշվետվությունների:

Ինչպես տեսնում ենք Աղյուսակ 2.3.2-ից, բնականոն գնաճը հիմնականում գտնվել է դրա նպատակային հորիզոնի շրջանակներում, մինչդեռ գնաճի ընդհանուր ցուցանիշը զգալի շեղումներ է ունեցել: Հետևաբար Կենտրոնական բանկի գլխավոր խնդրի կատարումը մեծապես կախված է տարաբնույթ շուկերի ազդեցությունից: Փաստորեն, եթե Կենտրոնական բանկը կենտրոնանում է միայն գնաճի նպատակային ցուցանիշի կատարման վրա, ապա դրամավարկային քաղաքականության հիմնական գործառույթը դառնում է դրամավարկային տարաբնույթ շուկերի ազդեցության կառավարումը: Եվ դա այն պարագայում, երբ Կենտրոնական բանկի գործիքները շատ հաճախ ուղղակի ի վիճակի չեն լինում նշանակալի ազդեցություն ունենալու տնտեսության շուկային տատանումների վրա:

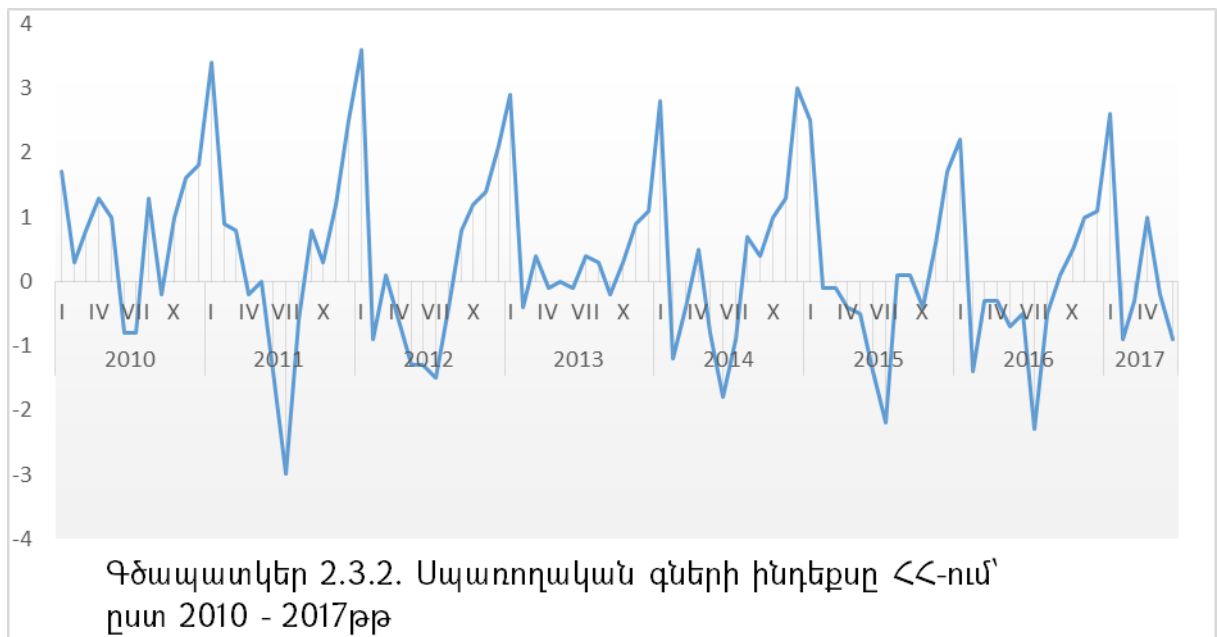
Այսպիսով, դրամավարկային քաղաքականության հիմնական խնդրի կատարման չափը գնահատելու համար անհրաժեշտ է մի կողմից համեմատել գնային ինդեքսների նպատակադրված արժեքները փաստացի ստացված արժեքների հետ, ինչպես նաև վերլուծության ենթարկել ներքին և արտաքին տարաբնույթ շուկերի ազդեցությունը տնտեսության, մասնավորապես գնաճային միջավայրի վրա:

Սակայն իրականում ինչպես ՀՀ Կենտրոնական բանկը, այնպես էլ ընդհանրապես, որևէ երկրի կենտրոնական բանկ չի կարող սահմանափակվել միայն գների կայունության կամ համապատասխան երկրի օրենսդրությամբ կենտրոնական բանկի առջև դրված այլ հիմնական խնդրի կատարմամբ: Իրականում կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականությունը՝ հարկաբյուջետային քաղաքականության հետ համատեղ ուղղված է լուծելու երկրի տնտեսության ընդհանուր կայունության և երկարաժամկետ զարգացման հիմնախնդիրները: Ուստի այս առումով զարմանալի չէ, որ շատ դեպքերում կենտրոնական բանկի ջանքերը փաստացի ուղղվում են ոչ միայն դրամավարկային քաղաքականության հիմնական խնդրի կատարմանը, այլև պաշտոնապես չնպատակադրված այլ խնդիրների լուծմանը: ՀՀ դեպքում նման

խնդիրներից կարելի է նշել մասնավորապես արտարժույթի փոխարժեքի հարաբերական կայունության ապահովումը:



Ի հաստատումն ասվածի՝ դիտարկենք արտարժույթի փոխարժեքի դինամիկան վերջին տարիներին(տե՛ս գծապատկեր 2.3.1-ը): Ինչպես երևում է գծապատկեր 2.3.1-ից, արտարժույթի, հատկապես ՌԴ ռուբլու և մասամբ նաև ԱՄՆ դոլլարի միջին ամսական փոխարժեքը բավականին երկար ժամանակահատվածներում գրեթե չի փոփոխվել, կամ էլ այդ փոփոխությունները եղել են աննշան: Իսկ եթե հաշվի առնենք նաև ՀՀ ներքին արժույթային շուկայի ծավալները, ապա պարզ է դառնում, որ Կենտրոնական բանկը նպատակադրված գնացել է արտարժույթի փոխարժեքի արհեստական կարգավորմանը, ինչը սկզբունքային հակասության մեջ է մտնում ՀՀ Կենտրոնական բանկի որդեգրած գնաճի նպատակադրման ռազմավարության, «Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկի մասին» ՀՀ օրենքի և վերջապես ՀՀ Սահմանադրության պահանջների, այն է՝ գների կայունության ապահովման խնդրի առաջնահերթության դրույթի հետ: Ասվածի ճշմարտացիության մեջ համոզվելու համար դիտարկենք նաև սպառողական գների ինդեքսի դինամիկան նույն ժամանակահատվածում (տե՛ս գծապատկեր 2.3.2-ը):



Ինչպես տեսնում ենք Գծապատկեր 2.3.2-ում, գների մակարդակը նշված ժամանակահատվածում ենթարկվել է նշանակալի տատանումների այն պարագայում, երբ արտարժույթի փոխարժեքի տատանումները նույն ժամանակահատվածում աննշան են եղել:

Իհարկե, արտարժույթի փոխարժեքի կայունության ապահովումը նույնպես կարելի է հասկանալ և հիմնավորել ինչպես տնտեսական, այնպես էլ սոցիալական, քաղաքական և այլ հանգամանքներից ելնելով: Սակայն զուտ ֆորմալ տեսանկյունից նշված տարիներին ՀՀ ԿԲ-ի կիրառած միջոցառումները պետք է համարել ոչ նպատակահարմար և անարդյունավետ:

Իհարկե, բացի ՀՀ Կենտրոնական բանկի վերոնշյալ խնդիրներից, դրամավարկային քաղաքականությունն ուղղված է լուծելու այլ խնդիրներ ևս: Նման խնդիրների շարքին կարելի է դասել տնտեսական աճի ապահովումը և գործազրկության մակարդակի կրճատումը:

Տնտեսական աճի գնահատման նպատակով կիրառվում են ինչպես քանակական, այնպես էլ որակական ցուցանիշներ:

Տնտեսական աճի քանակական գնահատման նպատակով հիմնականում օգտագործվում են Համախառն ներքին արդյունքի տարեկան աճի բացարձակ ցուցանիշը, կամ էլ տարեկան աճի տեմպը ամբողջ տնտեսության մակարդակով, կամ էլ մեկ շնչի հաշվով:

Դրամավարկային քաղաքականության մյուս ածանցյալ խնդիրը, ինչպես նշեցինք գործազրկության մակարդակի կրճատումն է կամ զբաղվածության աճը: Բացարձակ իմաստով դրամավարկային քաղաքականության նպատակը ի թիվս այլ նպատակների լրիվ զբաղվածության ապահովումն է:

Գործազրկության մակարդակը գործազուրկների տեսակարար կշիռն է տնտեսապես ակտիվ բնակչության կառուցվածքում: Գործազրկության մակարդակի գնահատման նպատակով տարբեր պետություններում կիրառվում են տարբեր ցուցանիշներ: Մասնավորապես խոսքը վերաբերում է «գործազուրկ» համարվող անձանց ներկայացվող պահանջներին, տնտեսապես ակտիվ բնակչության որոշման առանձնահատկություններին ինչպես նաև դրանց բացարձակ ցուցանիշների որոշման նպատակով կիրառվող վիճակագրական մեթոդներին:

Հայաստանի Հանրապետությունում գործազրկության մակարդակի վերջին տարիների դինամիկային մենք արդեն անդրադարձել ենք և պարզել, որ գործազուրկների թիվը Հայաստանում աճում է հաստատուն ձևով:

Հետևաբար, գործազրկության կրճատման խնդրի իրագործման տեսանկյունից ևս դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետությունը կարելի է համարել անբավարար:

Դրամավարկային քաղաքականության հիմնական և այլ խնդիրների իրագործման աստիճանի վերոնշյալ պատկերացումն ընդհանուր ձևով բնորոշում է դրա արդյունավետությունը: Սակայն վերլուծական աշխատանքներում առավել հստակ արդյունքներ ստանալու համար անհրաժեշտ ենք համարում այնպիսի մի ամփոփ ցուցանիշի մշակումը, որը թույլ կտա ստանալ դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության հստակ քանակական գնահատականը:

Նախ նշենք, որ մեր կարծիքով պետք է տարբերել դրամավարկային քաղաքականության բացարձակ և հարաբերական արդյունավետություն:

Բացարձակ արդյունավետության ներքո, մեր կարծիքով, պետք է հասկանալ դրամավարկային քաղաքականության իրացումն այնպես, որպեսզի առավելագույն չափով իրագործվեն դրա առջև դրված բոլոր խնդիրները:

Սակայն իրականում նման դրամավարկային քաղաքականության մշակում և իրագործում հնարավոր է միայն թղթի վրա: Իրականում ավելի տեղին է խոսել դրամավարկային քաղաքականության հարաբերական արդյունավետության մասին: Վերջինիս ներքո, ինչպես մենք նշել ենք վերևում, պետք է հասկանալ դրամավարկային քաղաքականության նպատակների իրագործման աստիճանը:

Դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության նման բնորոշումից ելնելով՝ դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետությունը ֆունկցիա է դրամավարկային քաղաքականության արդյունքներից, այսինքն գնաճի մակարդակից, տնտեսական աճի մակարդակից և գործազրկության մակարդակից: Վերջին միտքը մաթեմատիկորեն կարող ենք ներկայացնել հետևյալ կերպ.

$$EM = f(Y; \pi; u) \quad (2.3.5),$$

որտեղ՝

EM – ը դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետությունն է,

Y – ը տնտեսական աճը,

π – ն գնաճը,

u – ն գործազրկության մակարդակը:

Ընդ որում, ելնելով դրամավարկային քաղաքականության ընդհանուր տրամաբանությունից, դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետությունը կլինի բարձր, եթե.

- 1) տնտեսական աճը լինի հնարավորինս բարձր, այսինքն՝

$$Y \rightarrow +\infty \text{ կամ } \frac{1}{Y} \rightarrow 0,$$

- 2) գնաճի մակարդակը հավասար լինի նպատակային ցուցանիշին, այսինքն՝

$$\pi_t \rightarrow \pi_0, \text{ կամ } \Delta \pi = |\pi_0 - \pi_t| \rightarrow 0,$$

որտեղ՝ $\Delta \pi = |\pi_0 - \pi_t|$ – գնաճի մակարդակի շեղումն է նպատակային ցուցանիշից,

3) գործազրկության մակարդակը լինի հնարավորինս ցածր, այսինքն՝

$$u \rightarrow 0,$$

Ստացված երեք գործակիցների գումարն անվանենք դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության գործակից (K_{EM1}).

$$K_{EM1} = \frac{1}{Y} + \Delta \pi + u \quad (2.2.6),$$

Ելնելով վերջին բանաձևից՝ դրամավարկային քաղաքականությունը կհամարենք բացարձակ արդյունավետ, երբ՝

$$K_{EM1} = 0$$

Վերոնշյալներն իմաստավորելու համար ներկայացնենք դրամավարկային քաղաքականության բացարձակ արդյունավետության գործակցի հաշվարկը Հայաստանի համար ըստ 2007-2016թթ. (տես աղյուսակ 2.3.3-ը):

Աղյուսակ 2.3.3.

ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության բացարձակ արդյունավետությունն ըստ 2007 – 2016թթ.

Տարի	π	$\Delta \pi$	u	Y	$1/Y$	K_{EM1}
2007	4.6	0.6	16.6	13.8	0.07	17.27
2008	9	5	16.4	6.9	0.14	21.54
2009	3.4	0.6	18.7	-14.1	-0.07	19.23
2010	8.2	4.2	19	2.2	0.45	23.65
2011	7.7	3.7	18.4	4.7	0.21	22.31
2012	2.6	1.4	17.3	7.2	0.13	18.84
2013	5.8	1.8	16.2	3.3	0.3	18.3
2014	3	1	17.6	3.6	0.27	18.88
2015	3.7	0.3	18.6	3	0.33	19.23
2016	-1.4	5.4	18	0.2	5	28.4

Ինչպես տեսնում ենք Աղյուսակ 2.3.3-ի տվյալներից, բացարձակ արդյունավետության գործակիցը դիտարկվող ժամանակահատվածում նույնիսկ չի մոտեցել նպատակային 0 ցուցանիշին, ավելին նույնիսկ նվազելու միտում չունի, չնայած նրան, որ ճգնաժամային տարիներին դրա արժեքը զգալիորեն բարձրացել է: Կարելի նաև ասել, որ բացարձակ արդյունավետ դրամավարկային քաղաքականություն հնարավոր է միայն տեսականորեն: Գործնականում գործակիցը միշտ մեծ կլինի 0-ից: Ուստի պրակտիկ վերլուծությունների ժամանակ այս գործակցի նշանակությունը մեծ չի լինի:

Գործակցի գործնական նշանակության բարձրացման նպատակով կարելի է հաշվարկել դրա օպտիմալ մակարդակը: Վերջինս հիմնված կլինի գնաճի, գործազրկության և տնտեսական աճի միջին և օպտիմալ ցուցանիշների վրա:

Գնաճի օպտիմալ մակարդակի վերաբերյալ միանշանակ մոտեցում մասնագիտական գրականության մեջ չկա: Այսպես, Մ. Ֆրիդմանը կարծում էր, որ գնաճի օպտիմալ մակարդակը պետք է հաշվարկվի ելնելով իրական տոկոսադրույքի մակարդակից, և հավասար պետք է լինի նույն մեծության բացասական արժեքին:

Ք. Մալլիգանը և Խ. Սալա – ի – Մարտինը (Casey Mulligan and Xavier Sala-i-Martin, 1997) կարծում էին որ գնաճի օպտիմալ մակարդակը հավասար է տարեկան 1%-ի, Օ. Կոիբիոնը և Յ. Ֆ. Ուայլանդը⁷⁵ որ գնաճի տարեկան ցուցանիշը չպետք է գերազանցի 2%-ի սահմանը: Զ. Քանի⁷⁶ կարծիքով գնաճի օպտիմալ մակարդակը հավասար է 0,7 – 1,4%:

Միանշանակ մոտեցում այս հարցում չեն ցուցաբերում նաև տարբեր երկրների կենտրոնական բանկերը: Այսպես, ԱՄՆ կենտրոնական պահուստային համակարգի կողմից որպես գնաճի նպատակային մեծություն կիրառվում է 2%, Չինաստանի կենտրոնական բանկը նպատակադրում է գնաճի 3% մակարդակը, իսկ ՀՀ ԿԲ կողմից նպատակադրվում է գնաճի 4±1,5% մակարդակը: Մեր կողմից որպես գնաճի օպտիմալ մակարդակ հաշվարկների մեջ վերցվել է 4%-ը:

Մյուս կողմից որպես գնաճի միջին հաշվարկային մեծություն կարելի է վերցնել գնաճի միջին համաշխարհային ցուցանիշը, որը 2017թ. տվյալներով կազմել է 3,15% առաջիկա հնգամյակում հավասար է լինելու մոտ 3,25 տոկոսի, որը և կվերցնենք որպես գնաճի միջին հաշվարկային մեծություն:

Գործազրկության մակարդակի համար որպես հաշվարկային ցուցանիշ կարելի է վերցնել համաշխարհային միջին ցուցանիշը, որը համաձայն աշխատանքի միջազգային կազմակերպության վերջին տվյալների⁷⁷ կազմում է

⁷⁵ The Optimal Inflation Rate in New Keynesian Models Olivier Coibion, Yuriy Gorodnichenko, and Johannes F. Wieland NBER Working Paper No. 16093 June 2010, August 2010 JEL No. E3,E4,E5

⁷⁶ What Is the Optimal Inflation Rate? with George Kahn, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review, Second Quarter 2008

⁷⁷ World Employment and Social Outlook – Trends 2017, էջ 1

5,7-5,8 տոկոս: Այսպիսով որպես հաշվարկային մեծություն կարող են վերցնել 6 տոկոսը:

Որպես տնտեսական աճի հաշվարկային մեծություն կարելի է վերցնել համաշխարհային տնտեսության տարեկան աճի ցուցանիշը, որը վերջին տարիներին տատանվում է 3 տոկոսի շուրջը:

Ընդունենք, որ Կենտրոնական բանկը հատկապես փոքր տնտեսությամբ երկրի դեպքում իր գործիքների միջոցով միշտ էլ կարող է ապահովել հիմնական խնդրի՝ գների կայունության իրագործումը: Ուստի, եթե այդ խնդիրը չի իրագործվում, ապա տրամաբանական է ենթադրել, որ դրա նպատակը դրամավարկային քաղաքականության մյուս խնդրի՝ տնտեսական աճի ապահովումն է:

Այսպիսով, դրամավարկային քաղաքականության հարաբերական արդյունավետությունը կարելի ներկայացնել որպես ֆունկցիա գնաճի և տնտեսական աճի մակարդակից:

$$EM = f(Y; \pi)$$

Իսկ դրամավարկային քաղաքականության հարաբերական արդյունավետությունն այս դեպքում ցույց կտա, թե դրամավարկային քաղաքականության հիմնական խնդրի նպատակային ցուցանիշից փաստացի ցուցանիշի շեղումը որքանով է ապահովել մյուս խնդրի իրագործումը: Ելնելով սրանից դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության գործակիցը (K_{EM2}) կունենա հետևյալ տեսքը.

$$K_{EM2} = \frac{\Delta \pi}{Y}, \quad (2.3.7)$$

Երբ $K_{EM2} < 0$ նշանակում է երկրում գրանցվել է տնտեսական անկում, ուստի դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետությունը պետք է համարել անբավարար:

Երբ $K_{EM2} > 1$ նշանակում է գնաճի գրանցված մակարդակի շեղումը նպատակային ցուցանիշից եղել է ավելին քան, տնտեսական աճը, ինչն իր հերթին ենթադրում է, որ կամ գնաճի գրանցված ցուցանիշը չափից ավելի բարձր է եղել կամ էլ տնտեսական աճը եղել է չափից ավելի ցածր, հետևաբար

դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետությունը նույնպես պետք է համարել անբավարար:

Մյուս դեպքերում՝

$$\text{երբ } 0 \leq K_{EM2} \leq 1,$$

դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետությունը պետք է համարել բավարար:

Դրամավարկային քաղաքականության հարաբերական արդյունավետության գործակցի վերջին տարիների դինամիկան ներկայացված է Աղյուսակ 2.3.4-ում:

Աղյուսակ 2.3.4

Դրամավարկային քաղաքականության հարաբերական արդյունավետությունն՝
ըստ 2007 – 2016թթ.

Տարի	π	u	Y	π_0	$\Delta \pi$	K_{EM2}	Հարաբերական արդյունավետությունը
2007	4.6	16.6	13.8	4	0.6	0.04	Բավարար
2008	9	16.4	6.9	4	5	0.72	Բավարար
2009	3.4	18.7	-14.1	4	0.6	-0.05	Անբավարար
2010	8.2	19	2.2	4	4.2	1.91	Անբավարար
2011	7.7	18.4	4.7	4	3.7	0.79	Բավարար
2012	2.6	17.3	7.2	4	1.4	0.19	Բավարար
2013	5.8	16.2	3.3	4	1.8	0.54	Բավարար
2014	3	17.6	3.6	4	1	0.28	Բավարար
2015	3.7	18.6	3	4	0.3	0.1	Բավարար
2016	-1.4	18	0.2	4	5.4	27	Անբավարար

Ինչպես տեսնում ենք Աղյուսակ 2.3.4-ից, դրամավարկային քաղաքականության հարաբերական արդյունավետությունը դիտարկված ժամանակահատվածում եղել է հիմնականում բավարար՝ բացառությամբ երեք տարիների, որոնցից 2009թ. -ին ապահովվել է գնաճի նպատակային ցուցանիշը, սակայն գրանցվել է նախորդող տասնամյակի համար աննախադեպ 14,1% տնտեսական անկում, իսկ 2010թ. -ին և 2016-ին չի ապահովվել արդեն գնաճի նպատակային ցուցանիշը:

Այսպիսով, դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետությունը հանդիսանում է այդ քաղաքականության դերը բնորոշող կարևորագույն չափանիշներից մեկը: Դրա վերլուծության նպատակով հիմք պետք է ընդունել դրամավարկային քաղաքականության առջև դրված խնդիրների իրագործումը: Ընդ որում արդյունավետությունը կարելի է գնահատել ինչպես ընդհանուր մակրոտնտեսական ցուցանիշների դինամիկայի վերլուծության, այնպես էլ՝ արդյունավետությունը բնութագրող գործակիցների միջոցով:

ԳԼՈՒԽ III. ՀՀ ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԱՐԴՅՈՒՆՔՆԵՐԻ ԳՆԱՀԱՏՄԱՆ ԲԱՐԵԼԱՎՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ

3.1. ՀՀ մակրոտնտեսական հիմնական ռիսկերը և դրանց բնորոշ առանձնահատկությունները դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների գնահատման համատեքստում

ՀՀ Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության հիմնական նպատակը, ինչպես նշել ենք, գների կայունության ապահովումն է: Բացի այդ այն ուղղված է տնտեսության զարգացման և գործազրկության կրճատման խնդիրների լուծմանը: Այնուամենայնիվ, այս հիմնական խնդիրների լուծման հետ մեկտեղ Կենտրոնական բանկը դրամավարկային քաղաքականության վարման ընթացքում ստիպված է լուծել նաև մի շարք այլ փոքր խնդիրներ: Ընդ որում այս խնդիրների կազմը և բովանդակությունը տնտեսության զարգացման հետ անընդհատ փոփոխվում է:

ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության առջև ներկայումս ծառացած են 5 հիմնական խնդիրներ, այդ թվում՝

1. Դոլլարիզացիայի բարձր մակարդակը,

Զնայած ՀՀ Կենտրոնական բանկին վերջին տարիներին հաջողվել է լիարժեք կերպով ներդնել ազգային արժույթը և ապահովել դրա հարաբերական կայունությունը, ՀՀ դրամի ներդրման սկզբնական շրջանում դրա արժեզրկման ծայրահեղ բարձր տեմպերը հանգեցրին բնակչության շրջանում ազգային արժույթի նկատմամբ անվստահության որոշակի մակարդակի ձևավորմանը, որի հետևանքով Հանրապետությունում սկսվեց դոլլարիզացիայի գործընթաց: Դոլլարիզացիայի բարձր մակարդակին նպաստեցին նաև ազգային տնտեսության մեջ արտաքին տրանսֆերտների զգալի կշիռը: Եվրասիական Զարգացման բանկի վերջին հետազոտությունների⁷⁸ համաձայն՝ վերջին տասնամյակի ընթացքում Հայաստանի Հանրապետությունը պատկանում է

⁷⁸ Денежно-кредитная политика государств — членов ЕАЭС: текущее состояние и перспективы координации.— М.: ЕЭК, СПб.: ЦИИ ЕАБР, 2017. — 148 с., էջ 120

Եվրոպայի առավել բարձր դոլարիզացիայի մակարդակ ունեցող երկրների թվին և այս ցուցանիշով զիջում է միայն Ղազախստանին և Բելոռուսին:

Դոլարիզացիայի բարձր մակարդակն ու դրա նվազեցման իրական հնարավորությունների բացակայությունը ուժեղացնում է ՀՀ տնտեսության վրա արտաքին ռիսկերի ազդեցության ուժգնությունը, ինչում մենք ևս մեկ անգամ համոզվեցինք վերջին տարիներին համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամի և դրան հաջորդած ցնցումների պայմաններում:

2. Կենտրոնական բանկի անկախության խնդիրները,

Ցանկացած երկրի Կենտրոնական բանկի անկախությունը հանդիսանում է դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության կարևորագույն պայմաններից մեկը, իսկ դրա ապահովման համար անհրաժեշտ պայմանները սովորաբար սահմանվում են օրենսդրական մակարդակով: ՀՀ Կենտրոնական բանկի գործունեությունը կարգավորող նորմատիվային բազայով ապահովվում է ՀՀ Կենտրոնական բանկի անկախության բավականին բարձր մակարդակ (համենայն դեպս ֆորմալ առումով), սակայն այնուամենայնիվ ՀՀ Կենտրոնական բանկն առաձին հետազոտությունների⁷⁹ համաձայն անկախության ցուցանիշներով զիջում է Եվրոպայի և ԱՊՀ գոտու պետությունների մեծ մասին (Տես Հավելված 6-ը): Կենտրոնական բանկի անկախության բարձրացումը մեր կարծիքով առաջիկա տարիներին պետք է հանդիսանա նրա առաջնահերթ խնդիրներից մեկը:

3. Բնակչության վստահության ցածր մակարդակը:

ՀՀ ԿԲ-ի կողմից, ինչպես նշել ենք, ապահովվում է գործունեության թափանցիկության բավականին բարձր մակարդակ: Մյուս կողմից ՀՀ ԿԲ-ը վերջին տարիներին համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամի և դրան հաջորդած բացասական զարգացումների պայմաններում կարողացել է հասնել բավականին դրական արդյունքների՝ ապահովելով Հանրապետության ֆինանսական համակարգի հարաբերական կայունությունը: Այս պայմաններում

⁷⁹ Трунин Павел Вячеславович. Анализ независимости центральных банков РФ, стран СНГ и Восточной Европы / Трунин П.В., Князев Д.А., Сатдаров А.М.. – М. : ИЭПП, 2010. – 76 с. : ил. – (Научные труды / Ин-т экономики переходного периода; № 133Р)., էջ 57-59

առնվազն անբնական է թվում ՀՀ ԿԲ-ի նկատմամբ բնակչության վստահության ոչ բավարար մակարդակը⁸⁰, ինչը մեր կարծիքով պայմանավորված է դրա գործունեության մասին Հանրապետության բնակչության գերակշռող մեծամասնության մոտ տարրական գիտելիքների և տեղեկացվածության բացակայությամբ:

4. Դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարության խնդիրները.

ՀՀ ԿԲ-ի դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության վրա զգալի ազդեցություն ունի դրա ռազմավարությունը: ՀՀ ԿԲ կողմից պաշտոնապես որդեգրվել են գնաճի լիարժեք նպատակադրման և լողացող փոխարժեքի քաղաքականությունները: Որոնց պայմաններում Կենտրոնական բանկը բաց է թողնում արտարժույթի փոխարժեքը և փորձում ապահովել գնաճի նպատակադրված մակարդակը: Այնուամենայնիվ մեր հետազոտությունները ցույց են տվել, որ ՀՀ Կենտրոնական բանկը պարբերաբար շեղվել է այս մոտեցումից:

Այս հանգամանքը, ինչպես նաև գնաճի լիարժեք նպատակադրմանը խանգարող օբյեկտիվ հանգամանքների առկայությունը ենթադրում են, որ դրամավարկային քաղաքականության ընտրված ռազմավարությունը դեռևս պետք է լուրջ վերլուծության և վերաարժևորման ենթարկվի :

5. տնտեսական ճգնաժամերը և. ֆինանսական կայունության խնդիրները.

Ընդունված մոտեցման համաձայն տնտեսական ճգնաժամերը ոչ միայն հանդիսանում են շուկայական տնտեսության անբաժանելի ու անխուսափելի տարրը, այլև օգնում են հայտնաբերելու և վերացնելու տնտեսության թույլ հատվածները: Ավելին, տնտեսական ճգնաժամերի լիարժեք հաղթահարումը որպես կանոն պայմանավորվում է համաշխարհային տնտեսության կառուցվածքի և կիրառվող տեխնոլոգիաների որակական փոփոխմամբ:⁸¹ Սակայն 2008թ. համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամի հաղթահարման

⁸⁰ ԱՐԱՔՅԱՆ Դ.Ժ. ՀՀ Մակրոտնտեսական հիմնական դիսկերը և դրանց բնորոշ առանձնահատկությունները, Հայաստան. Ֆինանսներ և էկոնոմիկա, թիվ 9-10 (193-194), 2016թ. էջ 109-112

⁸¹ Макроэкономика: основы экономической теории, под ред. Андреева С. И. - М.: Инфра-М, 2007. - 348 с., էջ 311

նպատակով կիրառված միջոցներն ավելի շատ ֆորմալ, քանակական բնույթ ունենին: Դրանք ըստ էության ոչ թե ուղղված էին խնդիրների հաղթահարմանը, այլև դրանց հետևանքների ժամանակավոր չեզոքացմանը: Այստեղից էլ կարելի է ենթադրել, որ ապագայում ճգնաժամերը կրկնվելու են և այն էլ՝ ոչ պակաս ուժգնությամբ:

Մյուս կողմից համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամը և դրան հաջորդած Եվրոպական ու ռուսական ճգնաժամերը ցույց տվեցին, որ ՀՀ տնտեսությունը ծայրահեղ անպաշտպան է տնտեսական ճգնաժամերի ազդեցության նկատմամբ:

Այս պայմաններում ՀՀ Կենտրոնական բանկի և ՀՀ Կառավարության կողմից պետք է լուրջ վերլուծության ենթարկվեն ճգնաժամերի դեմ պայքարի ունեցած ազգային ու համաշխարհային փորձը՝ երկրի տնտեսության ֆինանսական կայունության բարձրացման նպատակով:

Վերոնշյալ խնդիրների լուծման ընթացքում ՀՀ Կենտրոնական բանկը, ի թիվս այլ գործառնությունների, պետք է զբաղվի նաև տնտեսության տարաբնույթ ռիսկերի կառավարման խնդրով:

Ցանկացած երկրի, այդ թվում՝ Հայաստանի տնտեսության զարգացումն ուղեկցվում է որոշակի խումբ արտաքին ու ներքին ռիսկերի ազդեցությամբ, որոնց կառավարման արդյունավետությունից մեծապես կախված են մակրոտնտեսական քաղաքականության և մասնավորապես դրամավարկային քաղաքականության հաջողությունները:

Ռիսկը կորստի պոտենցիալ, քանակապես չափելի հնարավորություն է կամ էլ անբարենպաստ իրավիճակների և հետևանքների առաջացման հետ կապված անորոշությունը:⁸² Տնտեսագիտության մեջ ռիսկը նյութական կորուստներ կրելու, եկամուտներ (շահույթ) չստանալու կամ էլ սպասվածից ավելի քիչ ստանալու հավանականությունն է:

Տնտեսական ռիսկի բոլոր տեսակները կարելի է պայմանականորեն բաժանել մակրոտնտեսական և միկրոտնտեսական ռիսկերի:

⁸² Гранатуров В.М. Экономический риск: сущность, методы измерения, пути снижения. М., 1999, էջ 6

Մակրոտնտեսական ռիսկն անբարենպաստ մակրոտնտեսական իրավիճակների առաջացման հավանականությունն է:

Գոյություն ունեն մակրոտնտեսական ռիսկերի բազմաթիվ դասակարգումներ՝ ըստ բնույթի, ըստ առաջացման աղբյուրների, ըստ հետևանքների մասշտաբի և այլն:⁸³

Ըստ առաջացման աղբյուրների մակրոտնտեսական ռիսկերը բաժանվում են 2 խոշոր խմբերի՝ արտաքին տնտեսական ռիսկեր և ներքին տնտեսական ռիսկեր:

Արտաքին տնտեսական ռիսկերը ներառում են տեղեկատվական, քաղաքական, երկրային, միջազգային, ֆինանսական ռիսկերը և այլն, իսկ ներքին տնտեսական ռիսկերի շարքին են դասվում տեղեկատվական, նորարարական, քաղաքական, ֆինանսական, ռեսուրսային, ներդրումային և այլ ռիսկեր:

Մասնագետների կողմից առանձնացվում են ներքին և արտաքին մակրոտնտեսական ռիսկերի մի քանի տասնյակ տարատեսակներ: Մեր կատարած հետազոտությունների ընթացքում ՀՀ տնտեսությանը սպառնացող հիմնական ռիսկերի շարքում դիտարկել ենք տեղեկատվական ռիսկը, երկրային ռիսկը, միջազգային կամ գլոբալ ռիսկերը, ֆինանսական ռիսկերը և քաղաքական ռիսկերը:

Տեղեկատվական ռիսկը (Information risk) տեղեկատվական հոսքերի վատ կազմակերպման կամ նպատակային խախտման հետևանքով տնտեսական կորուստներ ունենալու հավանականությունն է:

Առանձին հեղինակների կողմից⁸⁴ առաջարկվում է տեղեկատվական ռիսկի շուրջ 2 տասնյակ տարբեր բաղադրիչներ: Վերջիններիս տակ տարբեր հեղինակներ ներառում են ինչպես տեղեկատվության հետ կապված վտանգների առաջացման աղբյուրները, այնպես էլ դրանց ազդեցության հնարավոր հետևանքները:

⁸³ Панкратов А.П. Классификация экономических рисков// Вестник НПИ. - 2013. - №2. Стр 95-100

⁸⁴ Տե՛ս՝ Спильниченко В.К. (2013), Завгородний В.И. (2006), John Wurzler (2013) և այլն:

Երկրային ռիսկը (Country risk) կարելի է բնորոշել որպես հավանականությունն այն բանի, որ օտարերկրյա կազմակերպությունների հետ, կամ արտաքին շուկայում գործունեություն իրականացնող տնտեսավարող սուբյեկտները տնտեսական կամ ոչ տնտեսական պատճառներով կկրեն ֆինանսական կորուստներ:⁸⁵ Երկրային ռիսկերի մեջ մտնում են արտարժույթային ռիսկը, տոկոսային (տոկոսադրույքի) ռիսկը, գնաճային ռիսկը, շրջանառելիության ռիսկը, պայմանագրային պարտավորությունների չկատարման ռիսկը և այլն:

Միջազգային կամ գլոբալ ռիսկերը (Global risks) կարելի է բնորոշել որպես համաշխարհային տնտեսական գործընթացների ազդեցությամբ տնտեսական կորուստների հավանականություն կամ էլ՝ որպես որոշակի տնտեսական սպառնալիքների առաջացման հավանականություն:⁸⁶ Այդպիսի սպառնալիքների շարքին են դասվում աշխարհի՝ առաջատար տնտեսությունների ճգնաժամերը, հիմնական ֆինանսական կազմակերպությունների և մեխանիզմների աշխատանքի խափանումները, բարձր գործազրկությունը, ռեսուրսների գների տատանումները, ենթակառուցվածքների խափանումները և այլն:

Ֆինանսական ռիսկը կարելի է բնորոշել որպես ֆինանսական գործիքների տիրապետման և օգտագործման արդյունքում կորուստներ կրելու հավանականություն:⁸⁷ Տարբեր հեղինակների կողմից⁸⁸ առանձնացվում են ֆինանսական ռիսկերի մի շարք տարատեսակներ, այդ թվում՝ վարկային, ներդրումային, արտարժույթային, իրացվելիության, տոկոսային, գործառնական, ժամանակային, գնաճային, նորմատիվային և այլն:

⁸⁵ Шепелев О. М., Сутягин В. Ю. Страновой риск в деятельности иностранного инвестора, “Социально-экономические явления и процессы” №13, ФГБОУ ВПО «Тамбовский государственный университет имени Г. Р. Державина» 2013г., 211с., էջ 139-144

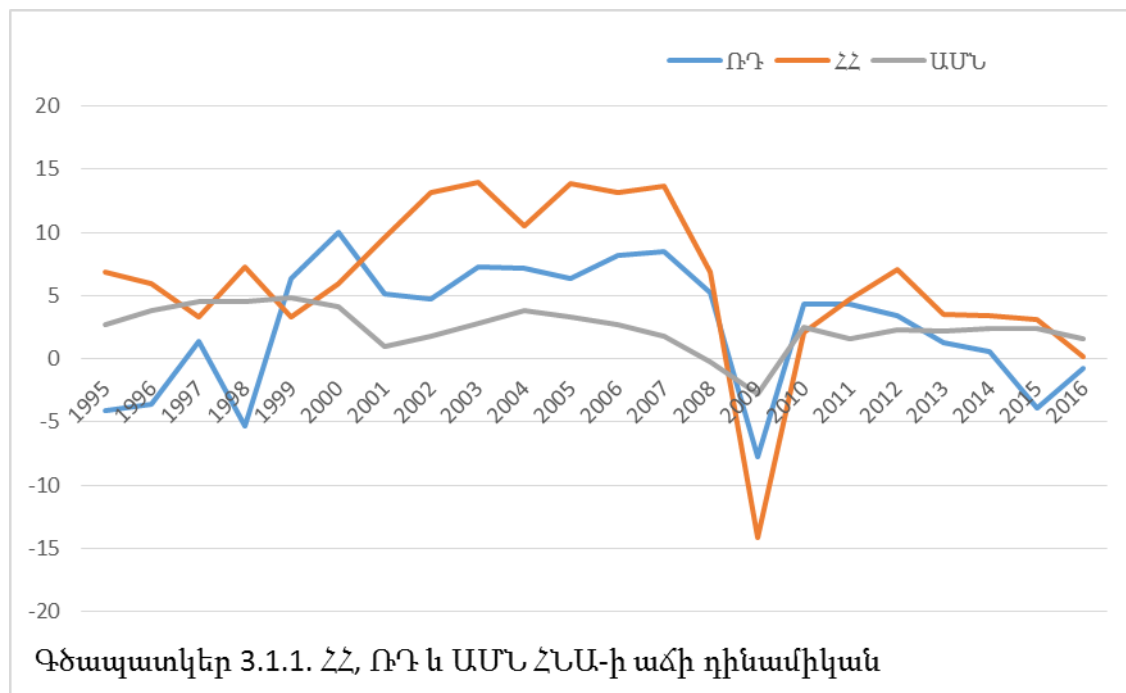
⁸⁶ Տես՝ . Иванов О. Б. Глобальные риски и экономические тенденции в современном мире // ЭТАП: экономическая теория, анализ, практика. – 2014. – № 1. – էջ 18–33.

⁸⁷ Байдина, О. С. Финансовые риски: природа и взаимосвязь / О. С. Байдина, Е. В. Байдин // Деньги и кредит. – 2010. – N 7. – С. 29-32.

⁸⁸ М. Woods, К. Dowd (2008), Байдина, О. С. (2010), А.М. Литовских (1999) և այլն:

Քաղաքական ռիսկը բնորոշվում է որպես ցանկացած քաղաքական իրադարձության կայանալը, որը կարող է հանգեցնել տնտեսվարողների եկամուտների կամ ակտիվների կորստին:⁸⁹ Քաղաքական ռիսկերը, կախված առաջացման աղբյուրից, բաժանվում են արտաքին և ներքին քաղաքական ռիսկերի: Արտաքին քաղաքական ռիսկերն, ըստ էության հանդիսանում են երկրային և միջազգային ռիսկերի քաղաքական բաղադրիչների ամբողջությունը, որոնց արդեն անդրադարձել ենք նախորդիվ, իսկ երբին քաղաքական ռիսկերը ներառում են երկրի ներքին քաղաքական համակարգի ցանկացած փոփոխություն, որը կարող է բացասաբար անդրադառնալ երկրի տնտեսության վրա:

ՀՀ տնտեսության վրա երկրային ռիսկերի ազդեցության մասշտաբները և դրանց փոփոխման դինամիկան գնահատելու նպատակով ուղղակի դիտարկենք վերջին տարիների ՀՀ, ԱՄՆ և ՌԴ ՀՆԱ տարեկան աճի ցուցանիշները (տե՛ս գծապատկեր 3.1.1-ը): Բերված գծապատկերի տվյալները վկայում են, որ ՀՀ-ում և նրա 2 խոշորագույն գործընկերների տնտեսական աճի ցուցանիշների միջև ակնհայտ է զգալի փոխկապվածություն: Այս պնդումը հիմնավորելու նպատակով կատարել ենք կոռելյացիայի գործակցի հաշվարկ:



⁸⁹ Franklin R. Root “Analyzing political risks in international business” in The Multinational Enterprise in Transition, edited by A. Kapoor and Philip D. Grub, Princeton: Darwin Press, 1972, էջ 354-365

Նախ և առաջ հաշվարկը կատարվել է վերջին 20 տարիների համար: Արդյունքում պարզվել է, որ ՀՀ և ՌԴ ՀՆԱ աճի տեմպերի միջև առկա է միջին վիճակարական կապ, իսկ կոռելյացիայի գործակիցները ՀՀ և ՌԴ, ինչպես նաև ՀՀ և ԱՄՆ համապատասխան ցուցանիշների միջև կազմել են համապատասխանաբար՝ 0,638 և 0,451:

Այնուհետև նույնանման հաշվարկ կատարվել է վերջին 10 տարիների համար, և արդյունքում պարզվել է, որ ՀՀ և ՌԴ, ինչպես նաև ՀՀ և ԱՄՆ համապատասխան ցուցանիշների միջև վիճակագրական կապը զգալիորեն ավելի բարձր է դարձել, իսկ կոռելյացիայի գործակիցը կազմել է համապատասխանաբար 0,899 և 0,744: Այստեղից կարելի է եզրակացնել, որ ՀՀ տնտեսությունը գնալով ավելի շատ է կրում իր հիմնական առևտրային գործընկերների տնտեսություններում կատարված տեղաշարժերի ազդեցությունը, ավելին այս ազդեցությունը հատկապես ուժեղ է ՌԴ դեպքում: Սա մի կողմից պայմանավորված է միջազգային շուկային ՀՀ տնտեսության ինտեգրման գործընթացներով, իսկ մյուս կողմից՝ ՀՀ տնտեսության կառուցվածքային առանձնահատկություններով:

Միջազգային ռիսկերից ՀՀ տնտեսության համար հատկապես մեծ վտանգ են ներկայացնում աշխարհի առաջատար տնտեսությունների ճգնաժամերը, հիմնական ֆինանսական կազմակերպությունների և մեխանիզմների աշխատանքի խափանումները, ռեսուրսների գների տատանումներն ու ենթակառուցվածքների խափանումները:

Աշխարհի առաջատար պետություններից մեկի կամ մի քանիսի տնտեսությունում առաջացող տնտեսական ճգնաժամերի ազդեցությունը ՀՀ տնտեսության վրա ակնհայտորեն երևաց 2015 – 2016 թվականներին, երբ ՌԴ նկատմամբ տնտեսական պատժամիջոցների կիրառման արդյունքում զգալի անկում նկատվեց ՀՀ տնտեսության մի շարք ճյուղերում:

Միջազգային ֆինանսական և տնտեսական կազմակերպությունների գործունեությունը Հայաստանի տնտեսության վրա ազդեցություն է թողնում հիմնականում մեծածավալ ներդրումային ծրագրերի միջոցով, որի շնորհիվ ոչ

միայն խթանվում է ՀՀ ներքին պահանջարկը, այլ նաև կարգավորվում է վճարային հաշվեկշիռը: Այդպիսի ֆինանսական կազմակերպությունների շարքին կարելի է դասել.

- Համաշխարհային բանկը,
- Արժույթի միջազգային հիմնադրամը,
- Առևտրի համաշխարհային կազմակերպությունը և այլն:

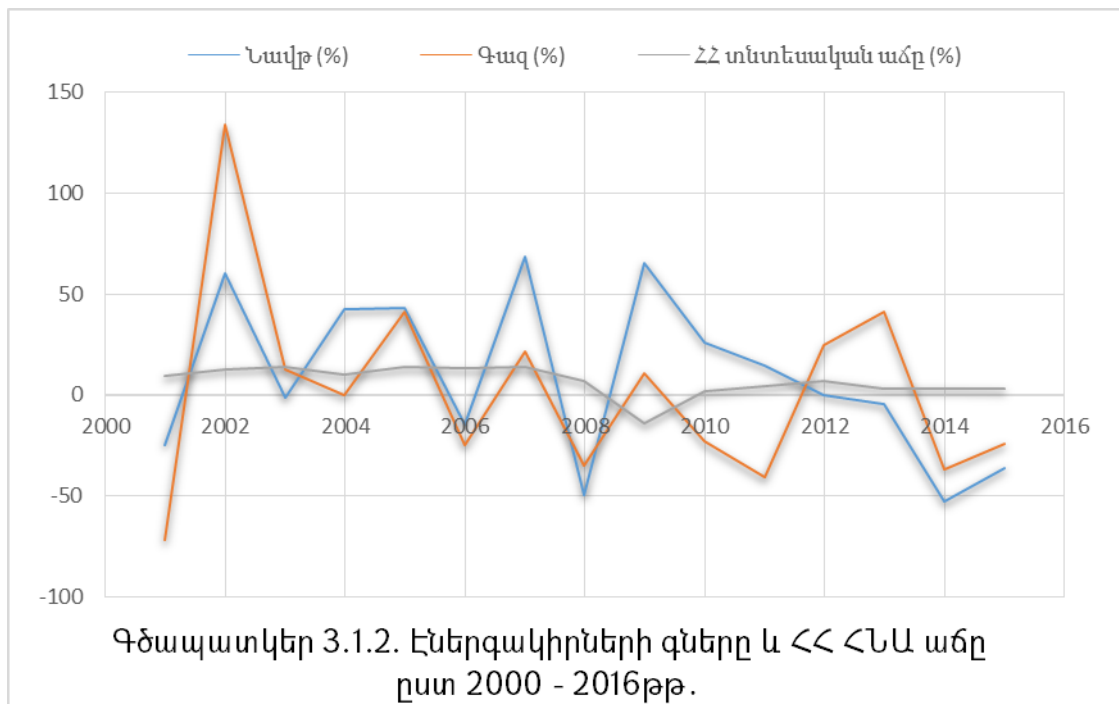
Բավական է նշել, որ այս կազմակերպությունների կողմից կատարված և ներկայումս իրականացվող ծրագրերով Հայաստանին տրամադրվել է մոտ 3 մլրդ ԱՄՆ դոլլար՝ զգալիորեն նպաստելով ՀՀ տնտեսության զարգացմանը:

Ենթակառուցվածքների խափանումների հետ կապված ռիսկերն ընդհանուր ձևով կարելի է բնորոշել, որպես այդ խափանումների հետևանքով տնտեսական կորուստներ կրելու հավանականությունը:

ՀՀ դեպքում այս ռիսկերն ընդգրկում են ավտոճանապարհային և երկաթուղային հաղորդակցության խափանումները, օդային ուղևորա- և բեռնափոխադրումների և գազատարների աշխատանքի խափանումները, ինտերնետ կապի խափանումները և այլն:

Ռեսուրսային ռիսկը ռեսուրսների գների տատանման հետևանքով տնտեսական վնասներ կրելու հետ կապված ռիսկն է: Ռիսկի այս տարատեսակը զգալի ազդեցություն ունի ՀՀ տնտեսության վրա, քանի որ շատ ռեսուրսների գծով, այդ թվում՝ նավթ և նավթամթերքներ, գազ, հացահատիկ և այլուր, բուսական յուղ, շաքարավազ և այլն, Հայաստանի Հանրապետությունը հանդիսանում է ներկրող:

Սակայն ռեսուրսների գների ազդեցության բնույթը ՀՀ տնտեսության վրա այդքան էլ պարզ ու միանշանակ չէ (տե՛ս գծապատկեր 3.1.2-ը):



Ինչպես տեսնում ենք Գծապատկեր 3.1.2-ից, երկարաժամկետ հատվածում էներգակիրների ազդեցությունը ՀՀ տնտեսության վրա ակնհայտ չէ: Ավելին, նույնիսկ կարճաժամկետ հատվածում դրանց ազդեցությունը ընդգծված չի երևում, քանի որ միջազգային գների ազդեցությունը ներքին սակագների վրա անուղղակի է և իրականացվում է միայն հանրային ծառայությունները կարգավորող հանձնաժողովի որոշման հիման վրա: Միաժամանակ ավելի կտրուկ ՀՀ տնտեսությունն արձագանքում է նույն էներգակիրների ներքին սակագների փոփոխություններին, որոնք համապատասխան ազդեցություն են ունենում տնտեսական աճի և գնաճի տեմպի վրա: Այս հանգամանքը բազմիցս ընդգծվել է ՀՀ ԿԲ-ի մասնագետների կողմից դրամավարկային քաղաքականության հաշվետվություններում:

Ֆինանսական ռիսկը կարելի է բնորոշել որպես ֆինանսական գործիքների տիրապետման և օգտագործման արդյունքում կորուստներ կրելու հավանականություն:⁹⁰ Տարբեր հեղինակների կողմից⁹¹ առանձնացվում են ֆինանսական ռիսկերի մի շարք տարատեսակներ, այդ թվում՝ վարկային,

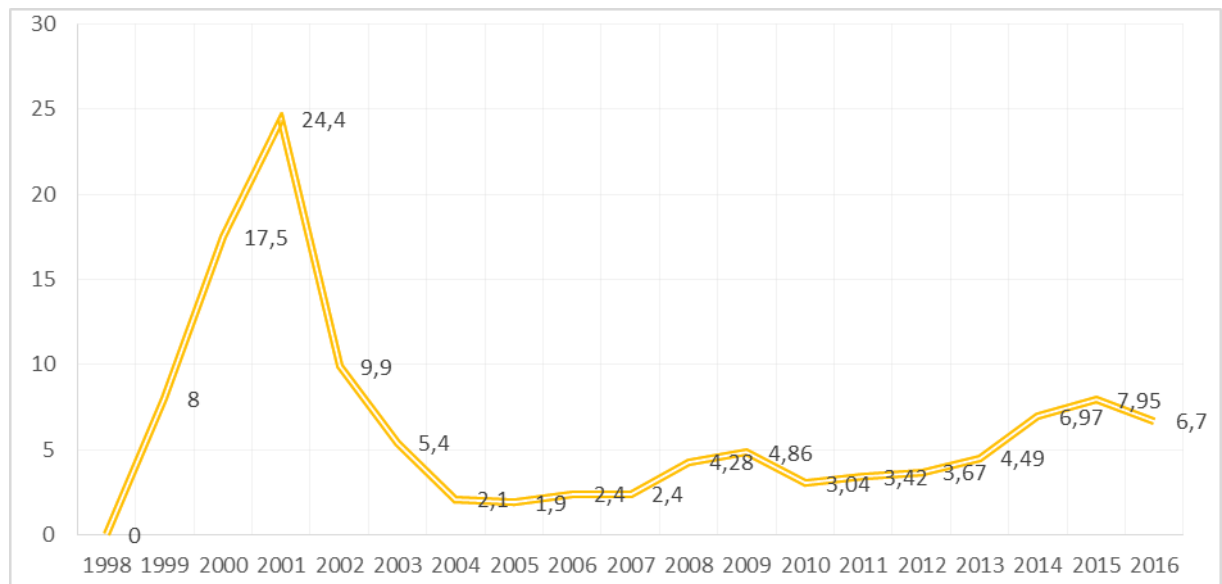
⁹⁰ Байдина, О. С. Финансовые риски: природа и взаимосвязь / О. С. Байдина, Е. В. Байдин // Деньги и кредит. - 2010. - N 7. - С. 29-32.

⁹¹ М. Woods, К. Dowd (2008), Байдина, О. С. (2010), А.М. Литовских (1999) և այլն:

ներդրումային, արտարժութային, իրացվելիության, տոկոսային, գործառնական, ժամանակային, գնաճային, նորմատիվային և այլն:

Արտարժութային ռիսկերը կարելի է բնորոշել որպես արտարժույթի փոխարժեքի տատանումների արդյունքում կազմակերպությունների տնտեսական կորուստների հավանականությունը: Դրանք զգալի ազդեցություն ունեն ՀՀ տնտեսության վրա՝ նախ և առաջ պայմանավորված ՀՀ ԿԲ կողմից վարվող «լողացող կուրսի» քաղաքականությամբ, որի պայմաններում արտարժույթի փոխարժեքի փոփոխություններն ուղղակի անկանխատեսելի են (կամ առնվազն դժվար կանխատեսելի):

Վարկային ռիսկը հանդիսանում է կազմակերպությունների գործունեության հետ կապված հիմնական ռիսկերից մեկը: Այն իրենից ներկայացնում է հավանականությունն այն բանի, որ կազմակերպությունը (վարկառուն) չի կարողանա կատարել իր՝ վարկատուների նկատմամբ ստանձնած պարտավորությունները:⁹²



Գծապատկեր 3.1.3. ՀՀ չաշխատող վարկերի ցուցանիշը՝ ըստ 1998-2016թթ.:

Վարկային ռիսկի մասին որոշակի պատկերացում տալիս է այսպես կոչված «Չաշխատող վարկերի ցուցանիշը» (NPL - Non-performing loans), որը յուրաքանչյուր տարի հաշվարկվում ու հրապարակվում է Համաշխարհային

⁹² А.М. Литовских ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ Конспект лекций. Таганрог: Изд-во ТРТУ, 1999. - 76с. էջ 20

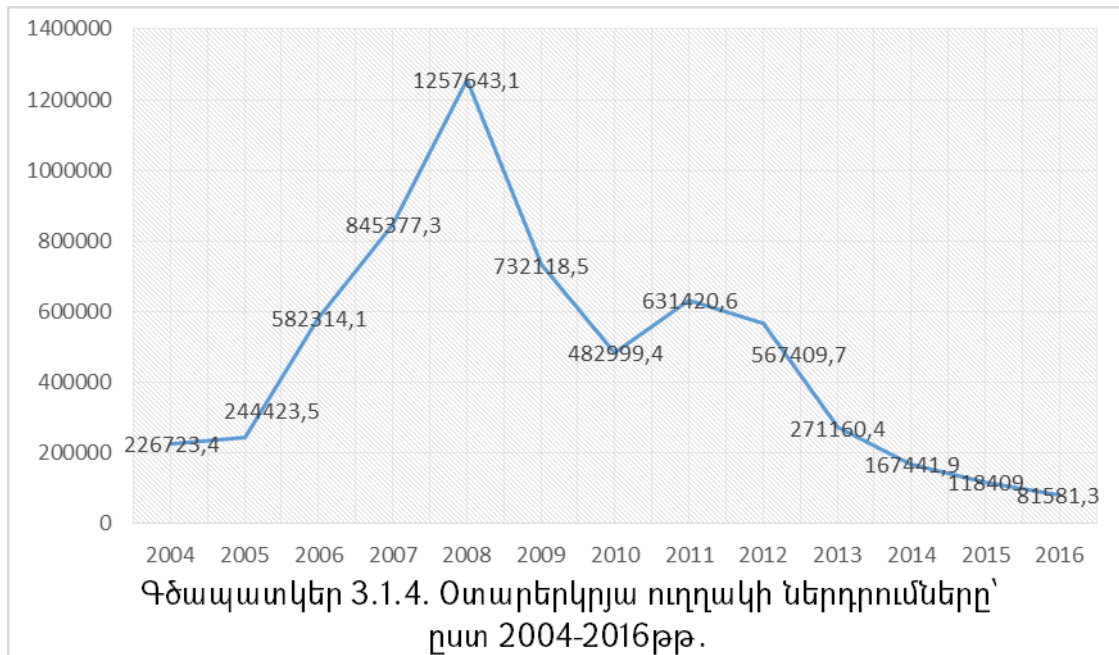
բանկի կողմից և իրենից ներկայացնում է տվյալ տարվա ընթացքում երկրում գործող բանկերի կողմից տրված վարկերի մեջ ժամկետանց վարկերի տեսակարար կշիռը (տե՛ս գծապատկեր 3.1.3-ը):

Գծապատկեր 3.1.3-ից պարզ է դառնում, որ ՀՀ բանկային համակարգի «չաշխատող վարկերի ցուցանիշը» վերջին տարիների ընթացքում զգալի փոփոխություններ է կրել: Բացի այդ, գծապատկերից կարելի է նկատել, որ ժամկետանց վարկերի տեսակարար կշիռը ավելանում է հատկապես տնտեսական ճգնաժամների կամ տնտեսության աճի դանդաղացման ժամանակ: Ընդ որում, եթե 2002-2008թթ. ժամանակաշրջանում ցուցանիշն ունեցել է նվազման միտում, ապա դրան հաջորդող տարիներին այն փոփոխվել է աճի միտումով, այսինքն վարկային ռիսկերն աճել են: Նկատենք նաև, որ ՀՀ NPL ցուցանիշը մոտ երկու անգամ ավելին է քան համաշխարհային ցուցանիշը, հետևաբար վարկային ռիսկերը պետք է դիտարկել ՀՀ տնտեսության հիմնական սպառնալիքների շարքում:

Ներդրումային ռիսկերը Ֆինանսական ռիսկերի կարևորագույն տեսակներից են, որոնցում կարելի է ներառել այն բոլոր ռիսկերը որոնք կապված են ՀՀ տնտեսությունում ներդրումների հետ:

Ներդրումային ռիսկերի մասին որոշակի գաղափար կազմելու համար դիտարկենք ՀՀ տնտեսության իրական հատվածում օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների դինամիկան վերջին տարիներին (տե՛ս գծապատկեր 3.1.4-ը):

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 3.1.4-ից ՀՀ տնտեսության իրական հատվածում օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ծավալը զգալիորեն կրճատվել է 2009թ. -ից սկսած, իսկ 2010 թվականին կարճատև բարելավումը կրկին ընդհատվել է 2011թ. -ից:



Քաղաքական ռիսկը կարելի է բնորոշել որպես ցանկացած քաղաքական իրադարձության կայանալը, որը կարող է հանգեցնել տնտեսվարողների եկամուտների կամ ակտիվների կորստին:⁹³ Քաղաքական ռիսկերը, կախված առաջացման աղբյուրից, բաժանում են արտաքին և ներքին քաղաքական ռիսկերի:

Արտաքին քաղաքական ռիսկերն, ըստ էության հանդիսանում են երկրային և միջազգային ռիսկերի քաղաքական բաղադրիչների ամբողջությունը, որոնց արդեն անդրադարձել ենք նախորդիվ:

ՀՀ դեպքում արտաքին քաղաքական ռիսկերը հիմնականում կապված են Ղարաբաղյան հիմնախնդրի և տնտեսական շրջափակման, տարածաշրջանային անկայունության, ինչպես նաև դաշնակից և հարևան պետությունների (մասնավորապես՝ ՌԴ և Իրան) նկատմամբ տարաբնույթ տնտեսական սահմանափակումների հետ:

Ներքին քաղաքական ռիսկերը ներառում են երկրի ներքին քաղաքական համակարգի ցանկացած փոփոխություն, որը կարող է բացասաբար անդրադառնալ երկրի տնտեսության վրա:

⁹³ Franklin R. Root “Analyzing political risks in international business” in The Multinational Enterprise in Transition, edited by A. Kapoor and Philip D. Grub, Princeton: Darwin Press, 1972, էջ 354-365

Քաղաքական ռիսկերի գնահատման համար որպես չափանիշ կարելի է կիրառել այսպես կոչված «Պետությունների փխրունության գործակիցը» (The Fragile States Index): Վերջինս «Խաղաղության ֆոնդ» հասարակական կազմակերպության փորձագետների կողմից հաշվարկվող քաղաքայալ գործակից է, որը որոշվում է՝ ելնելով սոցիալական, տնտեսական և քաղաքական 12 չափանիշներից: Պետություններն ըստ այս գործակցի բաժանվում են 10 խմբերի՝ շատ բարձր փխրունությամբ երկրներից մինչև շատ կայուն երկրներ:

Նշենք, որ վերջին տարիներին Հայաստանը միջին դիրք է գրավում աշխարհում ըստ այս գործակցի (105-108 հորիզոնականներ), իսկ պետության փխրունությունը գնահատվում է որպես անհանգստացնող (warning): Ավելորդ չէ նշել նաև, որ ՀՀ քաղաքական կայունությանը սպառնացող հիմնական վտանգների թվում են իշխանության ոչ լեգիտիմությունը, մարդու իրավունքների պաշտպանվածության և օրինականության ցածր մակարդակը և էլիտայի պառակտվածությունը:⁹⁴

3.2. Որոշումների ընդունման մեխանիզմները ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների գնահատման գործընթացում

Շուկայական տնտեսությանն, ինչպես հայտնի է, բնորոշ է անկայունությունը և զարգացման անհամաչափությունը: Վերջինս արտահայտվում է գործարար պարբերաշրջաններում, որոնց տարբեր փուլերում տնտեսության պետական կարգավորման և մասնավորապես դրամավարկային քաղաքականության խնդիրներն ու գործառույթները փոփոխվում են:

Գործարար պարբերաշրջանն, ինչպես հայտնի է, ընդգրկում է 4 հիմնական փուլ՝ աճ, հասունացում, անկում և հատակ, որոնցից յուրաքանչյուրի ընթացքում դրամավարկային քաղաքականության գործառույթները, խնդիրները

⁹⁴ Տես՝ Fragile states index 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, Fund for Peace, official site // www.fundforpeace.org

և իրականացվող կանոնները փոխվում են: Այս առումով դրամավարկային քաղաքականության դերը լիարժեք ներկայացնելու համար անհրաժեշտ է տալ նաև դրա գործառույթների վերլուծությունը:

Գործառույթ կամ ֆունկցիա (լատիներեն՝ *functio* - կատարում, իրականացում) ասելով կարելի է հասկանալ երկու և ավելի օբյեկտների համեմատություն, որոնցով պայմանավորված դրանցից մեկի փոփոխությունը համապատասխանաբար բերում է մյուսների փոփոխությանը: Սակայն ավելի հաճախ այս հասկացությունը դիտարկում են որպես երևույթի կամ օբյեկտի որևէ պարամետրի փոփոխության հետևանքները մնացած օբյեկտների համար:⁹⁵

Մեր կողմից դիտարկվող հարցի շրջանակներում գործառույթի տակ, կարծում ենք, պետք է հասկանալ կամ այն փոփոխությունները, որոնք ենթադրաբար կրելու է երկրի տնտեսությունը դրամավարկային քաղաքականության իրագործման արդյունքում, կամ էլ այն խնդիրների շրջանակը, որոնք դրվում են այդ քաղաքականության առջև տնտեսական պարբերաշրջանի յուրաքանչյուր փուլում:

Խնդրի պարզաբանման նպատակով այժմ դիտարկենք դրամավարկային քաղաքականության գործառույթները տնտեսական պարբերաշրջանի տարբեր փուլերի ընթացքում:

Տնտեսության աճի փուլի ընթացքում դրամավարկային քաղաքականության հիմնական գործառույթը ՀՆԱ-ի և փողի առաջարկի աճի համաչափության ապահովումն է: Բացի այդ այս փուլում դրամավարկային քաղաքականության կարևորագույն խնդիրներից է հանդիսանում տնտեսական տարաբնույթ շուկերի ազդեցության կառավարումը:

Փողի առաջարկի կարգավորման գործընթացի նկատմամբ Կենտրոնական բանկն, ինչպես հայտնի է, կարող է ցուցաբերել երկու հիմնական մոտեցում՝ մոնետարիստական և քեյնսյան: Մոնետարիստական մոտեցման դեպքում փողի առաջարկի կարգավորումը հիմնականում իրականացվում է

⁹⁵ Философский энциклопедический словарь/ Гл. Редакция: Л.Ф. Ильичев, П.Н. Федосев, С.М. Ковалев, В.Г. Панов _ М.: Сов. Энциклопедия, 1983. _ 840с., էջ 751

փողի առաջարկի կայուն աճի սկզբունքով, իսկ քայնասականների տեսանկյունից փողի առաջարկի կարգավորումը ածանցյալ է հանդիսանում տնտեսության այլ տարրերից՝ մասնավորապես համախառն առաջարկից:

Միաժամանակ փողի առաջարկը կարելի է կարգավորել ինչպես անմիջականորեն փողի ագրեգատների փոփոխման միջոցով (մասնավորապես՝ փողի էմիսիայի, բաց շուկայական գործառնությունների և պահուստավորման նորմատիվների միջոցով), այնպես էլ անուղղակի գործիքներով (մասնավորապես՝ տոկոսադրույքների կարգավորման միջոցով):

Ցանկացած պարագայում ժամանակակից դրամավարկային քաղաքականությունը ենթադրում է փողի առաջարկի գործիքների կիրառման որոշակի հստակ մոտեցումների մշակում՝ որոնք արտահայտվում են որպես դրամավարկային քաղաքականության կանոններ:

Դրամավարկային քաղաքականության առավել հայտնի կանոններից են.

- ֆիքսված արտարժույթային փոխարժեքի կանոնը,
- դրամական համակարգի արդյունավետ կառավարման տոկոսադրույքի (Կ.Վիքսելի) կանոնը,
- փողի զանգվածի հաստատուն աճի կամ այլ կերպ՝ Ֆրիդմանի կանոնը,
- Մաքքալլումի կանոնը,
- Գուդհարթի օրենքը,
- Թեյլորի կանոնը⁹⁶,
- դրամավարկային պայմանների ինդեքսի (MCI) կանոնը,
- գնաճային կանխատեսման կանոնը,
- բաց տնտեսության դրամավարկային քաղաքականության կանոնը և այլն:

Ֆիքսված արտարժույթային փոխարժեքի կանոնը կիրառվում է բոլոր այն երկրներում, որտեղ Կենտրոնական բանկը որդեգրել է փոխարժեքի նպատակադրման ռազմավարությունը: Այն դրսևորվում է որպես որևէ կոնկրետ երկրի արժույթի կամ միջազգային արժույթի նկատմամբ ազգային արժույթի

⁹⁶ Կանոնը միաժամանակ հայտնագործել են Դեյլ Հենդերսոնը և Վորվիք ՄաքՔիբբինը, ուստի որոշ աղբյուրներում այն անվանում են Հենդերսոն – ՄաքՔիբբինի կանոն:

փոխարժեքի փոխկապակցման ռեժիմ: Կախված փոխարժեքի փոխկապակցման խստությունից տարբերում են արտարժույթի փոխարժեքի փոխկապակցման 3 հիմնական ռեժիմ.

- ֆիքսված փոխարժեքի ռեժիմ (Fixed exchange rate), որի դեպքում Կենտրոնական բանկը հայտարարում է արտարժույթի կոնկրետ փոխարժեք, որի ապահովմանն է ուղղվում ամբողջ արժույթային և դրամավարկային քաղաքականությունը,

- արտարժույթային միջակայքի ռեժիմ (Target zone), որի դեպքում Կենտրոնական բանկը հայտարարում է, թե ինչ սահմաններում կարող է փոփոխվել արտարժույթի փոխարժեքը,

- արտարժույթային փոխկապակցում (pegged exchange rate) կամ «կեղտոտ լողացող փոխարժեքի քաղաքականություն» (dirty floating), որի դեպքում Կենտրոնական բանկը պաշտոնապես արտարժույթի փոխարժեք չի հայտարարում և չի երաշխավորում, սակայն իրականում ապահովում է որոշակի փոխարժեք կամ փոխարժեքային միջակայք: Այս ռեժիմը հաճախ կիրառում են այն փոքր երկրների կենտրոնական բանկերը, որոնք գտնվում են խոշոր երկրի տնտեսության անմիջական հարևանությամբ կամ էլ ուղղակի կրում վերջինիս զգալի ազդեցությունը: Մասնավորապես նման քաղաքականություն պարբերաբար կիրառել են Բահամյան կղզիները, Պանաման, Քուվեյթը, Մարոկկոն, Գվինեան, Կամերունը, Տաջիկստանը և ինչու չէ, նաև՝ Հայաստանը:

Տոկոսադրույթի սահմանման կանոնն ընկած է ժամանակակից կենտրոնական բանկերի գերակշռող մեծամասնության կողմից վարվող դրամավարկային քաղաքականության հիմքում: Դրա համաձայն Կենտրոնական բանկը պետք է փոփոխի բանկային տոկոսադրույքը ելնելով գների մակարդակից: Քանի դեռ գներն անփոփոխ են Կենտրոնական բանկը բանկային տոկոսադրույքը նույնպես պետք է պահի անփոփոխ, իսկ եթե գները բարձրանում են, ապա տոկոսադրույքը նույնպես անհրաժեշտ է բարձրացնել և միաժամանակ եթե գներն անկում են ապրում, ապա տոկոսադրույքն անհրաժեշտ է իջեցնել:

Այս միտքն առաջին անգամ ձևակերպվել է 1898թ. շվեդ տնտեսագետ Կնուտ Վիքսելի կողմից: Վերջինս իր հանրահայտ “Geldzins und Güterpreise”⁹⁷ աշխատությունում առաջին անգամ ներմուծեց «տոկոսադրույքի բնական մակարդակ» հասկացությունը և սահմանեց այն որպես. «...այն տոկոսադրույքը, որը համապատասխանում է գների կայուն մակարդակին»:⁹⁸ Իհարկե Վիքսելի կանոնը կիրառություն գտավ շատ ավելի ուշ՝ ոսկու ստանդարտի վերացումից հետո: Մասնավորապես Շվեդական Ռիքսբանկն այս կանոնն սկսեց կիրառել 1931թ.-ից:

Վիքսելի կանոնը մաթեմատիկորեն արտահայտվում է հետևյալ տեսքով.

$$i_t = i_{t-1} + a * P_t \quad (3.2.1)$$

որտեղ՝

i_t - ն՝ կենտրոնական բանկի անվանական տոկոսադրույքն է t

ժամանակահատվածում,

i_{t-1} -ը՝ կենտրոնական բանկի տոկոսադրույքն է t ժամանակահատվածի

նախորդ ժամանակահատվածում,

P_t - ն՝ գնային որևէ ինդեքսի աճի տեմպն է t ժամանակահատվածում,

a - ն՝ դրական պատասխանի արձագանքի գործակիցն է:

Տնտեսագիտության Նոբելյան մրցանակի դափնեկիր Միլթոն Ֆրիդմանը 1953թ. առաջարկեց կիրառել մակրոտնտեսական քաղաքականության վարման կանոններ:⁹⁹

Դրամավարկային քաղաքականության որոշումների ընդունման կանոնների օգտին նա մի շարք փաստարկներ է բերել, որոնք պայմանականորեն կարելի է բաժանել երկու խմբի՝ էմպիրիկ և տեսական: Էմպիրիկ փաստարկները հիմնականում կապված են պետության տնտեսական

⁹⁷ Գերմաներենից բառացի թարգմանությամբ նշանակում է «փողի տոկոսադրույքը և ապրանքային գները»:

⁹⁸ Wicksell, K. (1898) Interest and Prices . English translation New York 1936: Sentry Press, էջ 102

⁹⁹ Milton Friedman "The Methodology of Positive Economics" In Essays In Positive Economics (Chicago: Univ. of Chicago Press, 1966), pp. 3-16, 30-43.

քաղաքականության իրականացման բարդությունների հետ, իսկ դրանց համահունչ տեսական փաստարկները բխում են Ֆրիդմանի առաջարկած փողի քանակական տեսությունից:

Էմպիրիկ փաստարկները հիմնականում կապված են կառավարչական որոշումների ընդունումից մինչև դրանց իրագործման արդյունքում ակնկալվող արդյունքի առաջացումն ընկած ժամանակահատվածի, կամ այլ կերպ՝ ժամանակային լագի հետ: Ֆրիդմանի պնդմամբ ժամանակային տարբեր լագերի առկայությունը կառավարչական որոշումները դարձնում է ոչ նպատակային և անարդյունավետ:

Տեսական փաստարկները բխում են քանակական տեսությունից, որի հիմնական դրույթներն են.

- գների կայունության համար կարևոր է փողի առաջարկի ոչ գնաճային կայուն աճը,
- տնտեսական աճը կարող է ապահովվել ինչպես գների աճի, այնպես էլ՝ դրանց անկման դեպքում՝ այն պայմանով, որ դրանց փոփոխությունը կլինի չափավոր,
- փողի առաջարկի և նրա բաղկացուցիչ տարրերի փոփոխությունների հարաբերությունները հաստատուն են,
- տնտեսական ակտիվության վրա ազդեցության գլխավոր լծակը հանդիսանում է փողի առաջարկը:

Ելնելով վերոնշյալ դրույթներից՝ Ֆրիդմանը ձևակերպեց իր հանրահայտ կանոնը, որի համաձայն. «Փողի օպտիմալ քանակության մեր կանոնը կայանում է այնպիսի դեֆլյացիայի ձեռք բերումը, որը հավասարեցնում է անվանական տոկոսադրույքը զրոյի»:¹⁰⁰

Ժամանակակից հետազոտություններում բավականին մեծ տարածում ունեցող դրամավարկային քաղաքականության կանոններից է Մաքքալլումի կանոնը: Վերջինս արտահայտվում է հետևյալ բանաձևով.

¹⁰⁰ Milton Friedman The optimum quantity of money /The optimum quantity of money and other essays. – Chicago: Aldine Pub. Co., 1969 – Money supply – 296 pages. Էջ 34

$$\Delta b_t = \Delta x^* - \Delta v_t^a + 0,5(\Delta x^* - \Delta x_{t-1}), \quad (3.2.2)^{101}$$

որտեղ՝

Δb_t –ն՝ փողի բազայի տարեկան փոփոխության մակարդակն է՝ տոկոսային արտահայտությամբ,

Δx^* –ը՝ ՀՆԱ տարեկան փոփոխության պլանային ցուցանիշն է՝ տոկոսային արտահայտությամբ,

Δx_{t-1} –ը՝ ՀՆԱ տարեկան փոփոխության նախորդ տարվա ցուցանիշն է՝ տոկոսային արտահայտությամբ

Δv_t^a –ն՝ նախորդ 4 տարիներին փողի շրջապտույտի արագության միջին տարեկան փոփոխությունն է,

Այս կանոնի համար ՀՆԱ-ի տարեկան աճի պլանային ցուցանիշը հաշվարկվում է որպես գնաճի պլանային մակարդակի և ՀՆԱ-ի երկարաժամկետ միջին տարեկան աճի գումար:

Տոկոսադրույքի միջոցով տնտեսության կարգավորման առավել հայտնի կանոններից մեկն առաջարկվել է Ամերիկացի Ջոն Թեյլորի կողմից 1993թ.¹⁰²:

Դա դրամավարկային քաղաքականության կանոն է, որի միջոցով որոշվում է, թե որքանով պետք է փոփոխել տոկոսադրույքը՝ ՀՆԱ-ի, գնաճի և այլ տնտեսական ցուցանիշների փոփոխության դեպքում:

Մասնավորապես գնաճի փոփոխությունը 1%-ով՝ համաձայն Թեյլորի կանոնի, պետք է ուղեկցվի տոկոսադրույքի բարձրացմամբ՝ ավելի քան 1%-ով: Առավել ընդհանուր մաթեմատիկական ձևակերպմամբ Թեյլորի կանոնն ունի հետևյալ տեսքը՝

$$i_t = \pi_t + r_t^* + a_\pi(\pi_t - \pi_t^*) + a_y(y_t - \bar{y}_t). \quad (3.2.3)$$

որտեղ՝

¹⁰¹ McCallum B. Alternative monetary policy rules: A comparison with historical settings for the United States, the United Kingdom and Japan. Working Paper, 2000, no. 7725, NBER, Cambridge. Էջ 4

¹⁰² Taylor, John B., “Discretion Versus Policy Rules in Practice,” Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39: 195-214 (1993).

i_t - ն կարճաժամկետ նպատակային անվանական տոկոսադրույքի մակարդակն է,

π_t - ն ՀՆԱ դեֆլատորի միջոցով հաշվարկված գնաճի մակարդակն է,

π_t^* - ը գնաճի նպատակային մակարդակն է,

r_t^* - ը իրական հավասարակշռված տոկոսադրույքի ենթադրվող մակարդակն է,

y_t - ն ՀՆԱ-ի իրական մակարդակի լոգարիթմն է,

$\bar{y}_t$ - ն ՀՆԱ-ի պոտենցիալ մակարդակի¹⁰³ լոգարիթմն է:

Թեյլորի մոդելի հիմնական խնդիրը կայանում է նրանում, որ այն ոչ մի կերպ չի նկարագրում դրամավարկային քաղաքականության ոչ ավանդական գործիքների, մասնավորապես՝ քանակական մեղմացման (QE) քաղաքականության ազդեցությունը:

Դրամավարկային կոնյուկտուրայի (պայմանների) ինդեքսը (MCI - Monetary Conditions Index) պարզ մեծություն է, որը փոխկապակցում է տարբեր ֆինանսական ցուցանիշների (մասնավորապես՝ տոկոսադրույքի և փոխարժեքի) տեղաշարժերը: Ինդեքսի գաղափարն առաջինն աշխարհում առաջարկվել է Կանադայի բանկի կողմից 1990-ական թվականների սկզբին: Ժամանակի t պահին դրամավարկային պայմանների ինդեքսը հաշվարկվում է հետևյալ բանաձևով.

$$MCI_t = (r_t - r_0) + \frac{a_2}{a_1} (e_t - e_0) + 100 \quad (3.2.4)$$

որտեղ՝

r_t, r_0 - ն՝ տոկոսադրույքները համապատասխանաբար ընթացիկ և բազային տարիներին,

e_t, e_0 - ն՝ փոխարժեքը համապատասխանաբար ընթացիկ և բազային տարիներին,

a_2, a_1 - ը՝ պայմանական գործակիցներ են, որոնք բնորոշում են փոխարժեքի և տոկոսադրույքի փոփոխությունների ազդեցությունն իրական ՀՆԱ-ի վրա:

¹⁰³ Վերջինս որոշվում է տրենդային կանխատեսման մեթոդով:

Գնաճային կանխատեսման կանոնը նախատեսված է ընթացիկ տարվա գնաճի օպտիմալ նպատակային մակարդակի որոշման համար: Կանոնը մշակվել է 1999թ.-ին ամերիկացի Գլենն Ռուդեբուշի և շվեդ Լարս Սվենսսոնի կողմից:¹⁰⁴ Կանոնն առավել ընդհանուր ձևով կարելի է ներկայացնել հետևյալ բանաձևի միջոցով.

$$i_t = a \cdot i_{t-1} + b \cdot E_t p_{t+j}, \quad (3.2.5)$$

որտեղ՝

i_t -ն՝ կարճաժամկետ նպատակային անվանական տոկոսադրույքի մակարդակն է,

i_{t-1} -ը՝ նախորդ տարվա անվանական տոկոսադրույքի մակարդակն է,

$E_t p_{t+j}$ -ը գնաճի ակնկալվող մակարդակը $t+j$ ժամանակահատվածում:

Վերոնշյալ կանոնների, հատկապես Թեյլորի կանոնի և դրամավարկային պայմանների ինդեքսի ձևափոխման ու կոնկրետ տնտեսության պայմաններին համապատասխանեցման ճանապարհով դրամավարկային քաղաքականության կանոններ առաջարկել են նաև Լ. Բոլլը (1999թ.), Ն. Բատտինին, Ռ. Հարրիսոնն ու Ս. Միլարդը (2001թ.) և այլք:

Գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը և լողացող փոխարժեքի ռեժիմն արդեն իսկ ենթադրում են, որ քիչ հավանական է, որ ՀՀ Կենտրոնական բանկը կարող է կիրառել դրամավարկային քաղաքականության որևէ խիստ կանոն: Մյուս կողմից էլ ՀՀ ԿԲ-ի կողմից հրապարակվող Գնաճի հաշվետվություններում բազմիցս արժարժվում է նրա կողմից իրականացվող քաղաքականության ընդհանուր մոտեցումը, ըստ որի այն ուղղվում է գնաճային տարաբնույթ շուկերի մեղմմանը՝ դրամավարկային քաղաքականության հիմնական խնդրի՝ գների կայունության ապահովմանը և մասնավորապես՝ դրան համապատասխան գնաճի մակարդակի նպատակային ցուցանիշի ապահովմանը:

¹⁰⁴ Glenn D. Rudebusch & Lars E. O. Svensson, 1998. "Policy rules for inflation targeting," Proceedings, Federal Reserve Bank of San Francisco, 54 pp.

Այս առումով կարևոր է իմաստավորել, թե իրականում դրամավարկային կարգավորման հիմքում ինչ ցուցանիշներ է դրել ՀՀ Կենտրոնական բանկը: Այս նպատակով դիտարկենք վերջին 3 տարիներին (2013-2016թթ. Ամսական կտրվածքով) ՀՀ հիմնական մակրոտնտեսական ցուցանիշների և ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության հիմնական գործիքի՝ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի դինամիկան (տես՝ աղյուսակ 3.2.1):

Աղյուսակ 3.2.1-ում նշված ցուցանիշները մեր կարծիքով նշանակալից ազդեցություն ունեն ՀՀ մակրոտնտեսական հավասարակշռության վրա, ուստի տրամաբանական է, որ դրանք կարող են ընկած լինել ՀՀ Կենտրոնական բանկի որոշումների հիմքում: Այդ ցուցանիշները առաջին հերթին կարևորվում է գնաճի ցուցանիշը:

Վերլուծության մեջ ներառված հաջորդ ցուցանիշը Տնտեսական ակտիվության ցուցանիշն է (ՏԱՑ), որը հանդիսանում է դրամավարկային քաղաքականության կարևորագույն խնդիրներից մեկի՝ տնտեսության աճի ապահովումը բնորոշող կարևորագույն ցուցանիշ:

Հաշվի առնելով, որ Հայաստանը հանդիսանում է փոքր բաց տնտեսությամբ երկիր՝ բնական է, որ այն կրում է այլ երկրների տնտեսական զգալի ազդեցությունը, որը նախ և առաջ արտահայտվում է դրանց արժույթների փոխարժեքների միջոցով: Ելնելով դրանից վերլուծության մեջ ներառել ենք նաև ՀՀ 3 հիմնական առևտրային գործընկերների արժույթների՝ ՌԴ ռուբլու, ԱՄՆ դոլլարի և ԵՄ Եվրոյի փոխարժեքները:

ՀՀ տնտեսական հավասարակշռության վրա անշուշտ նշանակալի ազդեցություն է ունենում նաև արտաքին առևտրաշրջանառությունը, ուստի վերլուծության մեջ ներառվել են արտահանման և ներմուծման ցուցանիշները ևս (տես՝ աղյուսակ 3.2.1):

ՀՀ Մակրոտնտեսական մի քանի ցուցանիշների դինամիկան՝
ըստ 2013-16թթ.ամսվա կտրվածքով

տ/թ	Գ/ճ	ՏԱՑ	P	\$	€	exp.	imp.	%	TF	Նավթ
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2013 I	2.9	9.3	13.5	406.67	541.96	54.6	13	8	112,332	115.77
II	-0.4	8.6	13.5	407.02	544.05	14.8	5.4	8	150,464	110.9
III	0.4	7.9	13.5	414.71	537.02	2.2	-9.4	8	157,318	110.15
IV	-0.1	3.8	13.3	416.29	541.77	22.8	-9.7	8	182,055	101.82
V	0	-1.3	13.3	415.78	539.68	-13.1	-7.6	8	175,683	102.12
VI	-0.1	1.3	12.8	412.63	543.62	12.9	-0.3	8	195,954	101.9
VII	0.4	2	12.6	410.47	537.74	5.7	15.8	8	247,370	107.81
VIII	0.3	3.3	12.3	407.31	542.19	6.2	-3	8.5	227,465	114.2
IX	-0.2	0.3	12.5	408.18	545.03	23.3	16.7	8.5	206,442	108.38
X	0.3	4.7	12.7	406.11	553.9	-5	7.5	8.5	223,042	109.05
XI	0.9	1.8	12.4	405.01	546.77	5.9	13.1	8	203,874	111.04
XII	1.1	5.5	12.3	405.32	555.66	-3.6	12.7	7.75	220,333	111.18
2014 I	2.8	2	12	407.35	554.31	0.1	-4.4	7.75	122,506	107.75
II	-1.2	4.7	11.7	411.54	561.87	-5.8	-8.8	7.5	138,716	108.85
III	-0.4	4.8	11.5	414.22	572.48	11.7	13.7	7.5	159,456	107.66
IV	0.5	6	11.6	414.31	572.36	4.1	9.9	7.5	167,411	108.08
V	-0.8	5.2	11.9	413.32	567.36	7	4.5	7.25	175,784	110.02
VI	-1.8	3.6	11.9	410.9	558.43	-9	-3.3	7	189,508	112.5
VII	-0.9	4.7	11.7	407.13	551.58	14	18.3	7	235,169	105.6
VIII	0.7	4.7	11.3	409.49	545.03	-9.8	-5.8	6.75	226,353	102.95
IX	0.4	6	10.8	408.8	527.49	4.7	10.5	6.75	203,259	94.77
X	1	5.1	10	409.98	519.44	10.9	-1.6	6.75	200,866	86.02
XI	1.3	1.4	9.1	420.45	524.13	1.3	-11.5	6.75	141,864	70.15
XII	3	1.2	8.2	463.53	570.85	3.1	-14.7	8.5	162,725	57.35
2015 I	2.5	2.1	7.4	475.73	554.68	-11.9	-31.9	9.5	72,169	49.15
II	-0.1	4.3	7.5	478.39	543.37	-18.3	-21.6	10.5	87,505	60.75
III	-0.1	2.5	7.9	477.65	517.26	-10.9	-22.3	10.5	113,146	55.18

Աղյուսակ 3.2.1-ի շարունակությունը¹⁰⁵

IV	-0.4	3.7	9	474.07	510.88	5.7	-31.7	10.5	114,735	66.78
V	-0.5	3	9.5	480.25	536.73	15.2	-28.7	10.5	131,905	65.59
VI	-1.4	8.6	8.7	475.12	532.78	25.2	-10.3	10.5	163,224	63.02
VII	-2.2	4.2	8.3	477.33	525.27	-4.9	-38.4	10.5	179,653	53.43
VIII	0.1	4.4	7.3	479.78	534.32	-11.5	-23.3	10.25	159,779	48.52
IX	0.1	2.3	7.2	481.07	540.39	-11.1	-28.7	10.25	169,296	47.98
X	-0.4	3.5	7.5	472.55	530.95	-11.8	-26.5	10.25	144,660	48.7
XI	0.6	-0.5	7.4	480.15	515.45	-24.4	-22.2	9.75	119,518	44.17
XII	1.7	0.7	6.9	482.93	525.21	4.6	-16.6	8.75	168,011	37.6
2016 I	2.2	4.3	6.34	485.66	528.72	-20	11.4	8.5	62,516	34.73
II	-1.4	4.9	6.41	493.75	548.29	-2.5	34.4	8.5	102,771	35.97
III	-0.3	5.6	6.93	486.50	540.45	-0.8	31.6	8.25	107,932	38.66
IV	-0.3	5.7	7.24	481.21	545.54	9.1	15.4	8	104,474	48.14
V	-0.7	5.7	7.26	478.61	541.05	0.2	12.8	7.75	109,514	49.67
VI	-0.5	4.9	7.33	477.53	536.32	-10.9	2.8	7.5	135,277	49.72
VII	-2.3	3.1	7.40	476.54	527.53	-7.8	14.3	7.25	145,595	42.49
VIII	-0.5	2.3	7.33	475.45	532.99	15.3	37.5	7.25	146,294	47.04
IX	0.1	1.5	7.36	474.11	531.68	9.4	22.7	6.75	146,838	49.05
X	0.5	0.3	7.59	475.25	524.09	3.8	23.2	6.5	136,470	48
XI	1	0.6	7.43	478.47	516.83	2.5	36.3	6.5	123,632	53.62
XII	1.1	0.5	7.79	482.85	509.52	-5	5.5	6.25	211,572	56.14

Վերջապես ՀՀ տնտեսական հավասարակշռության վրա ազդեցություն ունեցող կարևորագույն գործոնների շարքին պետք է դասել նաև մասնավոր ֆիզիկական անձանց կողմից դեպի Հայաստան դրամական փոխանցումները

¹⁰⁵ Գնաճի, տնտեսական ակտիվության ցուցանիշի, վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերաբերյալ տվյալներն ըստ ՀՀ ԿԲ 2013-2016թթ. գնաճի հաշվետվությունների, արտահանման և ներմուծման վերաբերյալ տվյալներն ըստ ՀՀ ԱՎԾ «ՀՀ սոցիալ-տնտեսական վիճակը հունվար – դեկտեմբերին» 2013-2016թթ. հաշվետվությունների, արտաթմույթի փոխարժեքների և տրանսֆերտների վարբերյալ տվյալներն ըստ ՀՀ ԿԲ պաշտոնական կայքի, իսկ նավթի գինն ըստ ինտերֆաքս տեղեկատվական գործակալության:

կամ մասնավոր տրանսֆերտները, որոնց ցուցանիշը նույնպես ներառել ենք վերլուծության մեջ:

Բացի վերոնշյալ ցուցանիշներից ՀՀ տնտեսության վերլուծության ժամանակ պետք է հաշվի առնել նաև այն հանգամանքը, որ ՀՀ հարևանությամբ առկա է խոշոր տնտեսություն (Ռուսաստանի Դաշնությունը), որի հետ տնտեսական համագործակցության մեծ ծավալները պայմանավորված են ոչ միայն այդ տնտեսության չափերով և հնարավորություններով, այլև մեր անմիջական հարևանների հետ մեր երկրի ունեցած ոչ միանշանակ փոխհարաբերություններով: Որպես ՌԴ տնտեսության վիճակը բնորոշող ցուցանիշ ընտրել ենք նավթի գինը, որը նույնպես ընդգրկվել է վերլուծության մեջ:

Վերլուծության առաջին փուլում ստուգվել է վերոնշյալ ցուցանիշների (առանձին - առանձին) և ՀՀ Կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի միջև վիճակագրական կապի (կոռելյացիայի) առկայությունը (տես՝ աղյուսակ 3.2.2-ը): Առանձին ստուգվել է նաև գնաճի կանխատեսված մակարդակի (առաջիկա եռամսյակի կանխատեսված գնաճային միջակայքի միջին ցուցանիշի) և վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի միջին եռամսյակային ցուցանիշի միջև փոխկապվածությունը:

Աղյուսակ 3.2.2.

Տնտեսական տարբեր ցուցանիշների և վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի միջև վիճակագրական կապը՝ ըստ 2013-2016թթ.:

Ցուցանիշ	Կոռելյացիայի գործակիցներ
Գնաճ (ամսական)	-0.192945333
ՏԱՑ	-0.12898358
ՌԴ Ռուբլու փոխարժեք	-0.6643466
ԱՄՆ Դոլլարի փոխարժեք	0.874671
ԵՄ Եվրոյի փոխարժեք	-0.42107
Արտահանում	-0.243757522
Ներմուծում	-0.74030388
Տրանսֆերտներ	-0.308128148
Նավթի գին	-0.736722895
Գնաճի կանխատեսված մակարդակ	0.441486

Աղյուսակ 3.2.2-ի տվյալների համաձայն մեր կողմից դիտարկվող ցուցանիշների մի մասի (գնաճ, ՏԱՑ, արտահանում) և վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի արժեքների միջև կապը գնահատվում է որպես շատ թույլ ($-0.3 < r < 0.3$):

Որոշ ցուցանիշների դեպքում (ԵՄ Եվրոյի փոխարժեք, տրանսֆերտներ, գնաճի կանխատեսված մակարդակ) այդ կապը գնահատվում է որպես թույլ ($0.3 < |r| < 0.5$):

Վերջապես ՌԴ ռուբլու դեպքում այդ կապը գնահատվում է որպես միջին ($0.5 < |r| < 0.7$), իսկ ևս 3 ցուցանիշների (ԱՄՆ դոլլարի փոխարժեք, ներմուծում, նավթի գին) փոխկապվածությունը գնահատվում է որպես ուժեղ ($0.7 < |r| < 0.9$):

Այսպիսով, ՀՀ Կենտրոնական բանկի որոշումների հիմքում չեն դրվել (համենայն դեպս ըստ վիճակագրական վերլուծության արդյունքների) գնաճի, տնտեսական ակտիվության ցուցանիշի, արտահանման ծավալների, ԵՄ Եվրոյի փոխարժեքի և տրանսֆերտների մեծությունները:

Փոխարենը, դրանց հիմքում պետք է որ ընկած լինեին ԱՄՆ դոլլարի և ՌԴ ռուբլու փոխարժեքների, ներմուծման և, որքան էլ որ զարմանալի է, նավթի գնի մեծությունները: Եթե այս գործոնների և դրամավարկային քաղաքականության որոշումների կապը փորձենք արտահայտել վիճակագրորեն, ապա կստանանք ռեգրեսիոն մոդել, որի ընդհանուր տեսքը հետևյալն է՝

$$Y = b_0 + b_1 * X_1 + b_2 * X_2 + b_3 * X_3 + b_4 * X_4$$

որտեղ՝

Y – ը՝ ՀՀ կողմից սահմանվող վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի արժեքն է,

X_1, X_2, X_3, X_4 – երբ համապատասխանաբար՝ ՌԴ ռուբլու փոխարժեքը, ԱՄՆ դոլլարի փոխարժեքը, ապրանքների ներմուծման ծավալը և նավթի գինը

b_0 – ն հավասարման ազատ անդամի արժեքն է,

b_1, b_2, b_3, b_4 – երբ համապատասխան ազդող գործոնների գործակիցները:

b_0, b_1, b_2, b_3 և b_4 գործակիցների արժեքները հաշվարկենք հիմնվելով փոքրագույն քառակուսիների մեթոդի վրա:

Արդյունքում տոկոսադրույքի որոշման ռեգրեսիայի հավասարումը կունենա հետևյալ տեսքը.

$$Y = -27.2499 + 0.259834 X_1 + 0.07117 X_2 + 0.001596 X_3 + 0.024119 X_4 \quad (3.2.5)$$

Ըստ հավասարում 3.2.5-ի՝ ստացված b_1 (0.259834), b_2 (0.07117), b_3 (0.001596) և b_4 (0.024119) ռեգրեսիայի գործակիցները բնութագրում են ՀՀ ԿԲ-ի կողմից սահմանվող վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վրա իրենց ազդեցության չափը, իսկ ահա b_0 (-27.2499) գործակիցը հավասարման մնացորդային արժեքն է որը բնութագրում է վերլուծության մեջ հաշվի չառնված այլ գործոնների ազդեցությունը:

Ամփոփելով վերոնշյալը կարող ենք փաստել, որ իրականում ՀՀ Կենտրոնական բանկի կողմից չի կիրառվում տոկոսադրույքի սահմանման հստակ, որոշակի կանոն: Սակայն այն մասնակիորեն այնուամենայնիվ առկա է: Մասնավորապես ակնհայտ է, որ ՀՀ ԿԲ որոշումների կայացման վրա ուղղակի կամ անուղղակի ձևով էական ազդեցություն են ունենում մեր կողմից դիտարկված մի շարք մակրոտնտեսական ցուցանիշներ, այդ թվում՝ արտարժույթի փոխարժեքը, ապրանքների ներմուծման ծավալները և էներգակիրների գները: Մյուս կողմից ակնհայտ է, որ դրամավարկային քաղաքականության հայտարարված գնաճի լիարժեք նպատակադրման և լողացող կուրսի քաղաքականությունների հիմնարար պայմանները պահպանվում են ոչ միշտ: Մասնավորապես պարզ է դարձել, որ դրամավարկային քաղաքականության հիմնական խնդրի՝ գների կայունության ապահովման փոխարեն ՀՀ Կենտրոնական բանկը բավականին մեծ ժաամանակահատվածներում իրագործել է արտարժույթի (հատկապես՝ ԱՄՆ դոլլարի և ՌԴ ռուբլու) փոխարժեքի կայունության ապահովման խնդիրը: Բացի դրանից, գնաճի նպատակադրման ռազմավարության շրջանակներում գնաճի կանխատեսված ցուցանիշի հիման վրա դրամավարկային քաղաքականության

միջոցների կիրառման փոխարեն Կենտրոնական բանկն իր գործողությունները կապել է արտարժույթի փոխարժեքի վրա ազդող գործոնների հետ:

Հաշվի առնելով ասվածը՝ կարող ենք հավաստել, որ չնայած հայտարարված գնաճի լիարժեք նպատակադրման ռազմավարությանը, ՀՀ Կենտրոնական բանկն իրականում կիրառել է փոխարժեքի թույլ նպատակադրման ռազմավարություն և փոխարժեքի մասնակի փոխկապակցման կամ «կեղտոտ լողացող փոխարժեքի» ռեժիմ: Մյուս կողմից, ՀՀ տնտեսության ընթացիկ առանձնահատկությունները հաշվի առնելով, ինչպես նաև ՀՀ Կենտրոնական բանկի կողմից գնաճի լիարժեք նպատակադրմանն աստիճանական անցման և գնաճի նպատակադրման ռազմավարության շրջանակներում Կենտրոնական բանկի հայցեողականության բարձրացման հայտարարված նպատակների ենթատեքստում այս շեղումները համարում ենք հասկանալի, չնայած և ոչ միշտ հիմնավոր:

3.3. ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության իրականացման արդյունքները և դրա երկարաժամկետ զարգացման տեսլականը

ՀՀ Կենտրոնական բանկը՝ հիմնադրվելով 1991 թվականին, արդեն ավելի քան 2 տասնամյակ իրականացնում է դրամավարկային քաղաքականության մշակման և վարման պարտականությունները և այդ ընթացքում անշուշտ ունեցել է մի շարք նշանակալից ձեռքբերումներ:

1. Ազգային արժույթի ներդրումը.

Չնայած նրան, որ ՀՀ դրամի ներդրումն ըստ էության դրամավարկային քաղաքականության վարման արդյունք չէ, այնուամենայնիվ դրա ազդեցությունը ՀՀ տնտեսության և մասնավորապես դրամավարկային ոլորտի վրա այնքան մեծ էր, որ մեր կարծիքով ազգային արժույթի ներդրումը պետք է համարել ՀՀ ԿԲ-ի դրամավարկային քաղաքականության առաջին խոշորագույն ձեռքբերումը:

Նկատենք, որ դրամավարկային քաղաքականության ձեռքբերումն այստեղ ոչ այնքան ազգային արժույթի ներդրումն է, որքան դրա կայունության և հուսալիության որոշակի ընդունելի մակարդակի ձևավորումը:

2. Գերզնաճի հաղթահարումը.

Հայաստանի Հանրապետությունն ազգային արժույթի ներդրման գործընթացն իրականացրեց խորհրդային բոլոր հանրապետություններից վերջինը: Դրա հետևանքով ամբողջ խորհրդային միության տարածքից սկսվեց խորհրդային ռուբլու հոսք դեպի Հայաստան և դրա հետևանքով էլ գների ազատականացման պայմաններում գնաճի մակարդակը ՀՀ-ում հասավ աներևակայելի բարձր մակարդակի՝ մոտ 10896% 1993թ.-ին: Գերզնաճի նման մակարդակի պայմաններում վտանգվել էր ոչ միայն ազգային բնակչության սոցիալական ապահովությունը և տնտեսության կայունությունը, այլև դրա զարգացման հեռանկարները: Իր հիմնադրման պահից Կենտրոնական բանկը ձեռնամուխ եղավ գնաճի զսպման խնդրի իրագործմանը և արդյունքում համեմատաբար կարճ ժամանակահատվածում հնարավոր դարձավ զսպել գերզնաճը: 1994թ.-ին գնաճի մակարդակը կազմեց 1762%, իսկ 1995թ.-ին՝ 32.2%:

3. Պլանավորման հստակ համակարգի ստեղծումը.

Դրամավարկային քաղաքականության իրականացման անհրաժեշտ պայմաններից մեկը դրա ծրագրերի մշակումն է, ինչը ոչ միայն հնարավորություն է տալիս կարգավորված ձևով իրականացնելու տնտեսության դրամավարկային կարգավորումը, այլև գնահատել դրամավարկային քաղաքականության արդյունքները ծրագրային ցուցանիշների հետ համեմատելու միջոցով: Դրամավարկային քաղաքականության առաջին ծրագիրը ՀՀ Կենտրոնական բանկի կողմից ընդունվել է 1994թ.: Սկզբնական շրջանում Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ծրագրերը մշակվում էին առաջիկա տարվա համար, իսկ ներկայումս բացի դրամավարկային քաղաքականության տարեկան ծրագրից մշակվում և հրապարակվում են դրամավարկային քաղաքականության եռամսյակային ծրագրեր:

4. Թափանցիկության ապահովումը.

Դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետ իրականացման պայմաններից մեկը, ինչպես նշել ենք, դրա թափանցիկության ապահովումն է: Թափանցիկություն հասկացությունը կիրառվում է այն առումով, որ ԿԲ-ի քաղաքականության նպատակները, օրենսդրական, ինստիտուցիոնալ և քաղաքականության իրականացման դաշտը, վիճակագրական տվյալներն ու տեղեկատվությունը, հաստատության հաշվետվելիությունը հասկանալի, մատչելի ձևով, ինչպես նաև որոշակի պարբերականությամբ պետք է ներկայացվեն հասարակությանը: Դրամավարկային քաղաքականության թափանցիկության խնդիրը բազմաշերտ խնդիր է, որը ներառում է ՀՀ կենտրոնական բանկի նպատակների, խնդիրների, պատասխանատվության շրջանակների և դրամավարկային քաղաքականության մշակման գործընթացի թափանցելիությանը, ՀՀ ԿԲ-ի կողմից տարբեր բնույթի տեղեկատվության հրապարակմանը և ԿԲ-ի հաշվետվելիությանն ու բարեխղճության երաշխիքներին վերաբերող հարցերը:¹⁰⁶ Ինչպես արդարացիորեն ներկայացված է ՀՀ Կենտրոնական բանկի պաշտոնական կայքի համապատասխան բաժնում, նրա կողմից ներկայումս ապահովվում է դրամավարկային քաղաքականության թափանցիկության բավականին բարձր մակարդակ, որը լիովին համապատասխանում է դրամավարկային քաղաքականության միջազգային ստանդարտների (չափորոշիչների) պահանջներին: Այնուամենայնիվ պետք է նշենք, որ Հայաստանյան լայն հասարակության համար դրամավարկային քաղաքականության էությունը, նպատակը, խնդիրները, միջոցներն ու ձեռքբերումները շարունակում են մնալ անհասկանալի, իսկ հասարակության վստահությունը Կենտրոնական բանկի և դրամավարկային քաղաքականության նկատմամբ գտնվում է ոչ բավարար մակարդակի վրա, ինչն իր բացասական ազդեցությունն է ունենում դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության վրա: Մեր կարծիքով դրամավարկային քաղաքականության

¹⁰⁶ «ՀՀ Կենտրոնական բանկի թափանցիկության համապատասխանությունը միջազգային ստանդարտներին», Ներածություն // ՀՀ ԿԲ պաշտոնական կայք: <https://www.cba.am/am/SitePages/mptransparency.aspx>

նկատմամբ վստահության բարձրացման նպատակով ՀՀ Կենտրոնական բանկը չպետք է սահմանափակվի միայն հաշվետվությունների ու մասնագիտական տարաբնույթ նյութերի հրապարակմամբ, այլև դրանք պետք է լրացնի հանրամատչելի քարոզչական – բացատրական նյութերով և միջոցառումներով, որը թույլ կտա հասարակության ուշադրությունը գրավել Կենտրոնակ բանկի գործունեության ու մասնավորապես դրամավարկային քաղաքականության նկատմամբ:

5. Դրամավարկային կարգավորման մեխանիզմի ձևավորումը.

ՀՀ Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության իրականացման համար անհրաժեշտ է որոշակի տնտեսական և ինստիտուցիոնալ միջավայրի առկայություն, որը, բնական է, հետխորհրդային Հայաստանում պետք է ստեղծվեր զրոյից: Դրամավարկային կարգավորման մեխանիզմի տակ նախ և առաջ հասկանում ենք այն ամբողջ նորմատիվ – իրավական բազան, որով կարգավորվում են Կենտրոնական բանկի և ֆինանսական շուկայի մասնակիցների փոխհարաբերությունները, սահմանվում են Կենտրոնական բանկի խնդիրները, գործառույթները, նպատակներն ու գործիքները, դրանց կիրառման կարգը և այլն: Բացի դրանից դրամավարկային կարգավորման մեխանիզմի տակ պետք է ներառել այն բոլոր վարչական և տնտեսական կառույցների ամբողջությունը, որոնց միջոցով մշակվում ու իրականացվում են դրամավարկային քաղաքականության տարաբնույթ միջոցառումները, ինչպես նաև տնտեսությանն են փոխանցվում դրամավարկային կարգավորման լծակների ազդեցությունը: Իհարկե, այս մեխանիզմի ձևավորումը և կատարելագործումը շարունակական գործընթաց է և դեռ երկար ճանապարհ ունի: Այնուամենայնիվ պետք է փաստենք, որ Կենտրոնական բանկը այս հարցում նշանակալից հաջողությունների է հասել՝ ձևավորելով Հանրապետության պետական կարգավորման ամենագործուն մեխանիզմներից մեկը: Այս բազմաշերտ մեխանիզմն ընդգրկում է ինչպես լիարժեք գործող և ֆինանսապես կենսունակ ֆինանսական հաստատությունների, այդ թվում՝ բանկերի, վարկային կազմակերպությունների,

բորսա(ներ)ի, և ֆինանսական այլ կազմակերպությունների համակարգը, այնպես էլ Կենտրոնական բանկի ներքին գործունակ կառուցվածքի ձևավորումը, որը թույլ է տալիս օպերատիվ և հիմնավոր ձևով մշակելու և իրականացնելու տնտեսության կայունությանն ու զարգացմանն ուղղված դրամավարկային քաղաքականություն:

6. Դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարության մշակումը և կատարելագործումը.

Դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետ իրականացման համար անհրաժեշտ պայման է որոշակի ռազմավարության մշակումը՝ հաշվի առնելով ՀՀ Կենտրոնական բանկի հիմնական և այլ խնդիրները, ինչպես նաև երկրի տնտեսության ընթացիկ վիճակն ու հեռանկարները: ՀՀ Կենտրոնական բանկն ի սկզբանե որդեգրել է փոխարժեքի նպատակադրման ռազմավարությունը, և ըստ այդմ էլ պետք է նշել, որ այս ռազմավարությունը Կենտրոնական բանկին ըստ էության պարտադրվել է օրենքով: «Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկի մասին» 1993թ. մարտի 30-ին ՀՀ Գերագույն խորհուրդի կողմից ընդունված օրենքի Հոդված 18-ում նշվում էր. «Դրամավարկային քաղաքականությունն իրականացվում է շրջանառության մեջ գտնվող դրամական զանգվածի ու ծավալի կարգավորման միջոցով»: Ընդ որում, ինչպես նշել ենք նախորդիվ, անցումային տնտեսության ձևավորման այդ փուլում փոխարժեքի նպատակադրման ռազմավարությունն ըստ էության առավելագույնս արդիական էր և ՀՀ տնտեսության խնդիրներին համապատասխան:

2006թ. ՀՀ Կենտրոնական բանկի կողմից որոշում կայացվեց անցում կատարել գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանը: Ընդ որում ՀՀ Կենտրոնական բանկն ընտրեց գնաճի լիարժեք նպատակադրման ռազմավարությունը՝ չնայած դրա արդյունավետ կիրառմանը ՀՀ դեպքում խանգարում են մի շարք հանգամանքներ:¹⁰⁷ Ավելին, Կենտրոնական բանկի

¹⁰⁷ Արաբյան Դ. Ժ. ՀՀ ԿԲ Դրամավարկային քաղաքականության նպատակների և ռազմավարության հարցերի շուրջ, ՀՀ ԳԱԱ Տնտեսագիտության ինստիտուտի գիտական հանդես, Եր., 2016թ.

կողմից հրապարակված տարբեր փաստաթղթերում, այդ թվում դրամավարկային քաղաքականության տեսլականներում գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը մատնանշվում է որպես դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ զարգացման հիմնական ուղղություն:

7. Դրամավարկային քաղաքականության տեսական լուրջ բազայի ստեղծումը և մասնագետների պատրաստումը:

Դրամավարկային քաղաքականության ոլորտը պահանջում է մասնագետների բավականաչափ լուրջ մասնագիտական և ընդհանուր գիտական պատրաստվածություն: Այս առումով բնական է, որ նորանկախ Հայաստանի Հանրապետությունն ունենալու էր մասնագետների որոշակի պակաս: Այնուամենայնիվ մասնագետների խնդիրը շատ կարճ ժամանակահատվածում լիովին լուծվել է, և ավելին, տարբեր հետազոտողների կողմից կատարվել են ոլորտին առնչվող բազմաթիվ գիտական հետազոտություններ, այդ թվում՝ թեկնածուական և դոկտորական ատենախոսություններ: ՀՀ Կենտրոնական բանկի կողմից պարբերաբար կազմակերպվում են միջազգային տնտեսագիտական գիտաժողովներ, մրցույթներ, փորձի փոխանակման նպատակով հրավիրվում են ոլորտի համաշխարհային ճանաչում ունեցող մասնագետներ, տարբեր երկրների համապատասխան պաշտոնյաներ և այլն:

Հաշվի առնելով վերոնշյալը՝ կարծում ենք, որ արդեն այսօր պետք է մշակվի Կենտրոնական բանկի և նրա կողմից վարվող դրամավարկային քաղաքականության զարգացման հեռանկարային երկարաժամկետ նախագիծ: ՀՀ ԿԲ-ի դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ զարգացման մեր տեսլականը ներկայացնենք ստորև:

1. Նպատակը

ՀՀ Սահմանադրությամբ և «ՀՀ Կենտրոնական բանկի մասին» ՀՀ օրենքով սահմանվում է, որ ՀՀ Կենտրոնական բանկի հիմնական խնդիրը գների կայունության ապահովումն է: Բնական է, որ դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ զարգացման ծրագրի հիմքում պետք է

դրվի գների կայունության խնդիրը: Ինչպես նշված է ՀՀ Կենտրոնական բանկի պաշտոնական կայքի համապատասխան բաժնում. «...գների կայունությունը մակրոտնտեսական կայունության կամ տնտեսական գործունեության համար կայուն պայմանների ստեղծման հիմնական նախադրյալներից է: Գների կայունության ապահովմամբ ԿԲ-ը նպաստում է երկարաժամկետ հատվածում բարձր տնտեսական աճին, հետևաբար բնակչության կենսամակարդակի բարձրացմանը: Միջազգային փորձի հիման վրա իրականացված վերլուծությունները ցույց են տալիս, որ բարձր և տատանողական գնաճը խոչընդոտում է տնտեսության զարգացմանը: Մասնավորապես, բարձր և տատանողական գնաճի պայմաններում, որն, ի դեպ ուղեկցվում է նաև գների փոփոխման հետագա անորոշությունների մեծացմամբ, կրճատվում են իրական եկամուտներն ու խնայողությունները, ինչպես նաև երկարաժամկետ բիզնես ծրագրերում ներդրումները»:¹⁰⁸

Չնայած մենք չենք վիճարկում գների կայունության ապահովման կայունությունը երկրի տնտեսության զարգացման համար, այնուամենայնիվ այս խնդրի իրագործման ռազմավարությունը, դրան համապատասխան ցուցանիշները և դրանց վերլուծության ու գնահատման մեթոդաբանությունը ոչ միայն կարող են, այլև անհրաժեշտաբար պետք է վերանայվեն ժամանակի ընթացքում և համապատասխանեցվեն տնտեսության զարգացման տվյալ փուլի պահանջներին:

2. Ռազմավարությունը

Գների կայունության ապահովմանն ուղղված դրամավարկային քաղաքականության իրականացման արդյունավետությունը մեծապես կախված է դրա ռազմավարությունից: ՀՀ Կենտրոնական բանկը վերջին տարիներին անցում կատարեց գնաճի լիարժեք նպատակադրման ռազմավարությանը: Սակայն մեր կարծիքով, օբյեկտիվ և սուբյեկտիվ մի շարք գործոններից ելնելով, այս ռազմավարությունն ուղղակի չի կարող լրիվ ծավալով իրագործվել: Այս պայմաններում մեր խորին համոզմամբ լավագույն լուծումը կլինի ոչ թե որևէ այլ

¹⁰⁸ ՀՀ ԿԲ պաշտոնական կայք - <https://www.cba.am/am/SitePages/mpobjective.aspx>

մակրոտնտեսական ցուցանիշի նպատակադրումը, այլև առանց կոնկրետ նպատակադրման ռազմավարության որդեգրումը: Ճիշտ է, այդ դեպքում ՀՀ Կենտրոնական բանկի գործունեության արդյունքների գնահատումը և դրա նկատմամբ վերահսկողություն իրականացնելն ավելի բարդ կլինի, սակայն կբարձրանա Կենտրոնական բանկի ազատությունը՝ փոփոխվող տնտեսական իրականության տարբեր ազդակներին արձագանքելու հարցում: Ավելին Կենտրոնական բանկն այս պարագայում կկարողանա ավելի ակտիվ, նախաձեռնողական և տնտեսության երկարաժամկետ զարգացմանն ուղղված ծրագրեր իրականացնել, ինչի հնարավորությունը գնաճի լիարժեք նպատակադրման պայմաններում լրջորեն սահմանափակվում է:

3. Իրականացման գործընթացը

ՀՀ ԿԲ-ի դրամավարկային քաղաքականության անցած տարիների ձեռքբերումների շարքում մենք նշեցինք նաև պլանավորման հստակ համակարգի ձևավորումը: Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության վերլուծության և պլանավորման արդյունավետ համակարգի պայմաններում այդ քաղաքականության արդյունավետության բարձրացման հաջորդ քայլը մեր կարծիքով պետք է լինի դրա փոխանցումային համակարգի զարգացումը: Այս առումով հատկապես կարևորում ենք արժեթղթերի շուկայի և բորսայական առևտրի զարգացմանն ուղղված ռազմավարական ծրագրերի իրագործումը, ֆինանսական կազմակերպությունների գործունեության ֆինանսավորման ներպետական աղբյուրների զարգացումը, ֆինանսական գործառնությունների ապահովագրման տարբեր գործիքների ներդնումը և այլն:

4. Թափանցիկությունը և հասարակական աջակցությունը

Դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ բարեփոխումների մյուս կարևոր ուղղությունը մեր կարծիքով Կենտրոնական բանկի գործունեության թափանցիկության բարձրացումն է: Դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության կարևորագույն պայմաններից մեկն, ինչպես նշել ենք նախորդիվ, դրա թափանցիկության բարձր մակարդակի ապահովումն է, որի ներքո նախ և առաջ ընդունված է հասկանալ ՀՀ

Կենտրոնական բանկի գործունեության ու մասնավորապես՝ այդ քաղաքականության վերաբերյալ համակողմանի տեղեկատվության հրապարակումը: Այս ոլորտում ՀՀ Կենտրոնական բանկը վերջին տարիներին լուրջ հաջողությունների է հասել՝ ձևավորելով դրամավարկային քաղաքականության ծրագրերի և դրանց իրագործման արդյունքների մասին հաշվետվությունների հրապարակման կուռ համակարգ: Սակայն միայն պաշտոնական տնտեսական տեղեկատվության հրապարակումը բոլորովին էլ չի ապահովում դրամավարկային քաղաքականության նկատմամբ հասարակության վստահության բավարար մակարդակ: Այս առումով կարևոր քայլ կարող է լինել ոչ միայն դրամավարկային քաղաքականության վերաբերյալ պաշտոնական տեղեկատվության հրապարակումը, այլև Կենտրոնական բանկի գործունեության մասին լայն հասարակության մոտ գիտելիքների որոշակի մակարդակ ձևավորելուն ուղղված ուսուցողական տարբեր ծրագրերի իրականացումը:

5. Արժույթային քաղաքականությունը

Դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության տեսանկյունից կարևոր նշանակություն ունի ազգային արժույթի խնդիրը: Վերջին տարիներին ՀՀ Կառավարության կողմից ակտիվորեն իրականացվում են միջազգային տարբեր տնտեսական և քաղաքական միավորումներին ինտեգրմանն ուղղված ծրագրեր: Մասնավորապես կարելի է նշել ԵՄ արևելյան համագործակցության ծրագրերը, ինչպես նաև ՀՀ անդամակցությունը Եվրասիական տնտեսական միությանը: Նմանատիպ ինտեգրացիոն գործընթացների կարևորագույն տարրերից է հանդիսանում ընդհանուր արժույթային գոտու ստեղծումը, ինչը մեր կարծիքով Հայաստանի պայմաններում դեռևս իրագործելի չէ: Ինչպես ցույց տվեց 2008թ. համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամը, սեփական ազգային արժույթի առկայությունը և դրա փոխարժեքի և կայունության կառավարման ազատությունը զգալիորեն հեշտացնում են տնտեսական ճգնաժամերի ազդեցության մեղմմանն ուղղված ՀՀ Կառավարության և ՀՀ Կենտրոնական բանկի հնարավորությունները: Հետևաբար մեր կարծիքով ՀՀ Կենտրոնական բանկի դրամավարկային

քաղաքականության երկարաժամկետ զարգացման ծրագրերի հիմքում պետք է դրվի ազգային արժույթի պահպանման և դրա կայունության բարձրացման պայմանը:

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ

Կատարելով «ՀՀ Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության և դրա արդյունքների գնահատման հիմնահարցերը» թեմայով հետազոտական աշխատանք հանգել ենք հետևյալ եզրակացություններին ու առաջարկություններին՝

- «Դրամավարկային քաղաքականություն» հասկացությունը տարբեր հեղինակների կողմից ստացել է մեծ թվով բազմաբովանդակ բնորոշումներ, որոնց պարզաբանումներով պայմանավորված սահմանել ենք հետևյալ կերպ «Դրամավարկային քաղաքականությունը երկրի կենտրոնական բանկի (կամ նրա դերը կատարող այլ մարմնի) կողմից կիրառվող միջոցների և միջոցառումների ամբողջություն է՝ ուղղված տվյալ երկրի կենտրոնական բանկի համար օրենսդրությամբ սահմանված հիմնական և այլ խնդիրների լուծմանը»:

- Ժամանակակից դրամավարկային քաղաքականության մշակման և իրականացման գործընթացը հիմնվում է դրամական տեսության վրա, որն իր վրա կրում է ինչպես քեյնսյան, այնպես էլ մոնետարիստական տեսությունների ազդեցությունը:

- Դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների խնդիրը պետք է դիտարկել երկու մակարդակներում՝ ընդհանուր տեսական և գործնական: Ընդհանուր տեսական մակարդակում դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների խնդիրը կայանում է նրանում, որպեսզի պարզաբանվի, թե ինչ ուղիներով և որքանով է դրամավարկային քաղաքականությունն ազդում տնտեսական գործընթացների վրա: Կամ այլ կերպ ասած, խնդիրը հանգում է դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի հետազոտությանը: Իսկ ահա գործնական մակարդակում դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների տակ պետք է հասկանալ մակրոտնտեսական թիրախային ցուցանիշների այն մակարդակները, որոնք գրանցվել են դիտարկվող ժամանակահատվածի (ամիս, եռամսյակ, կիսամյակ կամ տարի) արդյունքներով:

- Դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետությունն իրենից ներկայացնում է այդ քաղաքականության առջև դրված խնդիրների և նպատակների իրագործման աստիճանը, որի գնահատման նպատակով առաջարկում ենք հետևյալ ընդհանուր մեթոդաբանական մոտեցումը.

1. դրամավարկային ոլորտի ընդհանուր ելակետային իրավիճակի (հիմնական մակրոտնտեսական ցուցանիշներ, ռիսկեր, դրամավարկային քաղաքականության վրա ազդող արտաքին և ներքին գործոններ) վերլուծության իրականացում,

2. դրամավարկային քաղաքականության կարճաժամկետ և երկարաժամկետ նպատակների համեմատական վերլուծություն դրանցով պայմանավորված արդյունքների հիման վրա,

3. դրամավարկային քաղաքականության սահմանված նպատակների և դրանց իրագործման նպատակով կիրառված միջոցների հիմնավորվածության տեսական վերլուծություն,

4. դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության գնահատում ակնկալվող հետևանքների և փաստացի արդյունքների համեմատության միջոցով,

5. դրամավարկային քաղաքականության նպատակների և խնդիրների իրականացման չափի գնահատում,

6. դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության գործակցի հաշվարկ և ամփոփ գնահատում:

- ՀՀ ԿԲ-ի կողմից որդեգրած ռազմավարությունը և դրա շրջանակներում դրամավարկային քաղաքականության որոշումների հիմքում ընկած կանխատեսումների համակարգն ըստ էության ապահովում են բավարար պայմաններ՝ դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետ իրականացման համար:

- Ինչպես ՀՀ Կենտրոնական բանկը, այնպես էլ որևէ երկրի Կենտրոնական բանկ չի կարող սահմանափակվել միայն գների կայունության կամ տվյալ երկրի օրենսդրությամբ՝ Կենտրոնական բանկի առջև դրված այլ

հիմնական խնդրի կատարմամբ: Իրականում Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականությունը՝ հարկաբյուջետային քաղաքականության հետ համատեղ ուղղված է լինելու լուծել երկրի տնտեսության ընդհանուր կայունության և երկարաժամկետ զարգացման հիմնախնդիրները: Այս առումով զարմանալի չէ, որ շատ դեպքերում Կենտրոնական բանկի ջանքերը փաստացի ուղղվում են ոչ միայն դրամավարկային քաղաքականության հիմնական խնդրի կատարմանը, այլև պաշտոնապես չնպատակադրված այլ խնդիրների լուծմանը: ՀՀ դեպքում նման խնդիրներից կարելի է նշել մասնավորապես արտարժույթի փոխարժեքի հարաբերական կայունության ապահովումը:

- Դրամավարկային քաղաքականության արդյունքներն ամփոփելու համար կիրառվող կարևորագույն ցուցանիշներից է դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետությունը, որի գնահատման համար որպես կանոն կիրառվում են մակրոտնտեսական տարբեր ցուցանիշներ, և ըստ այդմ էլ անհրաժեշտ է որոշակի մեթոդաբանական մոտեցում, որը և մշակվել է մեր կողմից:

- Տնտեսության աճի փուլի ընթացքում դրամավարկային քաղաքականության հիմնական գործառույթը ՀՆԱ-ի և փողի առաջարկի աճի համաչափության ապահովումն է, ինչպես նաև տնտեսական տարաբնույթ շուկերի ազդեցության կառավարումը: Այս փուլում դրամավարկային քաղաքականությունը ենթադրում է փողի առաջարկի գործիքների կիրառման որոշակի հստակ մոտեցումների մշակում՝ որոնք արտահայտվում են որպես դրամավարկային քաղաքականության կանոններ:

- ՀՀ Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության հիմքում պաշտոնապես որևէ կանոն չի դրվել: Չնայած դրան մեր վերլուծությունների արդյունքում պարզվել է, որ իրականում ՀՀ-ի կողմից կիրառվում է անվանական տոկոսադրույքի սահմանման կանոն, որի համաձայն դրա մեծության վրա ազդում են 4 հիմնական գործոններ՝ ԱՄՆ դոլլարի և ՌԴ ռուբլու փոխարժեքները, ինչպես նաև ներմուծման ծավալները և նավթի գինը:

- Ավելի քան երկու տասնամյակ ՀՀ Կենտրոնական բանկը մշակում և իրականացնում է ինքնուրույն և անկախ դրամավարկային քաղաքականություն, որի արդյունքում Կենտրոնական Բանկը հասել է մի շարք նշանակալից ձեռքբերումների, այդ թվում՝ ազգային արժույթի ներդրումն ու դրա կայունության ապահովումը, գերզնաճի հաղթահարումը, պլանավորման գործուն համակարգի ձևավորումը, թափանցիկության միջազգային չափանիշներին համապատասխան մակարդակի ապահովումը, դրամավարկային կարգավորման գործուն մեխանիզմի ձևավորումը, դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարության մշակումը և կատարելագործումը, դրամավարկային քաղաքականության տեսական բազայի ձևավորումն ու որակավորված մասնագետների պատրաստումը,

- Չնայած դրամավարկային քաղաքականության նշանակալից ձեռքբերումներին, շարունակում են չլուծված մնալ մի շարք խնդիրներ, այդ թվում՝ դոլարիզացիայի բարձր մակարդակը, ՀՀ Կենտրոնական բանկի անկախության խնդիրները, բնակչության վստահության ոչ բարձր մակարդակը, դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարության խնդիրները, տնտեսական ճգնաժամերը և ֆինանսական կայունության խնդիրները:

ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ

1. ՀՀ Սահմանադրություն
2. «ՀՀ Կենտրոնական բանկի մասին» ՀՀ օրենք,
3. ՀՀ ԿԲ կողմից գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ընդունման հիմնավորում
<https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/DVQ/npatakadrum%20hajeren.pdf>
4. «ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիքներ և դրանց կիրառման մեխանիզմներ» փաստաթղթին հավանություն տալու մասին որոշում, ԿՈԴ 050.0246 Ա., 27.09.11
5. Անանյան Կ.Լ., Դրամավարկային քաղաքականության հիմնախնդիրները անցումային տնտեսությամբ երկրներում / ՀՀ օրինակով / : Տնտ. գիտ. թեկն. ատեն. – Եր., 2006,
6. Բայադյան Ա.Հ., Ֆինանսա-վիճակագրական բացատրական բառարան, - Եր.: Լիմուշ, 2008.- 514էջ,
7. Գները և գների ինդեքսները Հայաստանի Հանրապետությունում 2004-2008թթ. , վիճակագրական ժողովածու, ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայություն, Երևան, 2009թ.,
8. Գրիգորյան Ա.Ա., Դրամավարկային և հարկաբյուջետային քաղաքականությունների զուգակցման հիմնախնդիրները ՀՀ-ում: Տնտ. Գիտ. թեկն. ատեն. – Եր., 2010,
9. Էվոյան Է. Ա. , Մոնետար քաղաքականության ազդեցությունը գնաճի և ՀՆԱ-ի վրա: Տնտ. գիտ. թեկն. ատեն. - Եր. , 2007,
10. Մակրոտնտեսական կանխատեսում: Ուս. ձեռնարկ.- (տ.գ.դ., պրոֆ. Հ. Բ. Ղուշյանի ընդհանուր խմբագրությամբ և ղեկավարությամբ), - Եր.: Տնտեսագետ, 2008, 348 էջ:
11. Շաբոյան Ա.Գ. Դրամավարկային մեխանիզմի հիմնահարցերը և կատարելագործման ուղիները ՀՀ-ում:// Տնտ. գիտ. թեկն. ատենախոսություն, ԵրՊՏԻ, Եր., 2000թ.,

12. Տնտեսագիտության տեսություն (Ուսումնական ձեռնարկ)/ խմբ.՝ Գ.Ե. Կիրակոսյանի . - Եր.: Տնտեսագետ, 2000.- 488 էջ,
13. Տնտեսագիտության տեսություն (ուսումնական ձեռնարկ), խմբ.՝ տ.գ.դ., պրոֆ. Գ.Ե. Կիրակոսյանի և տ.գ.թ., պրոֆ. Ի.Ե. Խլիլյանի.-Եր., Տնտեսագետ, 2009.- 752 էջ
14. Абель Э., Бернанке Б. Макроэкономика. 5-е изд. - СПб.: Питер, 2008. - 768 с.
15. Асаул, А. Н. Модернизация экономики на основе технологических инноваций / А. Н. Асаул [и др.]. - СПб: АНО ИПЭВ, 2008. - 606 с., էջ 134
16. *Банковское дело. Учебник* / Под ред.: Колесников В.И., Кроливецкая Л.П.. - 2-е изд., стереотип. - М.: Финансы и статистика, 1996. - 480 с.,
17. Банки и банковские операции / Под ред. Е. Ф. Жукова. М.: ЮНИТИ. Банки и биржи, 1997. – 460 с.,
18. Бартенев, С. А. Экономические теории и школы (история и современность):Курс лекций. - И.:Издательство БЕК, 1996. - 352 с.,
19. Берже П. Денежный механизм. М.: ИНФРА-М, 1996. – 192с.,
20. Борисов А. Б. Большой экономический словарь / А. Б. Борисов. - М. : Книжный мир, 2010. - 848 с.,
21. Бункина М.К., Семенов А.М. Макроэкономика: Учебник. _ 4-е изд., перераб. и доп. _ М.: Издательство «Дело и Сервис», 2003. _ 544с.,
22. Вальрас Л. Элементы чистой политической экономии. – М.: Изограф, 2000 . – 448с
23. Вулфел Ч. Дж. Энциклопедия банковского дела и финансов. _ ЗАО "Корпорация Федоров". — Самара, 2000. — 1030 с.,
24. Гальперин В. М., Игнатьев С. М., Моргунов В. И. Микроэкономика./Общая редакция В. М. Гальперина. СПб.: Экономическая школа. 1999. Т. 1. 349 с.,
25. Голикова Ю.С., Хохленкова М.А. Банк России : организация деятельности. В 2 Т. – М.: ООО Издательско-консалтинговая Компания ДеКа, 2000. – 263с. ,
26. Государственное регулирование рыночной экономики: учеб. пособие для упр. и экон. спец. вузов / отв. ред. И.И.Столяров. - М.: Дело, 2001. - 279с. ,

27. Деньги и кредит в рыночной экономике / Под ред. В.И. Колесникова. Изд-во С.-П. ун-та экономики и финансов, 1994. – 462 с.,
28. Денежно-кредитная политика государств — членов ЕАЭС: текущее состояние и перспективы координации.— М.: ЕЭК, СПб.: ЦИИ ЕАБР, 2017. — 148 с.,
29. Денежно-кредитная политика: теория и практика : учеб. пособие / С. Р. Моисеев. - М.: Московская финансово-промышленная академия, 2011. - 784с.
30. Долан Э. Дж. и др. Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика/ Пер. сангл. В. Лукашевича и др.— М., 1996. —448с.,
31. Иришев Б.К. Денежно-кредитная политика: концепция и механизм / - Алма-Ата: Чылым, 1990. – 74 с.,
32. История экономических учений: учебное пособие / Н.И. Пшиканова. – Майкоп: АГУ, 2011. - 261 с.,
33. Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. М., 1978. - 157с.,
34. Косова Т.Д., Папаика А.А., Арбузов С.Г., Деева Н.Е. Центральный банк и денежно – кредитная политика К.: Центр учебной литературы, 2011. – 328с.,
35. Литовских, А.М. ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ Конспект лекций. - Таганрог: Изд-во ТРТУ, 1999. 76с.,
36. Курс экономической теории. Под ред. Чепурина М.Н., Киселевой Е.А. 5-е изд., испр., дополн. и перераб. - Киров: "АСА", 2006. — 832 с.
37. Лопатников Л. И. Экономико-математический словарь: Словарь соврем. экон. науки /Л. И. Лопатников; Под ред. Г. Б. Клейнера; Акад. нар. хоз-ва при Правительстве РФ. — 5-е изд., перераб. и доп. — М.: Дело, 2003. — 519 с.,
38. Макроэкономика. Агапова Т.А., Серегина С.Ф. 6-е изд., стереотип. - М.: Дело и Сервис, 2004. — 448 с.,
39. Марыганова Е.А., Шапиро С.А. Макроэкономика. Экспресс-курс: учебное пособие. – М.: КНОРУС, 2010. – 302с.,
40. Матвеева Т.Ю. Курс лекций по макроэкономике М.: ГУ ВШЭ, 2003. — 250 с.,
41. Матук Жан. Финансовые системы Франции и других стран: В 2-х т.: Пер. с фр. – М.: Финстатинформ, 1994. - 685 с

42. Мировая экономика. Ломакин В.К. 3-е изд., стереотип. – М.: 2007. — 672 с.,
43. Мишкин, Фредерик С. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков, 7-е издание: Пер. с англ. — М.: ООО "И.Д. Вильямс", 2006. — 880 с.: ил. — Парал. тит. англ.,
44. Общая теория денег и кредита: Учебник / Под ред. проф. Е.Ф. Жукова. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1995. – 304 с.,
45. Основы организации деятельности центрального банка: Учебное пособие. – Хабаровск: РИЦ ХГАЭП, 1999. – 136 с
46. Поляков В. П., Московкина Л. А. Основы денежного обращения и кредита. М.: Инфра-М, 1997. – 187 с.,
47. Поляков В.П., Московкина Л.А. Структура и функции центральных банков. Зарубежный опыт: Учебное пособие. – М.: ИНФРА-М, 1996. – 192
48. Программа антикризисных мер Правительства Российской Федерации на 2009 год (протокол от 9 апреля 2009 г. № 11); Министерство экономического развития Российской Федерации
[//http://economy.gov.ru/minrec/activity/sections/strategicplanning/crisis/doc20100318_013](http://economy.gov.ru/minrec/activity/sections/strategicplanning/crisis/doc20100318_013)
49. Райзберг, Б.А. Словарь современных экономических терминов. _ 4-е изд. _ М.: Айрис-пресс, 2008. _480с.,
50. Роуз П.С. Банковский менеджмент. Часть 1, Главы с 1 по 16/ Под ред. И.В. Башниш, И.Е. Новикова. – М.: Дело, 1997. – 744 с.,
51. Савин С.А., Гнатюк П.М., Осколкова Н.С. Денежно-кредитная политика: стратегия и тактика. Красноярск. 2005. – 204 с.,
52. *Словарь психолога-практика* / Сост. С. Ю. Головин. — 2-е изд., перераб. И доп. — Мн: Харвест, М.: АСТ, 2001. — 976 с.
53. Словарь современных экономических терминов/ Б. А. Райзберг, Л. Ш. Лозовский. _ 4-е изд. — М.: Айрис-пресс, 2008. — 480с.,
54. Современная Греция в мировой экономике и политике / Отв. ред. – Ю.Д. Квашнин. – М.: ИМЭМО РАН, 2013. – 184 с.

55. Стиллиц Дж. Ю. Экономика государственного сектора/Пер, с англ. — М.: Изд-во МГУ: ИНФРА-М, 1997. - 720 с.,
56. Сулинов А.В. Стратегии монетарной политики с эксплицитным номинальным якорем и определение текущего режима таргетирования Банка России М.: Вестник РГТУ, 2007г., 250 стр.,
57. Трунин Павел Вячеславович. Анализ независимости центральных банков РФ, стран СНГ и Восточной Европы / Трунин П.В., Князев Д.А., Сатдаров А.М.. - М. : ИЭПП, 2010. - 76 с.,
58. Философский энциклопедический словарь / Гл. Редакция: Л.Ф. Ильичев, П.Н. Федосев, С.М. Ковалев, В.Г. Панов _ М.: Сов. Энциклопедия, 1983. _ 840с.,
59. Финансовые системы Франции и других стран. В 2 т. Т.1: Банки. Кн. 1 : пер. с фр. / Жан Матук ; Под общ.ред. Лия Павловна Павлова ; Под общ.рук. Г.В. Апрелева . – Москва : Финстатинформ, 1994 . – 325 с.,
60. Финансы: учебник для студентов вузов, обучающихся по Ф59 экономическим специальностям, специальности «Финансы и кредит» (080105) / Пол ред. Г.Б. Поляка. — 3-е изд., перераб. и доп. — М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2008.— 703 с. — (Серия «Золотой фонд российских учебников»). I. Поляк, Георгий Борисович, ред.
61. Хейне П. Экономический образ мышления: пер. с англ. 5-го изд. — М.: Новости, 1991. — 704 с.,
62. Хикс Джон Ричард. Стоимость и капитал, М.: Прогресс, 1993. — 488 с. — Общ. ред. и вступ. ст. Р.М. Энтова.,
63. Цветков В. А. Циклы и кризисы: теоретико-методологический аспект. М. ; СПб. : Нестор-История, 2013. 504 с.,
64. Экономика. Журавлева Г.П. М.: Юристъ, 2002. — 574 с.
65. Экономическая теория. Ч.2. Макроэкономика. Переходная экономика. Герасимов Б.И., Косов Н.С., Дробышева В.В. и др. Тамбов.: ТГТУ, 2009. — 204 с.

66. Экономический риск: сущность, методы измерения, пути снижения: учебное пособие / В. М. Гранатуров . – 2-е издание, перераб. и доп . – М. : Дело и сервис, 2002 . – 160 с.
67. Alexander William Salter. “An Introduction to Monetary Policy Rules.” Mercatus Working Paper, Mercatus Center at George Mason University, Arlington, VA, November 2014, 41 pages,
68. Bindseil, Ulrich 2004: The Operational Target of Monetary Policy and the Rise and Fall of Reserve Position Doctrine, ECB Working Paper Series, No. 372, June 2004. – 46 pages
69. Boozer B.B. (Jr) An Analysis of Economic Efficiency in Predicting Legislative Voting Beyond a Traditional Liberal-conservative Spectrum // Auburn University, ProQuest, 2008, 405 p.,
70. BURNS, Arthur F. and MITCHELL, Wesley C. MEASURING BUSINESS CYCLES. New York: National. Bureau of Economic Research, 1946. Pp. xxvii, 560.
71. Cambridge Academic Content Dictionary, Cambridge University Press (November 10, 2008). - 1156 pages,
72. Clark John Bates The Distribution of wealth: A Theory of Wages, Interests and Profits originally published by Macmillian and Co. in 1899. - 446 pp.
73. “Financial Crises: Explanations, Types, and Implications” in S. Claessens, M. A. Kose, L. Laeven, and F. Valencia, eds., Financial Crises: Causes, Consequences, and Policy Responses, forthcoming, IMF, 2013. - 65 pp.,
74. Glenn D. Rudebusch & Lars E. O. Svensson, 1998. "Policy rules for inflation targeting," Proceedings, Federal Reserve Bank of San Francisco, 54 pp.,
75. Introduction to Macroeconomics, Lecture Notes by Robert M. Kunst, University of Vienna 2006. – 90 pages,
76. Irving Fisher Booms and Depressions Some First Principles, New York, ADELPHI COMPANY, 1932. - 258 pp.
77. Jagdish Handa Monetary Economics, Second Edition (London, U.K.: Routledge, 2008), 871 pages,

78. J.M. Keynes *General Theory Of Employment, Interest And Money*, Atlantic publishers & distributors, New Delhi, 2008. - 336 pages,
79. Kindleberger C. P., Aliber R.Z., *Manias, panics, and crashes: a history of financial crises.*— 5th ed. Wiley Investment Classics (Tom 39), Wiley, 2005.- 355 pages,
80. Linstone H.A. & M. Turoff (Eds.), *The Delphi method: Techniques and applications*. Boston, MA: Addison-Wesley, 1975. - 616p.,
81. Madura, J.D. *International Financial Management*, Florida Atlantic University, Thomson South-Western, 2008. - 673p.,
82. Milton Friedman "The Methodology of Positive Economics" In *Essays In Positive Economics* (Chicago: Univ. of Chicago Press, 1966), 328 pages,
83. Milton Friedman *The optimum quantity of money /The optimum quantity of money and other essays*. – Chicago: Aldine Pub. Co., 1969 - Money supply. - 296 pages,
84. Minsky, Hyman P. Ph.D., "The Financial-Instability Hypothesis: Capitalist Processes and the Behavior of the Economy" (1982). *Hyman P. Minsky Archive*. Paper 282. Raymond W. Goldsmith, "Comment" (on Minsky),
85. Mishkin, F.S.; Posen, A.S., *Inflation Targeting: Lessons from Four Countries*, Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, August 1997, 9-110,
86. *Monetary policy and price stability/* Mark Labonte and Gail Makinen, Nova Science Publishers, New York, 2004, 58 pages,
87. Reuven Glick & Michael M. Hutchison, "Currency crises," Working Paper Series 2011-22, Federal Reserve Bank of San Francisco, September 2011, 30 pp.,
88. Shapiro A.C. *Multinational financial management* Wiley, 2013. — 728 p. in color — 10th ed. — ISBN: 1118572386, 9781118572382
89. *The purchasing power of money: its determination and relation to credit, interest and crices* by Fisher, Irving; Brown, Harry Gunnison, The Macmillan company, New York, 1920, 515pp.,

90. The theory of political economy, by W. Stanley Jevons, M.A. (Lond.)
Professor of logic and political economy in Owens College, Manchester, London
and New York, Macmillan and co. 1871. – 267p.,
91. Tian Yu Market Liquidity Risk and Market Risk Measurement. MSc. Thesis,
DELFT University of Technology Amsterdam. Netherland, June 2009. 66pp., էջ 12
92. Vivudh Bhatia Understanding The Financial Crisis, Post Crisis Policy Implications
and Analysis of Public Comments, Master Thesis for the degree of Master of
Science in Management, Technology and Economics (MTEC) Zurich April 2011. –
84 pages,
93. Webster's New International Dictionary. Second Edition, With Reference History,
G. & C. Merriam Company (1934). – 334 pages,
94. Wicksell, K. (1898) Interest and Prices . English translation New York 1936:
Sentry Press. – 240 pages,

Գիտական հոդվածներ

95. Արաբյան Դ.Ժ. Դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության և
դրա գնահատման տեսակետների պարզաբանման հարցերի շուրջ,
Հայաստան. Ֆինանսներ և էկոնոմիկա, թիվ 3-4 (175-176), 2015թ. էջ 90-94,
96. Արաբյան Դ. Ժ. Դրամավարկային քաղաքականության ելակետային
իրավիճակի վերլուծությունը, «ԱՅԼԸՆՏՐԱՆՔ» եռամսյա գիտական հանդես,
Ապրիլ-հունիս, Եր. , «Լիմուշ», 2016թ. , էջ 237-252,
97. Արաբյան Դ. Ժ ՀՀ ԿԲ Դրամավարկային քաղաքականության արդյունքների
վերլուծությունը, «ՀՀ սոցիալ-տնտեսական կայուն զարգացման
հիմնախնդիրները» գիտական հոդվածների ժողովածու-1(21), Գիրք 1 –
Երևան, Անանիա Շիրակացի Համալս. հրատ., 2014. – 294 էջ, էջ 51 – 57,
98. Արաբյան Դ. Ժ. ՀՀ ԿԲ Դրամավարկային քաղաքականության
նպատակների և ռազմավարության հարցերի շուրջ, «Սոցիալ-տնտեսական

- զարգացման արդի հիմնախնդիրները ՀՀ-ում» գիտական հոդվածների ժողովածու, Երևան, «Գիտություն», 2016թ. , էջ 45-52,
99. Արաքյան Դ.Ժ. ՀՀ Մակրոտնտեսական հիմնական դիսկերը և դրանց բնորոշ առանձնահատկությունները, Հայաստան. Ֆինանսներ և էկոնոմիկա, թիվ 9-10 (193-194), 2016թ. էջ 109-112,
 100. ԶԵԿՈՒՅՑ. Հայաստանում աշխատանքային միգրացիայի փորձնական ընտրանքային հետազոտության արդյունքները // ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայություն, Երևան, 2007,
 101. *Александрова А.К.* Об эффективности антикризисных мер Греции в 2008–2009 годах // Современная Греция в мировой экономике и политике. М.: ИМЭМО РАН, 2013. – Стр. 53–63,
 102. Байдина, О. С. Финансовые риски: природа и взаимосвязь / О. С. Байдина, Е. В. Байдин // Деньги и кредит. – 2010. – N 7. – С. 29-32,
 103. Беспалова О. В. Ильина Т. Г. Современные методики оценки эффективности денежно-кредитной политики Центрального Банка // Вестник СамГУ. 2014. № 2 (113). С. 126-131,
 104. Васина, Е.В. Мировые финансовые кризисы и их виды / Е.В. Васина // Вестник МГИМО. 2015. №4 (43) С.271-277,
 105. Воронов, К. Северные страны: рациональная алгоритмика преодоления кризиса// Мировая экономика и международные отношения. – 2014. – № 10. – С. 37-48.
 106. Голикова Е. И., Захаров В. К. Угрожает ли России перегрев экономики и спасает ли от него отток капитала// Россия: тенденции и перспективы развития. — Т. 8 из *Ежегодник, часть 1.* — ИНИОН РАН Москва, 2013. — էջ 188–194,
 107. Зейдл К. Двенадцать причин для финансового кризиса // Экон. журнал ВШЭ. – 2010. – Т.14, N1. – С.122-133,

108. Золотарева, О.А. Инфляционное таргетирование: от дискреции к правилу / О.А. Золотарева // Вестник Ленинградского государственного университета имени А.С. Пушкина. – 2012. – №1–том 6. Экономика. – С. 126–134,
109. Иванов О. Б. Глобальные риски и экономические тенденции в современном мире // ЭТАП: экономическая теория, анализ, практика. – 2014. – № 1, с.18–33,
110. Измалкова Е.А. Центральный банк в системе рефинансирования коммерческих банков // Вестник ОГУ. 2010. № 13 (119), 168 – 173,
111. Исландия: уроки кризиса / Ю. А. Королев // Мировая экономика и международные отношения : Научный журнал : 12 номеров в год . – 2012 . – № 2 . – С. 81-90,
112. Котляров М.А. Методологические принципы и приоритеты развития системы регулирования банковской деятельности, Автореферат диссертации на соискание ученой степени доктора экономических наук, Екатеринбург : [б. и.], 1999. – 16 с.
113. Криворучко С.В. Особенности таргетирования инфляции в условиях волатильности валютного курса // Деньги и кредит, 2015. – № 11. – с. 46–52,
114. Кузнецова С.В. Критерии оценки эффективности денежно-кредитной политики Центрального банка // Известия высших учебных заведений. Сер. Экономика, финансы и управление производством.-2011.-№2.- стр. 34-40,
115. Макроэкономическое урегулирование и политические циклы в Китае в эпоху рыночных реформ / Карпов, М. В. //Проблемы национальной стратегии.- Российский институт стратегических исследований. - 2012.- № 6.- с.128- 144
116. Мельников В.В. Причины и признаки мирового экономического кризиса: тенденции восстановления российской экономики в 2011 году // Новый юридический журнал. – 2012. – № 2. – стр. 48-55,
117. Моисеев С. Р. Взлет и падение монетаризма// Вопросы экономики. — 2002. — № 9, стр. 92 – 104,

118. Овечкина Н.И., Шульгина Н.А. ТЕОРИЯ ЦИКЛИЧНОСТИ В ЭКОНОМИКЕ И ДЕМОГРАФИИ. Вестник НГУЭУ. 2012;(2):105-110,
119. Панкратов А.П. Классификация экономических рисков// Вестник НПИ. - 2013. - №2. Ё2 95-100,
120. Рустамов, Э. С. Влияние макроэкономической политики на предпосылки глобального кризиса 2007-2009 годов и смягчение его последствий/ Деньги и кредит -2012г.,N 2. - стр.12-20
121. Симановский А.Ю. «К вопросу о целях денежно-кредитной политики» // «Деньги и кредит» 1999, №4, стр. 15-22,
122. Сулинов А.В. Стратегии монетарной политики с эксплицитным номинальным якорем и определение текущего режима таргетирования Банка России М.: Вестник РГТУ, 2007г., 273 стр., Ё2 242-250,
123. Цедилина Е. В. Антикризисная политика в странах Балтии // Россия и новые государства Евразии. 2012. № 4. С. 97-107,
124. Чучко К.В. Выход стран Европы из кризиса. // Журнал «Теория и практика мирового развития», 2012, №11., стр. 340-342,
125. Шепелев О. М., Сутягин В. Ю. Страновой риск в деятельности иностранного инвестора, “Социально-экономические явления и процессы” №13, ФГБОУ ВПО «Тамбовский государственный университет имени Г. Р. Державина» 2013г., 211с., Ё2 139-144,
126. Шибанова-Роевко Е. А., Ляпина А. Е. Антикризисная регионалистика: опыт Израиля // Международный журнал экспериментального образования. 2011. №8. – стр. 307-309,
127. Юдаева К., Годунова М «Антикризисные программы поддержки экономики: систематизация и предложения для России» Текст. // Обзор центра макроэкономических исследований Сбербанка, февраль 2010 г. - 8 стр.,

128. Юрасова Л.А. Кризис и смена парадигмы экономической политики Венгрии / Л. А. Юрасова // Проблемы национальной стратегии. - 2012. - № 2. - С. 98-121,
129. Abbassi, Puriya and Linzert, Tobias, The Effectiveness of Monetary Policy in Steering Money Market Rates during the Recent Financial Crisis (April 4, 2011). ECB Working Paper No. 1328. Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=1802352>, 7
130. ANATOMY OF A FINANCIAL CRISIS Frederic S. Mishkin, Journal of Evolutionary Economics, 2, pp. 115-130 (1992).
131. Barro, Robert J. and David B. Gordon. "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy." Journal of Monetary Economics, Vol. 12, No. 1,(July 1983), pp. 101-121,
132. Ben Hillier, "Australia's resilience during the global crisis, 2007-2009", Marxist interventions, 2, 2010, pp. 59-77,
133. Bindseil, Ulrich The operational target of monetary policy and the rise and fall of reserve position doctrine. European central bank workin paper series NO. 372 / JUNE 2004. - 45 pp.,
134. Burgess, W. Randolph, "Reflections on the Early Development of Open Market Policy" Federal Reserve Bank of New York Monthly Review 46 (November 1964), 219-226,
135. Calvo, Guillermo A. and Carmen M. Reinhart. "Fear Of Floating," Quarterly Journal of Economics, 2002, v107(2,May), 379-408
136. Didier Sornette and Peter Cauwels (2015), "Financial Bubbles: Mechanisms and Diagnostics", Review of Behavioral Economics: Vol. 2: No. 3, pp 279-305.
137. Domanski D., Moessner R., Nelson W. Central banks as lender of last resort: experiences during the 2007-2010 crisis and lessons for the future// Finance and Economics Discussion Series. Federal Reserve Board. 2014. – 33 pages,
138. Dubova S.E., Kuznetsova S.V. Methodology of estimate of effectiveness of monetary and credit policy of central bank // Izvestiya vysshikh uchebnykh

- zavedenii. Serii: Ekonomika, financy i upravlenie proizvodstvom. 2011. № 4. P. 6–13.,
139. Eichengreen B., Rose A., and Wyplosz C., "Contagious Currency Crises," NBER Working Paper No. 5681, August 1996. – 48 pages,
 140. Enhanced routines for instrumental variables/generalized method of moments estimation and testing. / Baum, Christopher F.; Schaffer, Mark E.; Stillman, Steven. In: Stata Journal, Vol. 7, No. 4, 12.2007, p. 465-506,
 141. EVALUATING MONETARY POLICY Lars E.O. Svensson Working Paper 15385 <http://www.nber.org/papers/w15385> NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH 1050 Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138, september 2009
 142. Expectations and the Neutrality of Money ROBERT E. LUCAS, JR. JOURNAL OF ECONOMIC THEORY 4, 1972. _ 103-124 pp.,
 143. Frankel, J. A., and A. K. Rose (1996) Currency Crashes in Emerging Markets: Empirical Indicators, NBER Working Paper, No. 5437, January. – 29 pages,
 144. Franklin R. Root "Analyzing political risks in international business" in The Multinational Enterprise in Transition, edited by A. Kapoor and Philip D. Grub, Princeton: Darwin Press, 1972, pp. 354-365
 145. Frederic S. Mishkin, "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes," Journal of Monetary Economics, Vol. 43, #3 (June 1999): 579-606.,
 146. Fridriksson, I. (2009, February 6). The Banking Crisis in Iceland in 2008. Retrieved June 13, 2009, from Central Bank of Iceland: <http://sedlabanki.is/?PageID=287&NewsID=2035>
 147. Georgios P. Kouretas The Greek Crisis: Causes and Implications, PANOECONOMICUS, 2010, 4, pp. 391-404
 148. GREG IP and MARK WHITEHOUSE , "How Milton Friedman Changed Economics, Policy and Markets" Wall Street Journal, Nopember, 17 2006.,
 149. HAS MONETARY POLICY BECOME MORE EFFICIENT? A CROSS-COUNTRY ANALYSIS* Stephen G. Cecchetti, Alfonso Flores-Lagunes and Stefan Kraus The Economic Journal, 116 (April), 408–433. Royal Economic Society 2006.

150. IS MONETARY POLICY EFFECTIVE DURING FINANCIAL CRISES? By Frederic S. Mishkin, Working Paper 14678. NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH 1050, Massachusetts Avenue Cambridge, MA 02138, January 2009
151. Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C. Leading Indicators of Currency Crises (1998). International Monetary Fund Staff Papers 45 (1); 1-48,
152. Korotayev, Andrey V., & Tsirel, Sergey V. A Spectral Analysis of World GDP Dynamics: Kondratieff Waves, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic Development, and the 2008—2009 Economic Crisis. Structure and Dynamics. 2010. Vol.4. #1. pp 3-57,
153. Maria Markantonatou Diagnosis, Treatment, and Effects of the Crisis in Greece: A “Special Case” or a “Test Case”? MPIfG Discussion Paper 13/3 Max-Planck-Institut für Gesellschaftsforschung, Köln Max Planck Institute for the Study of Societies, Cologne February 2013. – 28 pages,
154. Mishkin, Frederic S. 1999. “International Experience With Different Monetary Policy Regimes” Journal of Monetary Economics, Vol. 43, no. 3: 579-605,
155. Obstfeld, M., Rogoff, R., The mirage of fixed exchange rates, Journal of Economic Perspectives 9, 1995, pp 73-96,
156. PROS AND CONS OF INFLATION TARGETING STRATEGY Mihaela SUDACEVSCHI Lex et Scientia , 2011, 18 (2): 228 – 235,
157. “The Great Moderation” by Ben Bernanke. 2004. Remarks at the Meeting of the Eastern Economic Association (February 20)
158. Quantitative Easing: Its’ Impact on and Lessons for the Vulnerable Indian Economy NIYATI BATISH, International Journal in Management and Social Science, Vol.03 Issue-08, August, 2015, p. 515-522,
159. “Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument, and the Optimal Money Supply Rule” Thomas J. Sargent and Neil Wallace, The Journal of Political Economy, Vol. 83, No. 2 (Apr., 1975), pp. 241-254,
160. Robert H. Wade and Silla Sigurgeirsdottir, “Iceland’s Rise, Fall, Stabilization and Beyond,” *Cambridge Journal of Economics* 36, no. 1 (January 2012): 134.

161. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans Finn E. Kydland; Edward C. Prescott, The Journal of Political Economy, Volume 85, Issue 3 (Jun., 1977), pp. 473 – 491,
162. Steve Clemons and Richard Vague: How to predict the next financial crisis. The Atlantic Monthly Group, Washington, DC, USA, 22. July 2012, 30 pages,
163. Tarasova G.M., Enkhtuyaa T. Comparative analysis of monetary and credit policy of central banks of Mongolia and Russia // Finansovaia analitika: Problemy i resheniia. 2013. № 27. P. 6–12,
164. The Effectiveness of Monetary Policy Reconsidered. John Weeks. June 2009. WORKINGPAPER SERIES. № 202. Gordon Hall. 418 North Pleasant Street, 7-8,
165. Taylor, John B., “Discretion Versus Policy Rules in Practice,” Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39: 195-214 (1993),
166. Van Riet, A. (ed.) (2010), “Euro Area Fiscal Policies and the Crisis”, Occasional Paper Series, No 109, European Central Bank, April.
167. “Why are target interest rate changes so persistent?” (with Yuriy Gorodnichenko), 2012, American Economic Journal: Macroeconomics 4, 126-162.
168. Why monetary policy matters: a Canadian perspective Christopher Ragan, Bank of Canada review.- Ottawa, ZDB-ID 1215930. - 2006/07, 1, p. 19-25,
169. Woods, M., K. Dowd, and C. Humphrey Market risk reporting by the world’s top banks: evidence on the diversity of reporting practice and the implications for international accounting harmonisation. Spanish Accounting Review, 11 (2), 2008. - pp. 9- 42
170. World Employment and Social Outlook: Trends 2016 International Labour Office – Geneva: ILO, 2016,
171. COMMUNICATION FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN COUNCIL A European Economic Recovery Plan – EK - COM(2008) 800 final. – 19 pages,

Պաշտոնական հրապարակումներ

172. 2013-15 թթ. Պետական միջնաժամկետ ծախսերի ծրագիր,
173. ՀՀ ԿԲ Դրամավարկային քաղաքականության ծրագրեր և հաշվետվություններ 2007-2016թթ.,
174. ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տեղեկագիր 1998-2016թթ.,
175. ՀՀ ԿԲ Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի արձանագրություններ 2006-2016թթ.,
176. Հայաստանի բանկային համակարգը. _Հայաստանի բանկերի միության պաշտոնական կայք, Եր.: 2010թ. // www.uba.am,
177. «Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ – տնտեսական վիճակը հունվար դեկտեմբերին» վիճակագրական տեղեկատու, 2006 – 2016թթ. հրապարակումներ, ՀՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայք // www.armstat.am,

Ինտերնետային ռեսուրսներ և պաշտոնական կայքեր

178. www.armstat.am – ՀՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայք
179. www.cba.am – ՀՀ ԿԲ պաշտոնական կայք
180. www.employment.am – ՀՀ աշխատանքի և սոցիալական հարցերի նախարարության պաշտոնական կայք
181. www.gov.am – ՀՀ Կառավարության պաշտոնական կայք
182. www.mfe.am – ՀՀ ֆինանսների նախարարության պաշտոնական կայք
183. <http://www.aup.ru/books/m202/> – Фролова Т.А. Экономическая теория: конспект лекций. Таганрог: ТТИ ЮФУ, 2009 .
184. www.cba.am/am/SitePages/mptransparency.aspx – «ՀՀ Կենտրոնական բանկի թափանցիկության համապատասխանությունը միջազգային ստանդարտներին»,
185. <http://www.auburn.edu/~johnspm/gloss/> – A Glossary of Political Economy Terms copyright © 1994-2005 Paul M. Johnson, Department of Political Science, 7080 Haley Center, Auburn University, Auburn, AL 36849 .

186. www.statista.com – Օնլայն վիճակագրական բազա, Գերմանիա,
Ֆրանկֆուրտ
187. www.tradingeconomics.com - մակրոտնտեսական տվյալների օնլայն
տեղեկատվական բազա, IECONOMICS INC, New York, USA
188. www.worldbank.org – Համաշխարհային բանկի պաշտոնական կայք,
189. www.fundforpeace.org - Fund for Peace, official site