



Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ

ԱՇԽԱՏԱՆՔԱՅԻՆ ՓԱՍՏԱԹՈՒՂԹ

ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՊԱՅՄԱՆՆԵՐԻ ԻՆԴԵՔՍԻ ՀԱՅԵՑԱԿԱՐԳԻ ԿԻՐԱՌՈՒԹՅՈՒՆԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ

Հեղինակ՝

Տիգրան Պողոսյան

Դրամավարկային քաղաքականության վարչություն

ԵՐԵՎԱՆ 2001

Բովանդակություն

1. Ներածություն	էջ 1
2. Դրամավարկային պայմանների ինդեքսի հայեցակարգը	էջ 2
3. ՀՀ տնտեսության համար դրամա- վարկային պայմանների ինդեքսի հաշվարկում և վերլուծություն	էջ 4
4. Եզրակացություններ և առաջար- կություններ	էջ 7
5. Կիրառելիությունը ՀՀ կենտրոնա- կան բանկի համար	էջ 8
6. Օգտագործված գրականության ցանկ	էջ 8

ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՊԱՅՄԱՆՆԵՐԻ ԻՆԴԵՔՍԻ ՀԱՅԵՑԱԿԱՐԳԻ ԿԻՐԱՌՈՒԹՅՈՒՆԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ

Աշխատանքի նպատակն է Հայաստանի համար հաշվարկված դրամավարկային պայմանների ինդեքսի միջոցով գնահատել ՀՀ կենտրոնական բանկի իրականացրած դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետությունը՝ համադրելով այն ծրագրված ուղղությունների հետ: Նյութում ներկայացված են դրամավարկային պայմանների ինդեքսի էությունը, տեսական հիմնավորվածությունը և դերը դրամավարկային քաղաքականության մշակման գործընթացում: Կանադայի օրինակով, որտեղ առաջինն է կիրառվել ԴՊԻ-ն, նկարագրված է դրամավարկային պայմանների ինդեքսի հայեցակարգը:

Այնուհետև, էմպիրիկ վերլուծությունների հիման վրա, 1996-2000 թթ. ժամանակահատվածի տվյալներով, հաշվարկվել է դրամավարկային պայմանների ինդեքսը ՀՀ տնտեսության համար և ՀՀ կենտրոնական բանկի վարած դրամավարկային քաղաքականության ուղղվածության գնահատման տեսանկյունից վերլուծվել դրա վարքագիծը նշված ժամանակահատվածում:

Այլ խոսքով ասած՝ նյութն ամփոփել է ՀՀ տնտեսության համար դրամավարկային պայմանների ինդեքսի կառուցման ու կիրառման նպատակով Արժույթի միջազգային հիմնադրամի տեխնիկական աջակցությամբ ՀՀ կենտրոնական բանկի մասնագետների կողմից իրականացված աշխատանքի արդյունքները:

Ներածություն

Վերջին տարիներին մի շարք երկրների կենտրոնական բանկեր փոխեցին վարվող դրամավարկային քաղաքականության ուղղվածությունը՝ միջանկյալ մոնետար նպատակներից անցնելով վերջնական նպատակների, ինչպիսիք են գների կայունության ապահովումը և տնտեսական աճը: Դրան զուգահեռ, այդ երկրների կենտրոնական բանկերում իրականացվեցին վերլուծական աշխատանքներ՝ դրամավարկային քաղաքականության վերջնական նպատակների վրա փոխանցումային մեխանիզմի լծակների ազդեցության աստիճանը գնահատելու և ստացված գնահատականները դրամավարկային քաղաքականության մշակման գործընթացում կիրառելու համար:

90-ական թվականների սկզբին Կանադայի բանկում մշակվեց սղաճի և տնտեսական աճի վրա իրական տոկոսադրույքի և փոխարժեքի ազդեցությունը արտացոլող դրամավարկային պայմանների ինդեքսի հայեցակարգը:

Դրամավարկային պայմանների ինդեքսը կարճաժամկետ տոկոսադրույքի և փոխարժեքի՝ բազիսային ժամանակահատվածի նկատմամբ փոփոխությունների միջին կշռված հանրագումարն է, որտեղ կշիռները ընտրվում են իրական տնտեսական աճի վրա տոկոսադրույքի և փոխարժեքի ազդեցության չափերին համամասնորեն:

Բացի Կանադայի բանկից, որի համար դրամավարկային պայմանների ինդեքսը դրամավարկային քաղաքականության գործառնական նպատակ է, դրամավարկային պայմանների ինդեքս են հաշվարկում և հրապարակում նաև Նոր Զելանդիայի, Հոնկոնգի, Շվեդիայի, Նորվեգիայի և բազմաթիվ այլ երկրների կենտրոնական բանկեր:

Կենտրոնական բանկերից բացի, տարբեր երկրների դրամավարկային քաղաքականությունների միջև զուգահեռներ անցկացնելու և համեմատական վերլուծություն կատարելու նպատակով, դրամավարկային պայմանների ինդեքսներ հաշվարկվում են նաև IMF, OECD, Goldman Sachs, JP Morgan, Merrill Lynch և այլ կազմակերպությունների կողմից:

Հայաստանի Հանրապետությունում դրամավարկային պայմանների ինդեքս հաշվարկելու և դրամավարկային քաղաքականության մշակման գործընթացում կիրառելու առաջարկություն ԱՄՀ մասնագետներն արել էին դեռևս 1998 թվականին: 2000 թվականի մայիսին, դրամավարկային պայմանների ինդեքսի մշակման գործընթացին տեխնիկական աջակցություն ցուցաբերելու նպատակով, ՀՀ ժամանեց Իսրայելի բանկի՝ Կապիտալ շուկաների բաժնի պետ Մայքլ Խանը: ՀՀ կենտրոնական բանկում ստեղծվեց Իսրայելի կենտրոնական բանկի տեխնիկական աջակցության մասնագիտական աշխատանքային խումբ, որը ՀՀ-ում եկամտաբերության կորի կառուցման և դրա վրա ազդող գործոնների վերլուծության, ֆինանսական շուկայում դրամային և արտարժույթային

տոկոսադրույքների տարբերության մեկնաբանության հետ կապված աշխատանքների հետ մեկտեղ նախատեսում էր նաև դրամավարկային պայմանների ինդեքսի հաշվարկման և վերլուծության աշխատանքներ:

Դրամավարկային պայմանների ինդեքսի հայեցակարգը

20-րդ դարի երկրորդ կեսին, միջազգային տնտեսական հարաբերությունների զարգացմանը զուգընթաց, դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի լծակների շարքում, տոկոսադրույքի հետ մեկտեղ, կարևորվեց նաև փոխարժեքի դերը: Մի շարք երկրների կենտրոնական բանկերում իրականացվեցին վերլուծական աշխատանքներ, որոնց նպատակն էր տնտեսության իրական հատվածի վրա տոկոսադրույքի և փոխարժեքի ազդեցության արտացոլումը մեկ միասնական ցուցանիշի միջոցով:

Կանադայի բանկում իրականացված վերլուծությունների արդյունքում առաջարկվեց կիրառել դրամավարկային պայմանների ինդեքսը՝ որպես տոկոսադրույքի և փոխարժեքի վարքագիծը բնութագրող ամփոփ ցուցանիշ:

Դրամավարկային պայմանների ինդեքսը հաշվարկվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$MCI_t = W_r \cdot (r_t - r_0) + W_e \cdot (e_t / e_0 - 1) \cdot 100 + 100$$

որտեղ՝

r_t -ն և r_0 -ն տոկոսադրույքն է t -րդ և բազիսային ժամանակահատվածում,

e_t -ն և e_0 -ն՝ փոխարժեքը t -րդ և բազիսային ժամանակահատվածում,

W_r -ը և W_e -ն՝ համապատասխանաբար՝ տոկոսադրույքի և փոխարժեքի կշիռները:

Դրամավարկային պայմանների ինդեքսի տեսական հիմքերը բավականին պարզ են և հասկանալի: Ինչպես հայտնի է տեսությունից, յուրաքանչյուր երկրի տնտեսությունում համախառն պահանջարկը պայմանավորող գործոններից է տոկոսադրույքը: Համախառն պահանջարկի վրա տոկոսադրույքը ազդում է փոխանցումային մեխանիզմի բազմաթիվ լծակների միջոցով, ինչպիսիք են՝ համախառն ներդրումների և համախառն սպառման մակարդակների փոփոխությունը, տնտեսավարող սուբյեկտների սպասումների ձևավորումը և այլն:

Սակայն, երկրի տնտեսության բացվածության աստիճանի մեծացմանը զուգընթաց, բարձրանում է համախառն պահանջարկի զգայունության աստիճանը փոխարժեքից, որի ազդեցությունը ՀՆԱ-ի վրա հիմնականում արտացոլվում է զուտ արտահանման ցուցանիշի միջոցով: Բացի այդ, այն երկրները, որոնց սպառողական զանգվածի ինդեքսների զամբյուղներում մեծ տեսակարար կշիռ են կազմում ներմուծվող ապրանքները, փոխարժեքը սղաճի վրա ազդում է ոչ միայն համախառն պահանջարկի փոփոխության միջոցով, այլ նաև ուղղակիորեն՝ սղաճի վրա ազդող առաջարկի գործոնների դրսևորման միջոցով:

Փոխարժեքի լուրացող ռեժիմ ունեցող երկրներում ԿԲ կողմից վարվող դրամավարկային քաղաքականությունն արտացոլվում է ինչպես տոկոսադրույքի, այնպես էլ փոխարժեքի վարքագիծը: Այդ պատճառով դրամավարկային պայմանների ինդեքսի վարքագիծը արտացոլում է համապատասխան ժամանակահատվածում դրամավարկային քաղաքականության զսպողական կամ ընդլայնողական լինելը: Այսպես, զսպողական դրամավարկային քաղաքականությամբ պայմանավորված տոկոսադրույքների աճը և փոխարժեքի արժեքավորումը հանգեցնում են դրամավարկային պայմանների ինդեքսի աճի, իսկ ընդլայնողական դրամավարկային քաղաքականության արդյունքում տոկոսադրույքների նվազումը և փոխարժեքի արժեզրկումը՝ դրամավարկային պայմանների ինդեքսի նվազման:

Նշենք նաև, որ բացի կենտրոնական բանկերից, դրամավարկային պայմանների ինդեքսի վարքագիծը, որպես երկրի դրամավարկային պայմանները բնութագրող ցուցանիշ, վերլուծում են նաև մասնավոր հատվածի ներկայացուցիչները, ինչպես նաև ներդրումային կազմակերպությունները, և հաշվի առնում ներդրումային որոշումներ ընդունելիս:

Դրամավարկային պայմանների ինդեքսը կարող է կառուցվել իրական և անվանական արտահայտությամբ: Կանադայի բանկում, որտեղ առաջին անգամ մշակվեց և դրամավարկային

քաղաքականության իրականացման գործընթացում կիրառվեց դրամավարկային պայմանների ինդեքսի հայեցակարգը, իրական դրամավարկային պայմանների ինդեքսի հաշվարկման համար օգտագործվեց 90-օրյա առևտրային պարտատոմսերի* իրական տոկոսադրույքը (իրական տոկոսադրույքը հաշվարկվում է որպես անվանական տոկոսադրույքի և նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի նկատմամբ հաշվարկված սղաճի տարբերություն) և G-10** երկրների նկատմամբ հաշվարկված իրական արդյունավետ փոխարժեքը: Ընդ որում, բազիսային ժամանակաշրջանի նկատմամբ դրամավարկային պայմանների ինդեքսի հաշվարկելիս տոկոսադրույքի փոփոխությունը արտահայտվում է տոկոսային կետերով, իսկ փոխարժեքի փոփոխությունը՝ հավելածի տեմպի միջոցով, ինչը պայմանավորված է տոկոսադրույքի և փոխարժեքի չափողականությունների համադրելիությունը ապահովելու անհրաժեշտությամբ:

Դրամավարկային պայմանների ինդեքսի հաշվարկման ժամանակ օգտագործվող կշիռները դուրս են բերվել հետևյալ էկոնոմետրիկական մոդելից՝ (հավասարման մեջ օգտագործված են եռամսյակային սեզոնային հարթեցված տվյալներ)։

$$\Delta y_t = a + b * \Delta y_t^* + c * \Delta y_{t-1}^* - d * \frac{\Delta_8 RR_t}{8} - e * \frac{\Delta_{12} q_t}{12}$$

որտեղ՝

y_t -ն և y_t^* -ը համապատասխանաբար՝ Կանադայի և ԱՄՆ-ի իրական ՅՆԱ-ն է,

$\Delta_8 RR_t/8$ -ը՝ 90-օրյա առևտրային պարտատոմսերի իրական տոկոսադրույքի միջին փոփոխությունը նախորդ 8 եռամսյակների ընթացքում,

$\Delta_{12} q_t/12$ -ը՝ իրական արդյունավետ փոխարժեքի ինդեքսի միջին փոփոխությունը նախորդ 12 եռամսյակի ընթացքում (աճը նշանակում է կանադական դոլարի արժեքավորում),

Δ -ն՝ տարբերության օպերատորը:

Ինչպես երևում է բանաձևից, իրական ՅՆԱ-ի վրա տոկոսադրույքի և փոխարժեքի ազդեցությունը բացասական է: Ընդ որում, տվյալ եռամսյակի ՅՆԱ-ի վրա ազդում են նախորդ 8 եռամսյակներում՝ տոկոսադրույքի և նախորդ 12 եռամսյակներում՝ փոխարժեքի միջին փոփոխությունները:

Բացի այդ, իրական ՅՆԱ-ի վրա իրական տոկոսադրույքի (e) և փոխարժեքի (d) գործակիցների հարաբերակցությունը մոտ է եղել 1:3 հարաբերությանը: Դա նշանակում է, որ Կանադայում 1% իրական տոկոսադրույքի փոփոխության ազդեցությունը համախառն պահանջարկի վրա համարժեք է 3% իրական արդյունավետ փոխարժեքի փոփոխության ազդեցությանը:

Դրամավարկային պայմանների ինդեքսի որոշման համար անհրաժեշտ տոկոսադրույքի և փոխարժեքի կշիռների հաշվարկման համար Կանադայի բանկի կողմից կառուցվել են նաև բազմաթիվ այլ էկոնոմետրիկական մոդելներ՝ կառուցվածքային ավտոռեգրեսիոն վեկտորային (SVAR), կրճատված տեսքի հավասարումներ (Reduced Forms Equations) և այլն, որոնց արդյունքները նույնպես հանգել են կշիռների 1:3 հարաբերակցությանը:

Այդ կշիռները Կանադայի բանկը հիմք է ընդունել դրամավարկային պայմանների ինդեքսի կառուցման ժամանակ, որի արդյունքում դրամավարկային պայմանների ինդեքսի հաշվարկման բանաձևը ստացել է հետևյալ տեսքը՝

$$MCI_t = 0.75 * (r_t - r_0) + 0.25 * (e_t / e_0 - 1) * 100 + 100$$

որտեղ՝

r_t -ն և r_0 -ն 90-օրյա առևտրային պարտատոմսերի տոկոսադրույքն է t-րդ և բազիսային ժամանակահատվածում,

e_t -ն և e_0 -ն՝ G-10 երկրների նկատմամբ հաշվարկված կանադական դոլարի իրական արդյունավետ փոխարժեքը t-րդ և բազիսային ժամանակահատվածում:

* Կանադայում առևտրային պարտատոմսերը (commercial papers) թողարկվում են ձեռնարկությունների կողմից՝ կարճաժամկետ իրացվելիության պահանջները բավարարելու նպատակով:

** G-10 երկրներն են՝ Մեծ Բրիտանիա, Գերմանիա, ԱՄՆ, Ֆրանսիա, Ճապոնիա, Իտալիա, Կանադա, Բելգիա, Նիդերլանդներ, Շվեդիա:

* *Steu Duguay P. (1994) "Empirical Evidence on the Strenght of the Monetary Transmission Mechanism in Canada: An Aggregate Approach" Journal of Monetary Economics, page 50, Table 1, Column 7.*

Հետևաբար, դրամավարկային պայմանների ինդեքսն ունի տոկոսային չափողականություն և քանի որ իրենից ներկայացնում է փոփոխություն բազիսային ժամանակահատվածի նկատմամբ, ժամանակի տարբեր պահերին դրա արժեքների համեմատությունը հնարավորություն է տալիս գնահատել համապատասխան ժամանակահատվածում դրամավարկային քաղաքականության ուղղվածությունը, այսինքն՝ զսպողական կամ ընդլայնողական բնույթը:

Կանադայի բանկը կարճաժամկետ քաղաքականության իրականացման համար գործնականում կիրառում է դրամավարկային պայմանների անվանական ինդեքսը, որի հաշվարկման համար օգտագործվում են անվանական տոկոսադրույքը և արդյունավետ փոխարժեքը: Դա բացատրվում է նրանով, որ դրամավարկային պայմանների իրական ինդեքսը հաշվելու համար անհրաժեշտ են գործընկեր G-10 երկրների գների ինդեքսների տվյալները, որոնք ստացվում են որոշակի ուշացումով: Մյուս կողմից, կարճ ժամկետի համար (օրինակ՝ մեկ եռամսյակ), դրամավարկային պայմանների իրական ինդեքսին հաջողությամբ փոխարինում է անվանականը, քանի որ Կանադայում գները համեմատաբար կայուն են և դրամավարկային պայմանների իրական ու անվանական ինդեքսների տարբերությունը էական չէ (կորելյացիայի գործակիցը մոտ է 0.9-ի):

Սակայն առավելությունների հետ մեկտեղ, դրամավարկային պայմանների ինդեքսն ունի նաև մի շարք թերություններ, որի պատճառով դրա կիրառումը զուգակցվում է մի շարք դժվարություններով:

Նախ՝ շուկայական տոկոսադրույքների, փոխարժեքի և ՀՆԱ-ի միջև կապը դինամիկ է ազդեցության համապատասխան՝ կարճաժամկետ, միջինժամկետ և երկարաժամկետ բազմարկիչներով, որը պայմանավորված է համախառն պահանջարկի վրա տոկոսադրույքի և փոխարժեքի ուղղակի ազդեցության հետ մեկտեղ անուղղակի ազդեցության բազմաթիվ լծակների առկայությամբ: Այդ իսկ պատճառով ազդեցության ժամկետայնության անտեսումը և մեկ գործակցի միջոցով արտահայտելը կրում է պարզեցված բնույթ:

Երկրորդ՝ դրամավարկային պայմանների ինդեքսի հաշվարկման ժամանակ կատարվում է դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի լծակների անկախության մասին ենթադրություն, որը շատ հաճախ չի համապատասխանում իրականությանը:

Երրորդ՝ ՀՆԱ-ի վրա տոկոսադրույքի և փոխարժեքի հարաբերական ազդեցության գնահատման ժամանակ չի դիտարկվում դրամավարկային պայմանների ինդեքսի բաղադրատարրերի վարքագծի վրա ՀՆԱ հնարավոր հակադարձ ազդեցությունը: Արդյունքում կասկածի տակ է դրվում գնահատված կշիռների հաստատուն լինելու մասին կատարված ենթադրությունը:

Չորրորդ՝ հնարավոր է, որ դրամավարկային պայմանների ինդեքսի կշիռների որոշման համար կառուցված մոդելն ունենա բացթողնված բացատրող փոփոխականներ: Սա հատկապես վերաբերում է զարգացող երկրներին, որտեղ տոկոսադրույքի և փոխարժեքի հետ մեկտեղ ՀՆԱ-ի վրա ազդում են նաև մի շարք այլ կարևոր փոփոխականներ, որոնց անտեսումը կհանգեցնի նրան, որ գնահատված կշիռները չեն համապատասխանի իրականությանը:

ՀՀ տնտեսության համար դրամավարկային պայմանների ինդեքսի հաշվարկում և վերլուծություն

Հայաստանի Հանրապետության տնտեսությունը կարելի է համարել փոքր բաց տնտեսություն, որի պատճառով մակրոտնտեսական հաշվեկշռվածության ապահովման գործընթացում մեծ է դրամի փոխարժեքի դերը: Դեռ ավելին, անհրաժեշտ է փաստել, որ մակրոտնտեսական կարևորագույն ցուցանիշների (սղաճ, տնտեսական աճ, առևտրային հաշվեկշռի մնացորդ և այլն) փոխարժեքից կախվածության աստիճանը չի զիջում տոկոսադրույքից կախվածությանը: Դա պայմանավորված է ՀՆԱ կառուցվածքում ներմուծման մեծ տեսակարար կշռով, ինչպես նաև կապիտալի շուկայի թերզարգացվածության պայմաններում տնտեսության իրական հատվածի վրա տոկոսադրույքի թույլ ազդեցությամբ:

Ուստի ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից վարվող դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը տնտեսության իրական հատվածի վրա փոխանցվում է ոչ միայն տոկոսադրույքի, այլ նաև փոխարժեքի միջոցով, որոնց վարքագիծը արտացոլվում է դրամավարկային պայմանների ինդեքսի ցուցանիշում:

Համապատասխան գրականության ուսումնասիրության, ինչպես նաև այլ երկրների կենտրոնական բանկերի վերլուծությունների արդյունքների վրա հիմնվելով՝ ՀՀ համար դրամավարկային պայմանների ինդեքսի կառուցման նպատակով մեր կողմից կատարվել են հետևյալ եզրահանգումները՝

1. Դրամավարկային պայմանների ինդեքսի կառուցման համար կիրառել եռամսյակային տվյալներ և օգտվել հետևյալ բանաձևից.

$$MCI_t = W_r \cdot (r_t - r_0) + W_e \cdot (e_t / e_0 - 1) \cdot 100 + 100$$

որտեղ՝

r_t -ն և r_0 -ն տոկոսադրույքն է t -րդ և բազիսային ժամանակահատվածում,

e_t -ն և e_0 -ն՝ փոխարժեքը t -րդ և բազիսային ժամանակահատվածում (ԱՄՆ դոլար/ ՀՀ դրամ),

W_r -ը և W_e -ն՝ համապատասխանաբար՝ տոկոսադրույքի և փոխարժեքի կշիռները ($W_r + W_e = 1$):

2. Դրամավարկային պայմանների ինդեքսի հաշվարկման համար կիրառել.

ա) ՀՀ կառավարության կողմից առաջնային շուկայում տեղաբաշխվող՝ մինչև երեք ամսիս ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի իրական տոկոսադրույքը,

բ) գլխավոր առևտրային գործընկեր տասը երկրների նկատմամբ հաշվարկված իրական արդյունավետ փոխարժեքի ինդեքսը:

3. Դրամավարկային պայմանների ինդեքսի հաշվարկման բանաձևում կիրառել ՀՆԱ-ի վրա տոկոսադրույքի և փոխարժեքի ազդեցության համամասնական կշիռներ:

Հայաստանի Հանրապետությունում դրամավարկային պայմանների ինդեքսի հաշվարկման համար անհրաժեշտ կշիռների հաշվարկման նպատակով կազմվել է համախառն պահանջարկի՝ իրական տոկոսադրույքից և փոխարժեքից կախվածությունը արտացոլող հետևյալ ռեգրեսիոն հավասարումը (փակագծերում նշված են գնահատված պարամետրերի ստանդարտ շեղումները և t վիճակագիրները).

$$D(LRGDP) = 0.0114 + 0.0961 \times D(LRGOV) - 0.0009 \times D(RTB) - 0.0012 \times D(REFEX)$$

s.e	(0.0071)	(0.0199)	(0.0004)	(0.0004)
t-stat	(1.6001)	(4.8198)	(-2.3817)	(-3.0691)

R-squared = 0.82

DW = 1.92

S.E. of regression = 0.03

որտեղ՝

$D(LNRGDP)$ -ն սեզոնային հարթեցված իրական ՀՆԱ-ի լոգարիթմական մակարդակների առաջին տարբերությունն է,

$D(LRGOV)$ -ը՝ պետական բյուջեի իրական ծախսերի (առանց արտաքին պարտքի տոկոսավճարների) լոգարիթմական մակարդակների առաջին տարբերությունը,

$D(RTB)$ -ը՝ առաջնային շուկայում տեղաբաշխվող՝ մինչև երեք ամսիս ժամկետայնությամբ պետական պարտատոմսերի իրական տոկոսադրույքի առաջին տարբերությունը,

$D(REFEX)$ -ը՝ 10 հիմնական գործընկեր երկրների նկատմամբ հաշվարկված իրական արդյունավետ փոխարժեքի ինդեքսի տարեկան փոփոխությունը (ՀՀ դրամի արժեքավորումը հանգեցնում է ինդեքսի աճի:

Ռեգրեսիոն հավասարման մեջ պետական բյուջեի ծախսերի ընդգրկումը հնարավորություն է տալիս գնահատել պետության զանձարանային քաղաքականության ազդեցությունը երկրի տնտեսական ակտիվության վրա՝ որպես արտածին գործոն (Կանադայի բանկի կողմից կառուցված

* Իրական տոկոսադրույքը հաշվարկվել է հետևյալ բանաձևով՝

$$RTB = (NTB - \ln f) / (1 + \ln f / 100)$$

որտեղ՝

NTB -ն առաջնային շուկայում տեղաբաշխված՝ մինչև 3 ամիս ժամկետայնությամբ պետական պարտատոմսերի տարեկան արդյունավետ անվանական տոկոսադրույքն է,

$\ln f$ -ը՝ տղաճը տվյալ եռամսյակին նախորդող 12 ամիսներին:

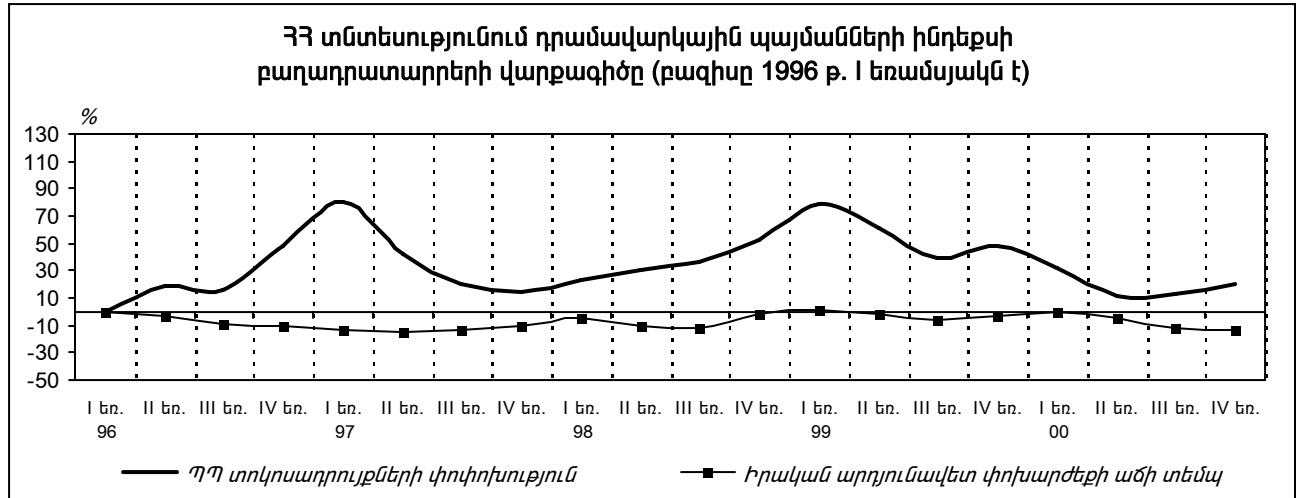
** Իրական արդյունավետ փոխարժեքի տարեկան փոփոխությունը հաշվարկվել է հետևյալ բանաձևով՝

$$D(REFEX) = (REFEX / REFEX(-1) \times 100 - 100) \times 4$$

որտեղ՝ $REFEX$ -ը իրական արդյունավետ փոխարժեքի եռամսյակային ինդեքսն է:

հավասարման մեջ այդ դերը պատկանում է ԱՄՆ ՅՆԱ-ին, որի ազդեցությունը Կանադայի ՅՆԱ-ի վրա պայմանավորված է այդ երկրների տնտեսական հարաբերությունների սերտ կապով):

Ինչպես երևում է բանաձևից, փոխարժեքի և տոկոսադրույքի գործակիցների հարաբերությունը (0.0012: 0.0009) կազմել է մոտ 1.3:1 (այսինքն՝ փոխարժեքի փոփոխության ազդեցությունը ՅՆԱ-ի վրա 1.3 անգամ գերազանցում է տոկոսադրույքի փոփոխության ազդեցությունը):



Նշենք, որ վերոնշյալ հավասարումից պետական ծախսերի բացառման դեպքում փոխարժեքի և տոկոսադրույքի գործակիցների նշանակալիությունը պահպանվում է, իսկ գործակիցների հարաբերությունը նույնպես մոտ է ստացված 1.3:1 արտահայտությանը: Նշենք նաև, որ ՅՆԱ-ի վրա փոխարժեքի և տոկոսադրույքի ազդեցության 1.3:1 հարաբերությունը պահպանվում է նույնիսկ հավասարման դիտարկումների ընտրանքի փոփոխման դեպքում:

Այս հանգամանքները թույլ են տալիս եզրակացնել ռեգրեսիոն հավասարման միջոցով ստացված իրական ՅՆԱ-ի վրա տոկոսադրույքի և փոխարժեքի հարաբերական ազդեցության հաստատունության մասին:

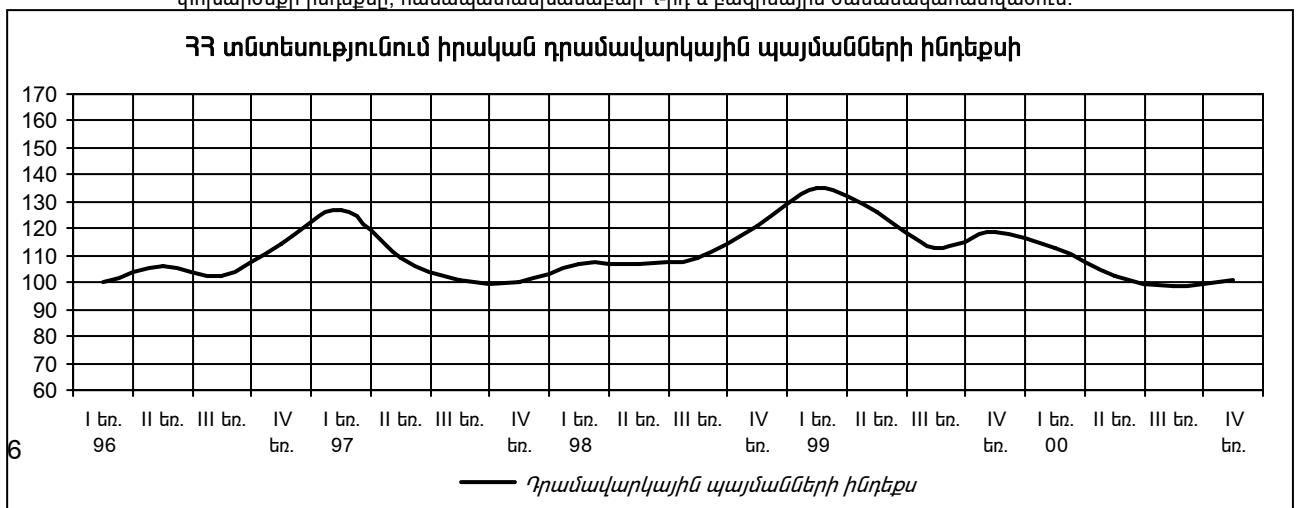
Ընդունելով հավասարումից ածանցված տոկոսադրույքի և փոխարժեքի գործակիցների հարաբերությունը որպես կշիռներ՝ եռամսյակային տվյալների հիման վրա ՀՀ տնտեսության համար հաշվարկվել է դրամավարկային պայմանների ինդեքսը (տե՛ս գրաֆիկը)՝ հետևյալ բանաձևի օգնությամբ.

$$MCI_t = 0.43 \cdot (r_t - r_0) + 0.57 \cdot (e_t / e_0 - 1) \cdot 100 + 100$$

որտեղ՝

r_t -ն և r_0 -ն առաջնային շուկայում տեղաբաշխվող՝ միջև երեք ամիս ժամկետայնությամբ պետական պարտատոմսերի իրական տոկոսադրույքն է, համապատասխանաբար՝ t -րդ և բազիսային ժամանակահատվածում,

e_t -ն և e_0 -ն՝ գլխավոր առևտրային գործընկեր տասը երկրների նկատմամբ կառուցված իրական արդյունավետ փոխարժեքի ինդեքսը, համապատասխանաբար՝ t -րդ և բազիսային ժամանակահատվածում:



Ինչպես երևում է գրաֆիկից, 1996-2000 թթ. ընթացքում դրամավարկային պայմանների ինդեքսի վարքագիծը դրսևորել է սեզոնային միտումներ՝ ապահովելով համեմատաբար բարձր մակարդակ առաջին եռամսյակների ընթացքում: Այսպես, 1998 և 1999 թթ. առաջին եռամսյակներում առաջնային շուկայում տեղաբաշխված միջև երեք ամիս ժամկետայնություն ունեցող պետական պարտատոմսերի իրական տոկոսադրույքն աճել է 9.7 և 27.0 տոկոսային կետով, իսկ իրական արդյունավետ փոխարժեքը արժեքավորվել է 6.1 և 3.1 տոկոսով:

Դրսևորված սեզոնային միտումը խախտվել է 2000 թվականի առաջին եռամսյակում, երբ ֆինանսական շուկայի բոլոր հատվածներում տոկոսադրույքների կտրուկ անկման արդյունքում նկատվեց դրամավարկային պայմանների ինդեքսի անկում:

Տոկոսադրույքների վերոնշյալ անկումը պայմանավորված էր 1998 և 1999 թվականների ընթացքում փոխարժեքի համեմատաբար կայուն վարքագծով, գրանցված սղաճի ցածր մակարդակով, պետական պարտատոմսերի շուկայում առաջարկի կրճատմամբ, ինչպես նաև Կենտրոնական բանկի կողմից ներարկվող իրացվելիության ծավալների մեծացմամբ: Այսպես, 2000թ. առաջին եռամսյակում միջև երեք ամիս ժամկետայնություն ունեցող պետական պարտատոմսերի իրական տոկոսադրույքը նախորդ եռամսյակի նկատմամբ նվազեց մոտ 17.1 տոկոսային կետով, և չնայած այն հանգամանքին, որ տվյալ եռամսյակում իրական արդյունավետ փոխարժեքը արժեքավորվեց 2.6 տոկոսով, դրամավարկային պայմանների ինդեքսը նվազեց 5.9 տոկոսային կետով:

Միևնույն ժամանակ, դրամավարկային քաղաքականության մշակման գործընթացում կարևորվում են համախառն առաջարկի կամ իրական տնտեսական աճի ներուժի գնահատումները, քանի որ չափազանց ընդլայնողական դրամավարկային քաղաքականությունը կհանգեցնի համախառն առաջարկի և համախառն պահանջարկի միջև ճեղքվածքի առաջացման (gap)՝ նպաստելով ինֆլյացիոն ճնշումների ձևավորմանը:

Եզրակացություններ և առաջարկություններ

Դրամավարկային պայմանների ինդեքսի հայեցակարգը մշակվել է 90-ական թվականների սկզբին՝ Կանադայի բանկում կատարված վերլուծությունների արդյունքում:

Դրամավարկային պայմանների ինդեքսը համապատասխան կշիռներով՝ տոկոսադրույքի և փոխարժեքի փոփոխությունների հանրագումարն է և հնարավորություն է տալիս տոկոսադրույքի և փոխարժեքի վարքագիծն արտահայտել մեկ միասնական ցուցանիշի միջոցով:

ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի ուսումնասիրությունը վկայում է, որ տնտեսության իրական հատվածի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը արտացոլվում է ինչպես տոկոսադրույքի, այնպես էլ փոխարժեքի միջոցով: Նշված հանգամանքն արդիական է դարձնում դրամավարկային քաղաքականության մշակման գործընթացում դրամավարկային պայմանների ինդեքսի կիրառումը:

ՀՀ-ում դրամավարկային պայմանների ինդեքսի հաշվարկման համար տոկոսադրույքի և փոխարժեքի կշիռների գնահատման նպատակով հաշվարկվել է իրական տոկոսադրույքից և փոխարժեքից իրական ՀՆԱ կախվածությունը արտացոլող ռեգրեսիոն հավասարում: Վերջինիս օգնությամբ տոկոսադրույքի և փոխարժեքի գնահատված գործակիցների հարաբերությունը ցույց է տալիս, որ իրական տնտեսական աճի վրա տոկոսադրույքի 1% փոփոխության ազդեցությունը համարժեք է փոխարժեքի 1.3% փոփոխության ազդեցությանը: Ընդ որում, տոկոսադրույքի համեմատությամբ փոխարժեքի ազդեցության հարաբերականորեն բարձր մակարդակը պայմանավորված է ՀՆԱ կառուցվածքում ներմուծման մեծ տեսակարար կշռով, ինչպես նաև

կապիտալի շուկայի թերզարգացվածության պայմաններում տնտեսության իրական հատվածի վրա տոկոսադրույքի թույլ ազդեցությամբ:

Իրական ՀՆԱ-ի վրա տոկոսադրույքի և փոխարժեքի ազդեցությունը ռեգրեսիոն հավասարման միջոցով գնահատելուց հետո 1996-2000թթ. համար հաշվարկվել է դրամավարկային պայմանների ինդեքսը: Այն դրսևորել է բարձր մակարդակ ԿԲ իրականացրած զսպողական դրամավարկային քաղաքականության ժամանակահատվածում և, հակառակը, նվազել՝ ընդլայնողական դրամավարկային քաղաքականության ժամանակ:

Կիրառելիությունը ՀՀ կենտրոնական բանկի համար

ՀՀ-ում արժեթղթերի երկրորդային և միջբանկային շուկաների թերզարգացվածության պայմաններում, դրամավարկային քաղաքականության բնագավառում նախապատվությունը տրված է ծավալային գործառնական նպատակի կառավարմանը: Սակայն ծավալային կառավարմանը զուգահեռ նպատակահարմար է հետևել նաև որակական այնպիսի ցուցանիշներին, ինչպիսիք են տոկոսադրույքը և փոխարժեքը, որոնց վարքագիծը արտացոլվում է դրամավարկային պայմանների ինդեքսի ցուցանիշում:

Սիաժամանակ, վերջին տարիներին ՀՀ-ում ցածր սղաճային գոտու ձևավորումը և ֆինանսական շուկայի կայունությունը էապես նպաստել են տնտեսության դրամայնացման աստիճանի բարձրացմանը, ինչի հետագա շարունակումը բարենպաստ պայմաններ կստեղծի դրամավարկային պայմանների ինդեքսի կիրառման առումով: Ներկա փուլում ինդեքսը հաշվարկվում է՝ գնահատելու համար իրականացվող դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետությունը և ընտրված ուղղվածության համապատասխանությունը ընթացող տնտեսական զարգացումներին:

Օգտագործված գրականության ցանկ

1. "Uncertainty and the transmission of monetary policy in Canada" by Gordon Thiessen, Governor of the Bank of Canada York University, Toronto-1995
2. "Hazards in Implementing a Monetary Condition Index" by K. Eika, N. Ericsson, R. Nymoen, International Finance Discussion Papers Number 568, 1996
3. "The use of indicators and the monetary condition index in Canada" by Charles Friedman 1994
4. "Interpreting a Monetary Condition Index in economic policy" by N. Ericsson, E. Jansen, N. Kerbeshian, R. Nymoen, International Finance Discussion Paper
5. "Monetary Conditions" Bank of Canada Review, 1994
6. Duguay P. (1994) "Empirical Evidence on the Strenght of the Monetary Transmission Mechanism in Canada: An Aggregate Approach" Journal of Monetary Economics, 33(1), pp. 39-61
7. Thiessen G. (1995) "Uncertainty and the Transmission of Monetary Policy" Bank of Canada Review
8. "A Monetary Condition Index for Hong Kong" Quarterly Bulletin, November 2000
9. "Monetary Conditions" Bank of Canada Review, 1994
10. Reserve Bank of New Zealand (1996) "Summary Indicators of Monetary Conditions" Reserve Bank Bulletin