

*Աշխատանքային փաստաթուղթ
1998 թվական*

ԱՓ 08/98-01

*Աշխատանքային խումբը ողջունում է բոլոր
կարգի դիտողություններն ու առաջարկությունները:*

ՀՀ կենտրոնական բանկ
Դրամավարկային քաղաքականության վարչություն

**ՀՀ դրամի փոխարժեքի կայունությունը,
այն պայմանավորող գործոնները
և հնարավոր հետևանքները**

Փաստաթուղթը պատրաստել է
Մարգարիտ Մամիկոնյանը:
Մասնակցել են՝
Արմինե Խաչատրյանը,
Աշոտ Կարապետյանը,
Աշոտ Սկրտչյանը:

*Արտաքին տնտեսական հարաբերությունների
և արտաթոքային քաղաքականության բաժին*

*Աշխատանքային խումբը շնորհակալություն է հայտնում բոլոր այն անձանց, ովքեր իրենց
դիտողություններով և առաջարկություններով աջակցել են նյութի պատրաստմանը:*

Ն Ա Խ Ա Բ Ա Ն

Այս վերլուծությունն իրականացվել է մինչև Ռուսաստանի Դաշնության ֆինանսական համակարգի օգոստոսյան ճգնաժամը, հետևաբար չի ներառում ՌԴ ճգնաժամի հնարավոր ազդեցությունը ՀՀ մակրոտնտեսական կայունության և ֆինանսական շուկաների միտումների վրա, որպես ՀՀ առևտրային գործընկեր: Չնայած վերոնշյալին, ՀՀ մակրոտնտեսական իրավիճակի և ֆինանսական շուկայի հետագա միտումների կանխատեսումը էական փոփոխության չի ենթարկվել միտումների նկարագրության տեսակետից: Գտնում ենք, որ այդ ճգնաժամի հետևանքները հետագայում կարտացոլվեն ՀՀ վճարային հաշվեկշռի ընթացիկ հաշվի դեֆիցիտի խորացման, այն է՝ Ռուսաստանի Դաշնության գծով արտահանման և ներմուծման ծավալների, եկամուտների, մասնավոր տրանսֆերտների կրճատման մեջ:

Միաժամանակ նշենք, որ այս նյութում արտահայտված հեղինակների կարծիքները կարող են չարտահայտել ՀՀ կենտրոնական բանկի դիրքորոշումը:

ՀՀ դրամի փոխարժեքի կայունությունը, այն պայմանավորող գործոնների ազդեցությունը և հնարավոր հետևանքները մակրոտնտեսական և արժուրային շուկայի կայունության առումով

Հայտնի է, որ փոխարժեքը, մյուս բոլոր մակրոտնտեսական ցուցանիշների նման, կրում է դրամավարկային և հարկաբյուջետային քաղաքականությունների ազդեցությունը, որոնք իրենց դրսևորումներն են գտնում թե՛ ապրանքային, թե՛ ֆինանսական շուկաներում: Երբեմն, փոխարժեքի և մյուս մակրոտնտեսական ցուցանիշների փոխազդեցությունը հանգեցնում է այնպիսի արդյունքների, որը հնարավորություն չի տալիս հստակ պատկերացում կազմել այդ երկրում վարվող արժուրային քաղաքականության մասին: Սա հատկապես բնորոշ է այն երկրներին, որոնք ունենում են արտաքին և ներքին հաշվեկշռվածությունների զգալի տատանումներ: Դա նմանապես վերաբերում է նաև մեր երկրին, որտեղ վերջին

ժամանակներս ՀՀ դրամի փոխարժեքի վարքագիծը ուշագրավ միտումներ է դրսևորում:

1998թ. առաջին կիսամյակում ՀՀ դրամի փոխարժեքը դրսևորել է նախորդ տարվա վերջին եռամսյակից նկատվող հարաբերականորեն կայուն վարքագիծ՝ արժեզրկվելով 1.0%-ով: Նույն ժամանակահատվածում գրանցվել են մակրոտնտեսական ցուցանիշների հետևյալ մակարդակները՝ իրական ՀՆԱ-ի աճը կազմել է 6.7 %, նախորդ տարվա նույն ժամանակաշրջանի 1.4%-ի փոխարեն; արտաքին առևտրի հաշվեկշռի դեֆիցիտը նախորդ տարվա նույն ժամանակաշրջանի համեմատ կրճատվել է 9%-ով; դրամական զանգվածը նախորդ տարվա նույն ժամանակաշրջանի համեմատ աճել է 28 %-ով; բյուջեի դեֆիցիտի տարեկան ծրագիրը կատարվել է 3.1%-ով, կազմելով ՀՆԱ-ի 0.5%-ը; սղաճը կազմել է 0.9 %:

Ապրանքային շուկայի ազդեցությունը ՀՀ դրամի փոխարժեքի վարքագծի վրա

ՀՀ դրամի փոխարժեքի և մակրոտնտեսական մյուս ցուցանիշների փոխազդեցության և դրանց փաստացի հետևանքների վերլուծությունը սկսենք ապրանքային շուկայի միտումների մեկնաբանումից: Եվ, քանի որ ապրանքային շուկայում դրսևորված միտումները ընթացիկ տարվա առաջին և երկրորդ եռամսյակներում առանձնապես չեն տարբերվել, այդ իսկ պատճառով նպատակահարմար է դրանց վերլուծությունը ներկայացնել կիսամյակային կտրվածքով:

Նախորդ տարվա նույն ժամանակաշրջանի համեմատ զգալիորեն աճել են արտահանման ծավալները (31.1%-ով), իսկ ներմուծման ծավալները (առանց մարդասիրական օգնության) մնացել են անփոփոխ: Ներմուծումը չխթանող գործոններից է հանդիսացել առաջին կիսամյակում բյուջեի կողմից ոչ ակտիվ ծախսողական քաղաքականությունը (առաջին կիսամյակի ընթացքում իրականացվել է տարվա համար նախատեսված ծախսերի ընդամենը 40%-ը)¹:

¹ ՀՀ-ում ներմուծման նկատմամբ բարձր հակվածության պայմաններում, ցանկացած ծախս, այդ թվում և բյուջեի ծախսերը ձևավորում են ներմուծման պահանջարկ:

Ներմուծման ծավալները չեն աճել ոչ միայն այն պատճառով, որ չեն աճել դրանց փաստացի ծավալները, այլ նաև այն պատճառով, որ, ամենայն հավանականությամբ, թերի են գրանցվել ակցիզային և ավելացված արժեքի հարկով հարկվող ապրանքատեսակների ներմուծման ծավալները (unrecorded imports):

Ներմուծման բացարձակ ծավալների անփոփոխ մակարդակի պայմաններում, նկատվել են զգալի տեղաշարժեր ներմուծման կառուցվածքում, այն է՝ նվազել է սպառողական ապրանքների ներմուծման տեսակարար կշիռը և աճել ինվեստիցիոն ապրանքներինը: Դա մասամբ բացատրվում է ՀՀ ձեռնարկությունների սեփականաշնորհման արդյունքում ինվեստիցիոն գործունեության ակտիվացմամբ և, հանրապետությունում ինվեստիցիոն ապրանքների չարտադրման պայմաններում, դրանց ներմուծման անհրաժեշտությամբ: Հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ ինվեստիցիոն ապրանքների նկատմամբ պահանջարկը հանրապետությունում սկսել է աճել դեռևս 1996 թվականից, կարելի է նշել, որ դա անդրադարձել է տեղական սպառման ապրանքների արտադրության զարգացման վրա և ապրանքային շուկայում որոշ չափով տեղի է ունեցել սպառողական ապրանքների ներմուծման փոխարինում տեղական արտադրության ապրանքներով: Ինվեստիցիոն ապրանքների ներմուծման և դրանց ֆինանսավորմանն ուղղված արտարժույթային վարկերի աճը (առաջին եռամսյակում՝ 2.3 մլրդ. դրամ, երկրորդ եռամսյակում՝ 3.0 մլրդ. դրամ) վկայում է տնտեսությունում ինվեստիցիոն սեկտորի ակտիվացման մասին, ինչը, սպառման կառուցվածքում տեղական ապրանքների արտադրության ապրանքների նկատմամբ պահանջարկի աճի պայմաններում, պետք է հանգեցնեի իրական ՀՆԱ-ի աճի:

Այսպիսով, իրական ՀՆԱ-ի նման աճը, ձևավորելով լրացուցիչ իրական պահանջարկ ՀՀ դրամի նկատմամբ, պետք է լուրջ խթան հանդիսանար ՀՀ դրամի արժեքավորման գործում, հատկապես եթե հաշվի առնենք այն հանգամանքը, որ նախորդ տարվա առաջին կիսամյակի նկատմամբ իրական դրամային զանգվածը նվազել է միջին հաշվով 5%-ով: Սակայն այս պարագայում ՀՀ դրամն արժեզրկվեց 1%-ով, որը վկայում է այն մասին, որ ՀՆԱ-ի սպասարկման գործում առավելապես աճել է պահանջարկն արտարժույթի նկատմամբ և, արդյունքում, իրական ամբողջ

դրամական զանգվածը, նախորդ տարվա առաջին կիսամյակի նկատմամբ, աճել է 8 %-ով, որն առավել համահունչ է իրական ՀՆԱ-ի 6.7 % աճին: Նույնիսկ ՀՀ բյուջեի հարկային եկամուտների ընդհանուր ծավալում աճել է արտարժույթային եկամուտների տեսակարար կշիռը: Սա տնտեսությունում դոլարիզացիայի արմատականացման ակնհայտ արտացոլումն է և վկայում է այն մասին, որ ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից սեղմողական քաղաքականություն չի վարվել: Եթե տնտեսությունում առկա լինեի ՀՀ դրամի նկատմամբ պահանջարկ և ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից վարվեի սեղմողական քաղաքականություն, ապա ՀՀ դրամը կդրսևորեր արժեքավորման միտում, ինչը ազդանշան կլիներ ՀՀ կենտրոնական բանկի համար տնտեսություն լրացուցիչ դրամային զանգված ներարկելու: Սակայն, տնտեսության բոլոր սեկտորներում (իրական, դրամավարկային, հարկաբյուջետային և արտաքին) ստեղծված իրավիճակը կշռելով, ակնհայտ է դարձել, որ ՀՀ կենտրոնական բանկը 1998 թվականի համար հաստատված Դրամավարկային քաղաքականության ծրագիրը վերանայելու կարիք չունեի:

Սղաճի մակարդակն ազդեցություն չի թողել ՀՀ դրամի անվանական փոխարժեքի վրա, քանի որ այն պայմանավորված է եղել ոչ մոնետար գործոններով (գր.1): Սղաճի մակարդակի վրա զգալի ազդեցություն է թողել սեզոնայնության գործոնը, որը սպառողական զամբյուղում ապրանքների և ծառայությունների տեսակարար կշիռների փոփոխության պատճառով ավելի էր խորացել²:

Ամփոփելով մակրոտնտեսական երկու կարևորագույն ցուցանիշների վարքագիծը (տնտեսական աճ, սղաճ), կարելի է ենթադրել, որ այդ գործոններով պայմանավորված, ՀՀ դրամը առնվազն չէր կարող արժեզրկվել:

Այս պարագայում առավել ևս կարևորվում է ՀՀ դրամի իրական փոխարժեքի վարքագծի դիտարկումները, որն ի տարբերություն անվանական փոխարժեքի, զգալիորեն տատանվել է վերոնշյալ մակրոտնտեսական ցուցանիշների ազդեցությամբ (գր.2): Թեև 1998թ. Դրամավարկային քաղաքականության ծրագրով նախատեսվում էր ՀՀ դրամի իրական փոխարժեքի կայուն մակարդակ, այսինքն՝ գնողունակության պարիտետի պահպանում, այնուամենայնիվ ֆինանսական շուկայի սուբյեկտիվ գործոնների ազդեցությամբ, ՀՀ դրամի անվանական

փոխարժեքի կայունության պայմաններում, ՀՀ դրամի իրական փոխարժեքը ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ 1998թ. առաջին կիսամյակում նախորդ տարվա առաջին կիսամյակի համեմատ արժեքավորվել է միջին հաշվով շուրջ 28%-ով: Կիսամյակի ընթացքում ՀՀ սպառողական գների ինդեքսը գերազանցել է ներմուծման գների ինդեքսը մոտ 33 %: Այդ պայմաններում իրական փոխարժեքի կայունությունը պահպանելու համար ՀՀ դրամի անվանական փոխարժեքը պետք է արժեզրկվեր: Սակայն վերջինիս կայունության հետևանքով ՀՀ դրամի իրական փոխարժեքը արժեքավորվել է 28%-ով: Այս երևույթն առավել ցայտուն է դրսևորվել առաջին եռամսյակում, քանի որ կայուն անվանական փոխարժեքի պայմաններում, հարաբերական գների³ աճը նախորդ տարվա առաջին եռամսյակի համեմատ կազմել է 40% և իրական փոխարժեքն արժեքավորվել է շուրջ 30%-ով: Հարկ է նշել, որ եթե ՀՀ դրամի իրական փոխարժեքի արժեքավորումը զուգակցվեր կառուցվածքային բարեփոխումների զգալի առաջընթացով, ապա այդ արժեքավորումը լուրջ բարդություններ կստեղծեր՝ ներմուծման աճով պայմանավորված: Այդ իսկ պատճառով քաղաքականություն իրականացնողները պետք պատշաճ ուշադրություն դարձնեն ՀՀ դրամի իրական փոխարժեքի տատանումներին և անպայմանորեն հաշվի առնեն նրա մակարդակի միջին և երկարաժամկետ ազդեցությունները մյուս մակրոտնտեսական ցուցանիշների վրա:

Ֆինանսական շուկաների ազդեցությունը

ՀՀ դրամի փոխարժեքի վարքագծի վրա

Արժույթային շուկայում ՀՀ դրամի փոխարժեքի վրա ազդող գործոնները նպատակահարմար է դիտարկել եռամսյակային կտրվածքով, քանի որ դրանք դրսևորել են տարբեր միտումներ:

Առաջին եռամսյակի ընթացքում նկատվել է բանկերում արտարժույթային դեպոզիտների նվազում շուրջ 3.2 մլրդ դրամի չափով, մինչդեռ արտարժույթով տրամադրված վարկերի ծավալն աճել է 2.3 մլրդ դրամի չափով (գր.3): Արտարժույթային դեպոզիտների նվազման ընդհանուր ծավալում զգալիորեն

² Տե՛ս «Սղաճի դինամիկան հունվար-հուլիսին» հաշվետվությունը:

³ ՀՀ սպառողական գների ինդեքս/ ներմուծման գների ինդեքս

գերակշռել է ոչ ռեզիդենտների արտարժութային ժամկետային դեպոզիտների տեսակարար կշիռը, որոնց ծավալն առաջին եռամսյակում նվազել է 2.8 մլրդ դրամով (գր.4): Նույն ժամանակահատվածում, չնայած պետական պարտատոմսերի միջին տոկոսադրույքի շարունակական աճին (եռամսյակի ընթացքում աճել է 15.7%-ով)⁴ ոչ ռեզիդենտների կողմից պետական պարտատոմսերի մարման ծավալները գերազանցել են ձեռք բերման ծավալները՝ 0.6 մլրդ. դրամով (գր. 5): Այս երևույթների միաժամանակյա հանդես գալը վկայում է հունվար-փետրվար ամիսներին ՀՀ բանկային համակարգից շուրջ 3.4 մլրդ դրամ (6.8 մլն. դոլար) կապիտալի արտահոսքի մասին: Սա կարող էր հանգեցնել ՀՀ դրամի փոխարժեքի արժեզրկման, սակայն ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից հունվար-փետրվար ամիսներին իրականացված 4.6 մլրդ դրամ ինտերվենցիաների միջոցով ոչ միայն կանխվեց կապիտալի արտահոսքի պատճառով արժութային շուկայում արտարժույթի նկատմամբ պահանջարկի աճը, այլև զսպվեց ՀՀ դրամի բնականոն արժեզրկման միտումը (գր. 6): Հարկ է նշել նաև, որ առաջին եռամսյակում, նախորդ տարվա նույն ժամանակաշրջանի համեմատ, կրճատվել է Վճարային հաշվեկշռի ընթացիկ հաշվի դեֆիցիտը և՛ բացարձակ մեծությամբ (դեֆիցիտը առանց պաշտոնական տրանսֆերտների կազմել է 106.0 մլն. ԱՄՆ դոլար, նախորդ տարվա առաջին եռամսյակի 122.8 մլն ԱՄՆ դոլարի դիմաց), և՛ որպես հարաբերակցություն ՀՆԱ-ի մեջ, դրանով իսկ նպաստելով արտարժույթի նկատմամբ պահանջարկի կրճատմանը:

Ինչպես արդեն նշվել է, ՀՀ բանկերի արտարժութային ակտիվների աճը ուղեկցվել է շուրջ 2.3 մլրդ դրամին համարժեք արտարժութային վարկերի աճով (գր. 7): Սա արտարժութային վարկերի աննախադեպ աճ է, որը բացատրվում է տնտեսությունում արտարժույթի նկատմամբ պահանջարկի զգալի աճով: Բանն այն է, որ ՀՀ բանկերում արտարժութային վարկերի կտրուկ աճի միտում էր նկատվում դեռևս 1997 թվականից, որն արտահայտվում էր ՀՆԱ-ի մեջ նրա տեսակարար կշռի անընդհատ աճով: Այսպես, եթե արտարժութային վարկերի տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ում 1996 թ. չորրորդ եռամսյակում կազմում էր 5.3 %, ապա 1998թ. առաջին և

⁴ Պետական պարտատոմսերի միջին տոկոսադրույքը հունվար ամսին կազմել է 48.95%, փետրվարին՝ 53.97% և մարտ ամսին 61.72%,

երկրորդ եռամսյակներում՝ կազմում էր համապատասխանաբար 9.2 և 10.1 %⁵: Այսպիսով, արտարժույթային վարկերի աճը վկայում է, նախ, մեկ անգամ ևս ընդգծենք, տնտեսությունում ՀՆԱ-ի սպասարկման գործում որպես շրջապտույտի միջոց արտարժույթի ակտիվացման մասին, և երկրորդ, հաստատում է տնտեսվարող սուբյեկտների և ֆիզիկական անձանց կողմից ՀՀ դրամի նկատմամբ արտարժույթի գերադասելիության փաստը, որն անուղղակիորեն խոսում է նաև երկրում տնտեսական բարեփոխումների դանդաղ ընթացքի և ՀՀ կառավարության ֆինանսատնտեսական քաղաքականության նկատմամբ նրանց անվստահության մասին: Թերևս այս հարցում ՀՀ կենտրոնական բանկը և Ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարությունը խնդիրներ ունեն ՀՀ արժույթային օրենսդրության վերանայման և մասսայական լրատվության միջոցներով հանրապետության քաղաքացիներին մեր երկրի արժույթային քաղաքականության սկզբունքները ժամանակ առ ժամանակ պարզաբանելու ուղղությամբ:

Առաջին եռամսյակում բանկերի արտարժույթային պարտավորությունների նվազումը և արտարժույթային ակտիվների ավելացումը պայմանավորված էր նաև ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից բանկերի արտարժույթի տնօրինման նորմատիվի խստացմամբ⁶: Սկսած 1995 թվականից ՀՀ բանկերի արտարժույթային պարտավորությունները զգալիորեն գերազանցում էին արտարժույթային ակտիվները, որոշ բանկերում հասնելով ընդհանուր կապիտալի մինչև 400%-ը: Նման պատկերը հետևանք էր, նախ, տնտեսությունում զգալի արտարժույթային խնայողությունների առկայության, ինչը արտացոլվում էր ՀՀ դրամով դեպոզիտների նկատմամբ արտաժույթով դեպոզիտների մշտական գերազանցմամբ, քանի որ ՀՀ դրամի արժեզրկման նախկինում նկատված բարձր տեմպերը խարխալել էին վստահությունը ՀՀ դրամի նկատմամբ: Այս երևույթն ավելի է խորանում 1997 թվականից: Երկրորդ, 1995թ. ընթացքում և 1996թ. առաջին կիսամյակում տնտեսությունում պահանջարկը ՀՀ դրամով վարկերի նկատմամբ զգալիորեն գերազանցել է արտարժույթով վարկերի ծավալները: 1996թ. երկրորդ կիսամյակից նկատվել է ՀՀ բանկերի կողմից տրամադրվող արտարժույթով վարկերի ծավալների

⁵ Հաշվարկում օգտագործված է հարթեցված եռամսյակային ՀՆԱ-ն, վարկերի միջին եռամսյակին մակարդակը և վարկերի ծավալներում չեն ընդգրկված պետական երաշխիքներով վարկերը:

աճ: Միևնույն ժամանակ նվազել են ՀՀ դրամով վարկերի ծավալները (գր. 7): Սակայն արտարժույթով տրամադրվող վարկերի ծավալների աճը չի փոխել բանկերի արտարժույթային դիրքը (այն մնում էր «կարճ»), քանի որ արտարժույթով դեպոզիտների աճի տեմպն ավելի բարձր էր, քան վարկերինը:

ՀՀ բանկերը, 1998թ. մարտի 1-ի դրությամբ ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից սահմանված նորմատիվը ապահովելու համար, հարկադրված էին 1998թ. հունվար-փետրվար ամիսների ընթացքում կարգավորել իրենց արտարժույթային դիրքը: Թերևս, մասամբ, դրանով է պայմանավորված նաև փետրվար ամսին ՀՀ դրամով և արտարժույթով դեպոզիտների տոկոսադրույքների միջև ճեղքվածքի աճը գրեթե 2 անգամ (գր.8): Արդյունքում փետրվար ամսվա ընթացքում ՀՀ բանկերի արտարժույթային պարտավորությունները նվազեցին 3.2 մլրդ դրամով, իսկ արտարժույթային ակտիվներն ավելացան 0.6 մլրդ դրամով, այսինքն՝ բանկերի կարճ արտարժույթային դիրքը նվազեց շուրջ 3.8 մլրդ դրամով: Իսկ եռամսյակի ընթացքում բանկերի արտարժույթային կարճ դիրքը երկարեց 3.6 մլրդ դրամով:

ՀՀ բանկերի զուտ արտաքին ակտիվներն առաջին եռամսյակում նվազել են 4 մլրդ դրամով, որը տեղի է ունեցել այդ ընթացքում ոչ ռեզիդենտների շուրջ 2.8 մլրդ դրամի արտարժույթային դեպոզիտների մարման պայմաններում: Սակայն տնտեսությունում արտարժույթով վարկերի նկատմամբ պահանջարկը բավարարելու և ոչ ռեզիդենտների կապիտալի արտահոսքը փոխհատուցելու համար, ՀՀ բանկերը վարկային միջոցներ են ներգրավել օտարերկրյա բանկերից:

Ամփոփելով առաջին եռամսյակում ֆինանսական շուկայում դրսևորված միտումները, կարելի է եզրակացնել, որ այդ ժամանակահատվածում, տնտեսությունում արտարժույթով վարկային միջոցների անհրաժեշտության և ոչ ռեզիդենտների դեպոզիտների արտահոսքի պատճառով, արժույթային շուկայում արտարժույթի նկատմամբ ձևավորվել էր որոշակի պահանջարկ: Հարկ է նշել նաև, որ առաջին եռամսյակի ընթացքում արժույթային շուկայում դրսևորված ոչ կայուն միտումները կրել են հանրապետությունում քաղաքական իրադարձությունների դրոշմը:

⁶ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի 1997 թվականի օգոստոսի 13-ի թիվ 224 որոշմամբ 1998 թ. մարտի 1-ից ՀՀ բանկերում արտարժույթային համախառն դիրքը չպետք է գերազանցեր բանկի ընդհանուր կապիտալի 40%-ը:

Այժմ դիտարկենք երկրորդ եռամսյակում ֆինանսական շուկաների միտումները:

Երկրորդ եռամսյակում տեղի է ունեցել արտարժույթով դեպոզիտների անմասխադեպ (շուրջ 7.8 մլրդ դրամի) աճ. աճել են ինչպես ցպահանջ (2.4 մլրդ դրամ), այնպես էլ ժամկետային արտարժույթային դեպոզիտների ծավալները (5.4 մլրդ դրամ) (գր. 9): Ռեզիդենտների արտարժույթային դեպոզիտներն աճել են 5.6 մլրդ դրամով, իսկ ոչ ռեզիդենտներինը՝ 2.2 մլրդ դրամով: Արտարժույթային դեպոզիտների աճը բացատրվում է մի շարք գործոնների ազդեցությամբ, որոնցից առավել կարևորներն են՝ ներմուծման ակտիվության նվազումը, այսինքն՝ գործարար անձանց (ներմուծողների) սպասումները; ՀՀ կենտրոնական բանկի արտարժույթային ինտերվենցիաները; կապիտալի զգալի ներհոսքը; տնտեսությանը արտարժույթով վարկավորման ծավալների աճը; տնտեսվարող սուբյեկտների և ֆիզիկական անձանց կողմից բանկային համակարգի նկատմամբ վստահության բարձրացումը և նախկինում հանրապետություն ներհոսած, սակայն բանկային համակարգում չներգրավված ֆինանսական միջոցների արտացոլումը բանկային հաշիվներում:

Ներմուծմանն ուղղվող միջոցների ժամանակավոր դեպոզիտացումը (ավանդադրումը) պայմանավորված է ՀՀ ապրանքային շուկաների հագեցվածության պատճառով ներմուծողների վերակողմնորոշման անհրաժեշտությամբ: ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից երկրորդ եռամսյակում իրականացված շուրջ 4.1 մլրդ դրամին համարժեք արտարժույթային ինտերվենցիաները ևս ներմուծման սպասարկման փոխարեն, համալրել են բանկերում ներմուծողների դեպոզիտների ծավալները:

Թեև հանրապետություն կապիտալի ներհոսքի հաշվարկումը բարդանում է Վճարային հաշվեկշռի վիճակագրության, մասնավորապես մասնավոր տրանսֆերտների և մասնավոր վարկերի գրանցման բնագավառում հիմնախնդիրների առկայության պատճառով, այնուամենայնիվ, նշենք, որ ոչ ռեզիդենտների դեպոզիտներն ապրիլ-հունիս ամիսների ընթացքում աճել են 2.2 մլրդ. դրամով, այդ թվում ժամկետային դեպոզիտներն աճել են 1.8 մլրդ դրամով: Սա վկայում է այդ դեպոզիտների տևականության (զգալիորեն աճել են 180-օրյա դեպոզիտների ծավալները) մասին: Չնայած պետական պարտատոմսերի

տոկոսադրույքների զգալի անկմանը, ավելացել են նաև պետական պարտատոմսերում ոչ ռեզիդենտների զուտ ներդրումները 0.8 մլրդ դրամի չափով: Այդ ներդրումներն իրականացվել են 28-օրյա և ավելի ժամկետայնություն ունեցող պարտատոմսերում: Երկրորդ եռամսյակում ոչ ռեզիդենտների կողմից ՀՀ բանկային համակարգում ներդրումների ծավալների ավելացումը, թերևս, բացատրվում է, փետրվար-մարտ ամիսներին տեղի ունեցած քաղաքական իրադարձություններից հետո, երկրի տնտեսական-քաղաքական իրավիճակի կայունությամբ:

Ուշագրավ է այն հանգամանքը, որ եթե նախկինում տնտեսության արտարժույթով վարկավորման աճը զուգակցվում էր ներմուծման որոշակի ծավալների աճով, ապա, երկրորդ եռամսյակում, նախորդ տարվա նույն ժամանակաշրջանի համեմատ, ներմուծման ծավալների անփոփոխության պայմաններում, տնտեսության արտարժույթային վարկավորման աճը (շուրջ 3 մլրդ դրամ) մուլտիպլիկատիվ էֆեկտով ավելացրել է արտարժույթային դեպոզիտների ծավալները:

Զնայած արտարժույթային դեպոզիտների զգալի աճին, այնուամենայնիվ երկրորդ եռամսյակի ընթացքում ՀՀ բանկերի արտարժույթային դիրքը գրեթե չի փոխվել: Սա տեղի է ունեցել շնորհիվ այն հանգամանքի, որ աճել են ՀՀ բանկերի կողմից տնտեսությանը տրամադրված վարկերի ծավալները:

Աճել են ՀՀ բանկերի զուտ արտաքին ակտիվները (2.8 մլրդ դրամով), արտացոլելով միջազգային շուկաներին ՀՀ բանկերի ինտեգրացման գործընթացը և նպաստելով Վճարային հաշվեկշռի ընթացիկ հաշվի դեֆիցիտի չխորացմանն ու արտարժույթի նկատմամբ պահանջարկի բավարարմանը:

Երկրորդ եռամսյակի ընթացքում բանկերի արտարժույթային դիրքի գրեթե կայուն մակարդակը վկայում է ՀՀ արժույթային շուկայում արտարժույթի պահանջարկի և առաջարկի հավասարակշռության մասին, այսինքն՝ ՀՀ դրամի փոխարժեքի վրա ճնշումներ չեն եղել նաև երկրորդ եռամսյակում:

Այսպիսով, ՀՀ դրամին փոխարժեքի վարքագծի վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ 1998 թ. առաջին կիսամյակում ՀՀ դրամի փոխարժեքի կայունությունն ապահովվել է հիմնականում ապրանքային շուկայի իմպուլսների ազդեցությամբ, մինչդեռ ֆինանսական շուկաներից իմպուլսները դանդաղ են հասել ՀՀ դրամի փոխարժեքին:

ՀՀ դրամի փոխարժեքի ակնկալվող վարքագիծը Երկրորդ կիսամյակում

Վերոնշյալ դիտարկումների հիման վրա կարելի է, որոշակի հավանականությամբ, ակնկալել ՀՀ դրամի փոխարժեքի հետևյալ վարքագիծը երկրորդ կիսամյակում:

1998թ. երրորդ և չորրորդ եռամսյակներում, ինչպես սպառման, այնպես էլ ներդրումների աճով պայմանավորված, սպասվում է ՀՆԱ-ի աճ: Արտաքին առևտրի ոլորտում, առաջին կիսամյակի համեմատ, սպասվում է ներմուծման աշխուժացում, հատկապես եթե հաշվի առնենք ՀՀ բյուջեի ծրագրով նախատեսված կատարվելիք ծախսերի չափը: Երկրորդ կիսամյակում սպասվում է նաև օտարերկրյա կապիտալի զգալի ներհոսք հանրապետություն, պայմանավորված ուղղակի ներդրումների ծավալների ավելացմամբ և երկկողմանի համաձայնագրերով և մասնավոր սեկտորում ներդրումային ծրագրերի օտարերկրյա երկարաժամկետ վարկավորմամբ:

Նկարագրված մակրոտնտեսական միտումները, այն է ՀՆԱ-ի աճը և կապիտալի ներհոսքը, կարող են հանգեցնել ՀՀ դրամի արժեքավորման: Սակայն, ՀՀ դրամի արժեքավորումը զսպող գործոններով, հատկապես ներմուծման աճով պայմանավորված, դա կարող է տեղի չունենալ: Նման պայմաններում ՀՀ կենտրոնական բանկը, ներմուծման աճը և դոլարիզացիան ավելի խորացնելու համար, ինչպես նաև ՀՀ դրամի կտրուկ արժեքավորման արդյունքում արժութային շուկայում հնարավոր տատանումները կանխելու նպատակով չափի ավելացնի տնտեսությունում առկա արտարժույթի քանակությունը: Սա մանավանդ կարևորվում է այն բանի համար, որ ՀՀ կենտրոնական բանկի Դրամավարկային ծրագրով 1998 թ. երկրորդ կիսամյակում նախատեսվում է դրամային զանգվածի մոտ 13.8% (մոտ 6.5 մլրդ դրամ) աճ:

Հաշվի առնելով 1998թ. երկրորդ եռամսյակում արտարժութային դեպոզիտների անկանխատեսելի աճը, ՀՀ կենտրոնական բանկն անցել է դրամական բազայի դրամային մասի կառավարման, և որպես միջանկյալ նպատակ հետևում է դրամային դրամական զանգվածի մակարդակին, ինչը ենթադրում է, որ

հետազայում արտարժութային դեպոզիտների աճը, եթե տեղի ունենա, չի բերի ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամական ագրեգատների աճի զսպման:

Պայմանավորված ներմուծման աշխուժացմամբ, տարվա երկրորդ կիսամյակում, ամենայն հավանականությամբ, ցպահանջ արտարժութային դեպոզիտները ոչ միայն չեն աճի, այլև կդրսևորեն նվազման միտում: Ի տարբերություն դեպոզիտների, արտարժութային վարկերի ծավալները, թերևս, կաճեն:

Հարկ է նշել, որ, քանի որ ներկայումս ՀՀ բանկերի ինչպես ակտիվների, այնպես էլ պարտավորությունների ընդհանուր ծավալում մեծ տեսակարար կշիռ են կազմում արտարժութային միջոցները (1998 թվականի հունիսի 30-ի դրությամբ արտարժութային միջոցները կազմում էին բանկերի ակտիվների 58%-ը, իսկ պարտավորությունների՝ 70%-ը), ուստի այս իրավիճակում խիստ կարևորվում է բանկերի ներգրավված արտարժութային դեպոզիտների և տրամադրված արտարժութային վարկերի տևողությունների ճեղքվածքի վերլուծությունը (gap duration analysis): Գտնում ենք, նաև, որ ՀՀ բանկերը, իրենց գործառնությունների արտարժութային ռիսկը նվազեցնելու համար, մշտապես պետք է հետևեն երկրի մակրոտնտեսական քաղաքականության մասին արվող հայտարարություններին և մակրոտնտեսական ցուցանիշների դինամիկային: