



**Հայաստանի Հանրապետության
Կենտրոնական Բանկ**

Աշխատանքային Փաստաթուղթ
Դրամավարկային քաղաքականության Վարչություն

**Դրամավարկային Պայմանների Ինդեքսի
Կիրառությունը ՀՀ-ՈԽՄ**

Շահանե Հարությունյան

2009

ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

- | | |
|--|-------|
| 1. ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ | էջ 2 |
| 2. ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՊԱՅՄԱՆՆԵՐԻ ԻՆԴԵՔՍԻ ԿԱՌՈՒՑՄԱՆ ՄՈՏԵՑՈՒՄՆԵՐԸ | էջ 3 |
| 3. ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՊԱՅՄԱՆՆԵՐԻ ԻՆԴԵՔՍԻ ԿԻՐԱՌՈՒԹՅՈՒՆԸ ՀՀ ՏՆՏԵՍՈՒԹՅԱՆ ՀԱՄԱՐ: ԱՐԴՅՈՒՆՔՆԵՐ ԵՎ ՔՆՆԱՐԿՈՒՄ | էջ 9 |
| 4. ԵԶՐԱԿԱՅՈՒԹՅՈՒՆ | էջ 15 |
| 5. ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ | էջ 18 |

Ներածություն

Լողացող փոխարժեքով ռեժիմի և կապիտալի մոբիլության պայմաններում տոկոսադրույքն ու փոխարժեքը հանդիսանում են դրամավարկային քաղաքականության փոխանցման հիմնական մեխանիզմները, և հետևաբար քաղաքականության ուղղվածությունը բնութագրելու համար առավել նպատակահարմար է դրանք միասնական ցուցանիշի միջոցով արտահայտելը, ինչի համար էլ կիրառվում է դրամավարկային պայմանների ինդեքսը¹:

ԴՊԻ-ն իրենից ներկայացնում է կարճաժամկետ տոկոսադրույքի և արդյունավետ փոխարժեքի՝ բազիսային ժամանակահատվածի նկատմամբ փոփոխությունների միջին կշռված հանրագումարը, որտեղ կշիռները ընտրվում են տնտեսական աճի կամ գնաճի վրա տոկոսադրույքի և փոխարժեքի ազդեցության չափերին համամասնորեն: Ընդ որում, բազիսային ժամանակաշրջանի նկատմամբ դրամավարկային պայմանների ինդեքսը հաշվարկելիս տոկոսադրույքի փոփոխությունը արտահայտվում է տոկոսային կետով, իսկ փոխարժեքի փոփոխությունը՝ հավելաճի տեմպի միջոցով, ինչը պայմանավորված է տոկոսադրույքի և փոխարժեքի չափողականությունների համադրելիությունը ապահովելու անհրաժեշտությամբ:

ԴՊԻ-ի վարքագիծը արտացոլում է համապատասխան ժամանակահատվածում դրամավարկային քաղաքականության զսպողական կամ ընդլայնողական լինելու բնույթը: Վերջինս կենտրոնական բանկերի կողմից կարող է օգտագործվել որպես գործառնական նպատակ, որպես դրամավարկային քաղաքականության ինդիկատոր, կամ էլ որպես դրամավարկային քաղաքականության կանոն:

Առաջին անգամ ԴՊԻ-ի հայեցակարգը մշակվել է Կանադայի բանկում՝ 1990-ական թվականների սկզբներին: Կանադայի բանկի կողմից վերջինիս հրապարակումից հետո մի շարք երկրների կենտրոնական բանկեր հետևեցին նրա փորձին: Այն հաշվարկվում է Նոր Զելանդիայի, Մեծ Բրիտանիայի, Գերմանիայի, Շվեդիայի, Ֆրանսիայի, Չեխիայի, ասիական մի շարք երկրների, մասնավորապես՝ Չինաստանի, Վապոնիայի, Սինգապուրի, Հնդկաստանի, Կորեայի, Ինդոնեզիան, Հոնգ-Կոնգի, Թայլանդի և մի շարք այլ երկրների կենտրոնական բանկերի կողմից:

Բացի կենտրոնական բանկերից ԴՊԻ-ն հաշվարկվում ու վերլուծության է ենթարկվում ինչպես մասնավոր հատվածի ներկայացուցիչների, այնպես էլ ներդրումային

¹ Այսուհետև տեքստում՝ ԴՊԻ

կազմակերպությունների կողմից, և այն հաշվի է առնվում նրանց կողմից ներդրումային որոշումների ընդունման ժամանակ:

Սույն հոդվածում ներկայացված է ԴՊԻ-ի հայեցակարգի նկարագրությունը, կառուցման միջազգային փորձը, ինչպես նաև վերջինիս կիրառությունն ու կառուցումը ՀՀ տնտեսության համար: Աշխատանքի համար հիմք է հանդիսացել ինչպես միջազգային գրականության ուսումնասիրությունը, այնպես էլ 2000 թվականին ՀՀ տնտեսության համար այս թեմայով կատարված ուսումնասիրության արդյունքները²: Աշխատանքի արդյունքում, 1999-2007 թ.թ. տվյալներով, կառուցվել է անվանական ԴՊԻ-ն, և վերլուծվել, թե որքանով է վերջինիս վարքագիծը ճիշտ արտացոլում այդ ժամանակահատվածում ԿԲ իրականացրած քաղաքականությունը: Մեր կողմից կառուցվել է նաև կայուն փոխարժեքով ԴՊԻ՝ 2004 թվականի երրորդ եռամսյակից ՀՀ տնտեսությունում արձանագրվող դրամի փոխարժեքի արժևորման ազդեցությունը չեզոքացնելու համար, քանի որ վերջինս քաղաքականության իրականացման արդյունք չի հանդիսանում: Բացի այդ, ըստ մեզ, անվանական ԴՊԻ-ն կարող է օգտագործվել ոչ միայն անցած, այլ նաև ապագա քաղաքականությունն արտացոլելու համար:

2. Դրամավարկային պայմանների ինդեքսի կառուցման մոտեցումները

ԴՊԻ-ն իրենից ներկայացնում է կարճաժամկետ տոկոսադրույքի և արդյունավետ փոխարժեքի՝ բազիսային ժամանակահատվածի նկատմամբ փոփոխությունների միջին կշռված հանրագումարը, որտեղ կշիռները ընտրվում են տնտեսական աճի կամ գնաճի վրա տոկոսադրույքի և փոխարժեքի ազդեցության չափերին համամասնորեն³:

ԴՊԻ-ն հաշվարկվում է հետևյալ բանաձևով՝

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

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

e_t և e_0 -ն արդյունավետ փոխարժեքն է t -րդ և բազիսային ժամանակահատվածում

W_r և W_e -ն համապատասխանաբար տոկոսադրույքի և փոխարժեքի կշիռներն են ($W_r + W_e = 1$)

² Տե՛ս www.cba.am, Տիգրան Պողոսյան, «Դրամավարկային պայմանների ինդեքսի հայեցակարգի կիրառությունը ՀՀ-ում», աշխատանքային նախագիծ, Երևան 2000

³ “Taylor interest rate and monetary condition index”, Deutsche, Bundesbank, monthly report, April 1999,

Ըստ մեկ այլ սահմանման ԴՊԻ-ն բոլոր այն փոփոխականների միջին կշռված հանրագումարն է, որոնց վրա կենտրոնական բանկը կարող է ազդել դրամավարկային քաղաքականության միջոցով, և որոնց փոփոխությունը իր ազդեցությունն է ունենալու վերջնական նպատակի վրա⁴:

ԴՊԻ-ի 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, տնտեսվարող սուբյեկտների մոտ սպասումների ձևավորումը և այլն:

Երկրի 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 երկրներում, որոնց սպառողական գների 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 լողացող ռեժիմ ունեցող երկրներում ԿԲ կողմից վարվող դրամավարկային քաղաքականությունը արտահայտվում է ինչպես տոկոսադրույքի, այնպես էլ փոխարժեքի վարքագծում: Այդ իսկ պատճառով, ԴՊԻ-ի վարքագիծը արտացոլում է համապատասխան ժամանակահատվածում դրամավարկային քաղաքականության զսպողական կամ ընդլայնողական լինելու բնույթը: Այսպես, իրականացվող զսպողական դրամավարկային քաղաքականությամբ պայմանավորված տոկոսադրույքների աճը և փոխարժեքի արժեքավորումը հանգեցնում են ԴՊԻ-ի աճին, իսկ ընդլայնողական դրամավարկային քաղաքականության իրականացման արդյունքում տոկոսադրույքների նվազումը և փոխարժեքի արժեզրկումը բերում են ԴՊԻ-ի նվազման: Վերջինս կենտրոնական բանկերի կողմից կարող է օգտագործվել որպես գործառնական նպատակ, որպես դրամավարկային քաղաքականության ինդիկատոր, կամ էլ որպես դրամավարկային քաղաքականության կանոն⁵:

⁴ “Monetary policy frameworks in a global context” edited by Levan Mahadeva and Gabriel Sterne, Bank of England 2000, CCBS, page 585,

⁵ “Monetary condition indices for the UK: A Survey” by Nicoletta Batini and Kenny Turnbull, Bank of England, External MPC unit discussion paper No. 1, September 2000

Առաջին անգամ ԴՊԻ-ի հայեցակարգը մշակվել է Կանադայի բանկում՝ 1990-ական թվականների սկզբներին: Իրական ԴՊԻ-ի հաշվարկման համար⁶ տոկոսադրույքի և փոխարժեքի գործակիցները ստացվել են ամբողջական պահանջարկի հավասարումից, որն ունի հետևյալ տեսքը (հավասարման մեջ օգտագործված են եռամսյակային սեզոնային հարթեցված տվյալներ)⁷

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

y_t և y_t^* -ն համապատասխանաբար Կանադայի և ԱՄՆ-ի իրական ՀՆԱ-ն է⁸;

$\Delta_8 RR_t/8$ -ը նախորդ 8 եռամսյակի ընթացքում 90 օրյա առևտրային պարտատոմսերի իրական տոկոսադրույքի միջին փոփոխությունն է;

$\Delta_{12} q_t/12$ -ը նախորդ 12 եռամսյակի ընթացքում իրական արդյունավետ փոխարժեքի ինդեքսի միջին փոփոխությունն է (աճը նշանակում է Կանադական դոլարի արժեքավորում);

Δ -ն տարբերության օպերատորն է:

Ըստ ստացված արդյունքների տոկոսադրույքի և փոխարժեքի գործակիցների հարաբերակցությունը մոտ է 1:3 հարաբերությանը, ինչը նշանակում է, որ Կանադայում 1% իրական տոկոսադրույքի փոփոխության ազդեցությունը համախառն պահանջարկի վրա համարժեք է 3% իրական արդյունավետ փոխարժեքի փոփոխության ազդեցությանը: ԴՊԻ հաշվարկման համար Կանադայի բանկի կողմից կառուցվել են նաև բազմաթիվ այլ էկոնոմետրիկական մոդելներ, որոնց արդյունքները նույնպես են հանգել են կշիռների 1:3 հարաբերակցությանը:

Կանադայի բանկը կարճաժամկետ քաղաքականության իրականացման համար գործնականում կիրառում է անվանական ԴՊԻ-ն, որի հաշվարկման համար օգտագործվում է անվանական տոկոսադրույքը և անվանական արդյունավետ փոխարժեքը: Դա բացատրվում է նրանով, որ իրական ԴՊԻ-ն հաշվարկելու համար անհրաժեշտ են գործընկեր G-10 երկրների գների ինդեքսների տվյալները, որոնք ստացվում են որոշակի ուշացումով: Մյուս կողմից՝ կարճ

⁶ ԴՊԻ -ն կարող է հաշվարկվել ինչպես իրական, այնպես էլ անվանական արտահայտությամբ՝ հիմնականում ելնելով տվյալ երկրում գնաճի մակարդակից, ինչպես նաև իրական արդյունավետ փոխարժեքի հաշվարկման համար գործընկեր երկրների գների ինդեքսների տվյալների հասանելիությունից

⁷ Երկրների փորձի ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ տոկոսադրույքի և փոխարժեքի կշիռները ստացվում են կամ գնաճի, կամ ամբողջական պահանջարկի հավասարումներից: Ընդ որում, ելնելով տվյալ երկրի տնտեսության առանձնահատկություններից, այդ կշիռների հաշվարկման համար օգտագործվում են կրճատված տեսքի հավասարումներ(reduced forms equations), վեկտոր ավտոռեգրեսիոն (VAR), կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդելներ (SVAR), տարբեր տիպի մակրո մոդելներ

⁸ ԱՄՆ իրական ՀՆԱ-ի ներառումը Կանադայի ամբողջական պահանջարկի հավասարման մեջ պայմանավորված է այդ երկու երկրների տնտեսական հարաբերությունների սերտ կապով

Ժամանակահատվածի համար իրական ԴՊԻ-ին հեշտությամբ փոխարինում է անվանականը, քանի որ Կանադայում գները համեմատաբար կայուն են և իրական ու անվանական ԴՊԻ-ի տարբերությունը էական չէ (կորելյացիայի գործակիցը մոտ է 0.9-ի): Նշենք, որ ԴՊԻ-ն Կանադայում օգտագործվում է որպես դրամավարկային քաղաքականության գործառնական նպատակ⁹:

Կանադայի բանկի կողմից ԴՊԻ-ի հրապարակումից հետո մի շարք երկրների կենտրոնական բանկեր հետևեցին նրա փորձին: Նոր Զելանդիան հաշվարկում և հրապարակում է իրական ԴՊԻ-ն 1996 թվականից, որի գործակիցները ածանցվում են ամբողջական պահանջարկի հետևյալ հավասարումից¹⁰.

$$Y_t - Y_t^p = \gamma(r_t - r_p) + \delta(q_t - q_p) + \phi(Y_t^f - Y_t^{fp}) + \varepsilon_t^d$$

Y_t և Y_t^p –ն իրական ՀՆԱ-ի համապատասխանաբար փոստացի և պոտենցիալ մակարդակներն են¹¹

r_t և r_p –ն 90-օրյա միջբանկային իրական տոկոսադրույքների փաստացի և հավասարակշիռ մակարդակներն են

q_t և q_p –ն փաստացի և հավասարակշիռ իրական արդյունավետ փոխարժեքներն են՝ հաշվարկված 5 հիմնական գործընկեր երկրների համար

Y_t^f և Y_t^{fp} –ը Գերմանիայի հետ տնտեսական սերտ հարաբերությունների մեջ գտնվող երկրների ՀՆԱ-ի իրական և պոտենցիալ մակարդակներն են

ε_t^d – ն սխալի մեծությունն է

Նոր Զելանդիան իրական ՀՆԱ-ի ճեղքը հաշվարկում է մի քանի մեթոդներով: Առաջին դեպքում որպես ՀՆԱ-ի ճեղք վերցվում է իրական ՀՆԱ-ի և ժամանակային տրենդի միջև կատարված ռեգրեսիայի մնացորդների շարքը, մյուս դեպքում՝ ՀՆԱ ճեղքը հաշվարկվում է Հողրիկ-Պրեսկոտ ֆիլտրի միջոցով՝ հարթեցման գործակցի (λ -ի) տարբեր արժեքներով (1600, 600): Արդյունքում առաջին դեպքում տոկոսադրույք-փոխարժեք հարաբերակցությունը մոտ է 1.75:1 , երկրորդ դեպքում՝ 1.65:1, երրորդ դեպքում՝ 1.98:1 հարաբերությանը: Նոր Զելանդիայի ֆեդերալ ռեզերվային բանկը առաջարկում է տոկոսադրույք/փոխարժեք հարաբերակցությունը

⁹ Որպես գործառնական նպատակ ԴՊԻ-ն օգտագործվում է նաև Նոր Զելանդիայի, Ֆրանսիայի, Ավստրալիայի, Թայլանդի կենտրոնական բանկերի կողմից:

¹⁰ "A measure of monetary conditions" by Richard Dennis, Reserve Bank of New Zealand, January 1997

¹¹ ($Y_t - Y_t^p$) տարբերությունը իրական ՀՆԱ-ի ճեղքն է, որն առաջանում է այն դեպքում, երբ տոկոսադրույքն ու փոխարժեքը շեղվում են իրենց հավասարակշիռ, իսկ արտասահմանյան ՀՆԱ-ն իր պոտենցիալ մակարդակից

վերցնել 2:1: Այսինքն՝ Նոր Ջեռանդիայում տոկոսադրույքի ազդեցությունը ՀՆԱ ճեղքի վրա երկու անգամ գերազանցում է փոխարժեքի ազդեցությանը:

ԴՊԻ-ն հաշվարկվում է նաև եվրոմիության երկրների մեծ մասում, մասնավորապես՝ Ֆրանսիայում, Գերմանիայում, Իսպանիայում, Ֆինլանդիայում, Իտալիայում, Շվեդիայում, Մեծ Բրիտանիայում, Չեխիայում: Մեծ Բրիտանիայում, որը 1992 թվականից անցում է կատարել գնաճի նպատակադրման ռազմավարության՝ կապված փոխարժեքի կարգավորման ռեժիմի պայմաններում արժույթային սպեկուլյացիաների հետևանքով առաջացած ճգնաժամի հետ, ԴՊԻ-ն հաշվարկվում և օգտագործվում է որպես դրամավարկային քաղաքականության ինդիկատոր: Այստեղ վերջինս հաշվարկվում է մի շարք կազմակերպությունների կողմից, որոնք տոկոսադրույքի և անվանական արդյունավետ փոխարժեքի կշիռների հաշվարկման համար օգտագործում են տարբեր մոդելներ՝ կրճատված տեսքի ամբողջական պահանջարկի հավասարում (IMF, OECD, DB, ML, KVR, MV), VAR (GS կազմակերպությունը, որտեղ որպես էնդոգեն փոփոխականներ հանդես են գալիս ՀՆԱ-ն, 3-ամսյա LIBOR տոկոսադրույքը, իրական արդյունավետ փոխարժեքի ինդեքսը, իսկ որպես էկզոգեն փոփոխական՝ նավթի գինը), ինչպես նաև առևտրի կշիռների վրա հիմնված ԴՊԻ-ի հաշվարկ (JPM կազմակերպության կողմից)¹²: Տարբեր կազմակերպությունների կողմից տոկոսադրույք/փոխարժեք հարաբերակցության համար ստացվում են տարբեր արժեքներ, որոնք իրարից բավականին տարբերվում են: Այսպես՝ IMF-ի կողմից հաշվարկված տոկոսադրույք/փոխարժեք հարաբերակցությունը կազմում է 3:1, OECD-ի կողմից հաշվարկվածը՝ 4:1, KVR կազմակերպությանը՝ 6.2:1¹³: Մեծ Բրիտանիան որպես այլընտրանքային ինդեքս հաշվարկում է նաև «դինամիկ ԴՊԻ», որն իր մեջ ներառում է տոկոսադրույքի և փոխարժեքի տարբեր լագեր՝ արտացոլելով ամբողջական պահանջարկի վրա վերջիններիս ինչպես առաջնային, այնպես էլ հետագա ազդեցությունները: Գերմանիայում տոկոսադրույքի և փոխարժեքի գործակիցները ստացվում են իրական ՀՆԱ ճեղքի հավասարումից որտեղ որպես էկզոգեն փոփոխականներ հանդես են գալիս իրական արդյունավետ փոխարժեքը՝ հաշվարկված 18 արդյունաբերական երկրների համար, 1-օրյա շուկայական տոկոսադրույքը (day to day money market rate), արդյունաբերական երկրների իրական ՀՆԱ-ի ճեղքը, ինչպես նաև Գերմանիայի իրական ՀՆԱ ճեղքի իներցիան: Արդյունքում տոկոսադրույք/փոխարժեք հարաբերակցությունը ստացվել է 3:1¹⁴:

¹² “Monetary condition indices for the UK: A survey”, by Nicoletta Batini and Kenny Turnbull, Bank of England, External MPC unit discussion paper No.1, September 2000, paper

¹³ “Monetary condition indices for the UK: A survey”, by Nicoletta Batini and Kenny Turnbull, Bank of England, External MPC unit discussion paper No.1, September 2000, page 8, table1

¹⁴ “Taylor interest rate and monetary condition index”, Deutsche, Bundesbank, monthly report, April 1999, page 58

Բավականին հետաքրքիր է նաև Չեխիայի օրինակը, որն անցումային շրջանում գտնվող առաջին երկիրն էր, որի ազգային բանկը 1998 թ.-ին ընդունեց գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը: Ըստ Չեխիայի բանկի «ավանդական» ԴՊԻ-ն պետք է ներառի նաև իրական վարկերի ծավալը՝ փոխանցումային մեխանիզմն առավել ամբողջական դարձնելու համար: Վերջինս պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ վարկային մեխանիզմը Չեխիայի տնտեսությունում կարևոր նշանակություն ունի (վարկեր/ՀՆԱ հարաբերակցությունը կազմում է 60%)¹⁵: Չեխիայում տոկոսադրույքի և փոխարժեքի գործակիցները ածանցվում են ամբողջական պահանջարկի հավասարումից, որտեղ որպես բացատրող փոփոխականներ հանդես են գալիս 1 տարի ժամկետայնությամբ PRIBOR¹⁶-ի իրական տոկոսադրույքը, իրական արդյունավետ փոխարժեքը և իրական վարկերի ծավալը: Ըստ ստացված արդյունքների՝ Չեխիայում փոխանցման մեխանիզմներից առավել ուժեղ գործում է տոկոսադրույքի լծակը, որի 1% փոփոխությունը հանգեցնում է ՀՆԱ-ի 0.95% փոփոխության՝ համեմատած փոխարժեքի և վարկերի ծավալի համապատասխանաբար 0.17% և 0.31% փոփոխության հետ:

ԴՊԻ-ն հաշվարկվում է նաև ասիական մի շարք երկրներում, ինչպիսիք են Չինաստանը, Ճապոնիան, Թուրքիան, Սինգապուրը, Մալազիան, Հնդկաստանը, Կորեան, Ինդոնեզիան, Հոնգ-Կոնգը, Թայլանդը և այլն¹⁷: Ի տարբերություն մի շարք զարգացած երկրների՝ այս տարածաշրջանի որոշ երկրներում տոկոսադրույք/փոխարժեք հարաբերակցությունը փոքր է մեկից (Սինգապուր (0.3:1), Մալազիա (0.5:1), Հոնգ-Կոնգ (0.3:1), Վիետնամ (0.9:1)), ինչը նշանակում է , որ փոխարժեքի դերը որպես դրամավարկային քաղաքականության փոխանցման մեխանիզմ ավելի մեծ է, քան տոկոսադրույքինը: Նշենք նաև, որ այս երկրների մեծ մասում տոկոսադրույքի և փոխարժեքի գործակիցները ստացվում են IS կորի վրա հիմնված ամբողջական պահանջարկի հավասարումից¹⁸: Թուրքիայում վերոնշյալ գործակիցները ածանցվում են գնաճի հավասարումից՝ կիրառելով սխալների ուղղման մոդելը, որտեղ որպես էկզոգեն փոփոխականներ հանդես են գալիս միջբանկային տոկոսադրույքը, իրական արդյունավետ փոխարժեքը, ինչպես նաև գնաճի ինդեքսը: Այս մոդելը հաշվի է առնում փոփոխականների միջև առկա ոչ միայն կարճաժամկետ, այլ նաև երկարաժամկետ կապերը¹⁹: Չինաստանում հաշվարկվում է «նեղ» և «լայն» իրական ԴՊԻ-ն. երկրորդ դեպքում հաշվի է

¹⁵ “Measuring monetary condition index in the Czech republic” by Anne-Francoise Bluher , published in the journal Finance a uver, vol.51,2001, no. 10, p.p 528-541, 2001,paper

¹⁶ Չեխիայի միջբանկային շուկայի տոկոսադրույքը

¹⁷ “Monetary condition indices in Asia” by Alex Joiner, ANZ Investment Bank, 26 July 2006,paper

¹⁸ Հաշվարկվում է իրական ԴՊԻ-ն

¹⁹ “Monetary condition index: A Monetary policy indicator for Turkey”, the Central Bank of the Republic of Turkey, Research department, discussion paper No: 9908 ,July 1999

առնվում ոչ միայն տոկոսադրույքի և փոխարժեքի, այլ նաև վարկերի ազդեցությունը ամբողջական պահանջարկի վրա²⁰: Որպես տոկոսադրույք վերցվում է 1 տարի ժամկետայնությամբ վարկերի իրական տոկոսադրույքը: Թայլանդում, որը 1997 թվականից տրադիցիոն ֆիքսված արժութային ռեժիմից անցում կատարեց կառավարելի լողացող արժութային ռեժիմի, տոկոսադրույքի²¹ և անվանական արդյունավետ փոխարժեքի գործակիցները ածանցվում են գնաճի հավասարումից, որտեղ որպես էկզոգեն փոփոխականներ հանդես են գալիս նաև ներմուծվող ապրանքների գների ինդեքսը, գյուղատնտեսական ապրանքների գների ինդեքսը, ֆիսկալ ազդակի ցուցանիշը²²: Ըստ ռեգրեսիոն արդյունքների տոկոսադրույքի ազդեցությունը գնաճի վրա 3.3 անգամ գերազանցում է փոխարժեքի ազդեցությանը, իսկ ազդեցության լագը ավելի արագ է, քան փոխարժեքինը: Միայն կլինի ասել, որ Թայլանդում տոկոսադրույք/փոխարժեք հարաբերակցությունը ավելի մեծ է, քան այնպիսի փոքր բաց տնտեսությամբ երկրներում, ինչպիսիք են Նոր Զելանդիան(2:1), Շվեդիան (2:1), Կանադան (3:1): Վերջինս պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ Թայլանդը ավելի կարճ ժամանակահատված է, ինչ իրականացնում է դրամավարկային քաղաքականություն լողացող փոխարժեքով ռեժիմի պայմաններում, այդ իսկ պատճառով փոխարժեքի փոխանցման լծակը ավելի թույլ է գործում, քան տոկոսադրույքինը:

Այսպիսով՝ միջազգային փորձի ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ ԴՊԻ-ն հաշվարկվում և կիրառվում է ինչպես զարգացած, այնպես էլ զարգացող երկրների կողմից, ու հիմնականում օգտագործվում է որպես դրավարկային քաղաքականության ինդիկատոր:

²⁰ “Monetary condition index for Mainland China” by Wensheng Peng and Frank Leung of the research department, Hong Kong monetary authority quarterly bulletin, June 2005

²¹ Որպես տոկոսադրույք վերցվում է ռեպո շուկայի 1-օրյա տոկոսադրույքի և վարկերի նվազագույն տոկոսադրույքի (MLR) միջին կշռված տոկոսադրույքը

²² “The roles of monetary conditions and the MCI in the conduct of monetary policy: The case of Thailand under the floating rate regime” by Rungsun Hataisree, Economic Research Department, 1998, paper

3. Դրամավարկային պայմանների ինդեքսի կիրառությունը ՀՀ տնտեսության համար:

Արդյունքներ և քննարկում

ՀՀ տնտեսությունը կարելի է համարել փոքր բաց տնտեսություն, որի հետևանքով մակրոտնտեսական հաշվեկշռվածության ապահովման գործընթացում մեծ է դրամի փոխարժեքի դերը: Այդ իսկ պատճառով, ՀՀ ԿԲ կողմից վարվող դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը տնտեսության իրական հատվածի վրա փոխանցվում է ոչ միայն տոկոսադրույքի, այլ նաև փոխարժեքի միջոցով, որոնց վարքագիծը արտացոլվում է ԴՊԻ-ի ցուցանիշում: ՀՀ-ում ԴՊԻ-ի կառուցման և դրամավարկային քաղաքականության մշակման գործընթացում վերջինիս կիրառման առաջարկությամբ ԱՄՀ մասնագետները հանդես են եկել 1998-ին: ՀՀ-ում 2000թ.-ից հաշվարկվում էր իրական ԴՊԻ-ն՝ որպես դրամավարկային քաղաքականության ուղղվածությունը բնութագրող ինդիկատոր, որտեղ որպես տոկոսադրույք հանդես էր գալիս առաջնային շուկայում տեղաբաշխվող մինչև երեք ամիս ժամկետայնությամբ պետական պարտատոմսերի իրական տոկոսադրույքը, իսկ որպես փոխարժեք՝ իրական արդյունավետ փոխարժեքը՝ հաշվարկված 10 հիմնական գարծընկեր երկրների համար²³: Փոխարժեքի և տոկոսադրույքի գործակիցների հարաբերությունը (0.0012 : 0.0009) կազմել է մոտ 1.3:1 (այսինքն՝ փոխարժեքի փոփոխության ազդեցությունը ՀՆԱ վրա 1.3 անգամ գերազանցում էր տոկոսադրույքի փոփոխության ազդեցությանը): Սակայն նշենք, որ իրական ԴՊԻ-ի կառուցման համար ստացված տոկոսադրույքի և փոխարժեքի գործակիցները ածանցվում են 2000 թվականին կատարված ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքներից: Բացի այդ՝ վերջին տարիներին մինչև երեք ամիս ժամկետայնությամբ պետական արժեթղթեր գրեթե չեն թողարկվում, ինչը նշանակում է, որ ԴՊԻ-ի հետագա հաշվարկման համար անհրաժեշտ է կատարել նոր վերլուծություն:

Ելնելով միջազգային փորձի ուսումնասիրությունից, ինչպես նաև ՀՀ տնտեսության առանձնահատկություններից՝ առաջարկում ենք. 1) հաշվարկել ոչ թե իրական, այլ անվանական ԴՊԻ, 2) որպես տոկոսադրույք օգտագործել ԿԲ ռեպո տոկոսադրույքը, իսկ որպես փոխարժեք՝ անվանական արդյունավետ փոխարժեքը՝ հաշվարկված 12 հիմնական գործընկեր երկրների համար, 3) հաշվարկել նաև կայուն փոխարժեքով ԴՊԻ՝ 2004 թ-ի երրորդ եռամսյակից մինչև 2008 թ-ի չորրորդ եռամսյակ փոխարժեքի արժեւորման ազդեցությունը չեզոքացնելու համար, քանի որ վերջինս քաղաքականության իրականացման արդյունք չի

²³ Տե՛ս www.cba.am, Տիգրան Պողոսյան, «Դրամավարկային պայմանների ինդեքսի հայեցակարգի կիրառությունը ՀՀ-ում», աշխատանքային նախագիծ, Երևան 2000

հանդիսանում²⁴, 4) անվանական ԴՊԻ-ն օգտագործել ոչ միայն անցած, այլ նաև ապագա քաղաքականությունն արտացոլելու համար:

Իրական ԴՊԻ-ի անվանականով փոխարինման առաջարկը պայմանավորված է ինչպես վերջին տարիներին ՀՀ տնտեսությունում ձևավորված ցածր գնաճային միջավայրով, այնպես էլ նրանով, որ շատ հաճախ, գործընկեր երկրների գնաճով պայմանավորված, ՀՀ իրական արդյունավետ փոխարժեքի վարքագիծը էականորեն տարբերվում է անվանական արդյունավետ փոխարժեքի վարքագծից, ինչի արդյունքում իրական ԴՊԻ-ն դրսևորում է ԿԲ իրականացրած քաղաքականությանը ոչ համարժեք վարքագիծ:

Տոկոսադրույքի և փոխարժեքի կշիռները ՀՀ տնտեսության համար ածանցվում են ամբողջական պահանջարկի հավասարումից, քանի որ չնայած փոխարժեքի ուղղակի ազդեցությունը գնաճի վրա ավելի մեծ է (ներմուծվող ապրանքների տեսակարար կշիռը սպառողական զամբյուղում կազմում է մոտավորապես 39.0%), այնուհանդերձ տոկոսադրույքի ազդեցությունը գնաճի վրա փոխանցվում է ամբողջական պահանջարկի միջոցով²⁵: Միջազգային փորձի ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ երկրների մեծ մասը որպես տոկոսադրույք ընտրում է կարճաժամկետ տոկոսադրույքը, քանի որ ԿԲ հիմնական գործիքի տոկոսադրույքի փոփոխությունը նախ և առաջ արտացոլվում է կարճաժամկետ տոկոսադրույքների վարքագծում: Մեզ մոտ որպես այդպիսի տոկոսադրույք կարող էր ծառայել միջբանկային շուկայի ռեպո տոկոսադրույքը, սակայն թվային շարքերի կարճության, ինչպես նաև ոչ նշանակալից կապեր ստանալուն պատճառով վերջինիս օգտագործումը հնարավոր չէր: Տարբեր ժամկետայնությամբ կարճաժամկետ վարկերի և ավանդների տոկոսադրույքները ևս փորձել ենք ներառել ռեգրեսիայի մեջ, սակայն նորից ոչ նշանակալից կապեր ենք ստացել: Ինչ վերաբերում է պետական պարտատոմսերի շուկային, ապա մեր կողմից կատարված ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ վերջին մի քանի տարիների ընթացքում կարճաժամկետ պարտատոմսեր գրեթե չեն թողարկվում, բացառությամբ 364-օրյա պետական պարտատոմսերի: Փորձ է արվել վերջինս օգտագործել որպես էկզոգեն փոփոխական ամբողջական պահանջարկի հավասարման մեջ, սակայն ոչ նշանակալից կապեր ստանալու

²⁴ Կայուն փոխարժեքով անվանական ԴՊԻ-ն նույն ձևով կարող է հաշվարկվել նաև 2009 թ-ի մարտին տեղի ունեցած ՀՀ դրամի արժեզրկման ազդեցությունը չեզոքացնելու համար

²⁵ Մեր կողմից փորձ է արվել կառուցել նաև գնաճի հավասարում, սակայն տոկոսադրույքից ոչ նշանակալից կապեր ստանալու պատճառով այն փոխարինվել է ամբողջական պահանջարկի հավասարմամբ

պատճառով այն հանվել է հավասարումից: Այդ իսկ պատճառով ԴՊԻ-ի կառուցման համար որպես տոկոսադրույք ընտրվել է ԿԲ ռեպո տոկոսադրույքը²⁶:

Նշենք, որ ռեգրեսիոն հավասարման մեջ ներառված է պետական բյուջեի ծախսերը (առանց տոկոսավճարների), ինչը թույլ է տալիս գնահատել պետության ֆիսկալ քաղաքականության ազդեցությունը երկրի տնտեսական ակտիվության վրա:

Այսպիսով՝ ՀՀ տնտեսության համար կառուցված ամբողջական պահանջարկի հավասարումը ունի հետևյալ տեսքը.

Dependent Variable: D(LGGDPSA) Method: Least Squares Sample(adjusted): 1998:4 2008:1 Included observations: 38 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.009235	0.014624	0.631492	0.5321
REFEX(-2)	-0.006410	0.003129	-2.048359	0.0485
D(KBREPO(-3))	-0.004501	0.002377	-1.893402	0.0671
D(LNGDPSA(-4)) ²⁷	0.809149	0.055143	14.67364	0.0000
D(LNGOV)	0.084860	0.046576	1.821976	0.0775
R-squared	0.891581	Mean dependent var		0.037598
Adjusted R-squared	0.878439	S.D. dependent var		0.217708
S.E. of regression	0.075905	Akaike info criterion		-2.196587
Sum squared resid	0.190132	Schwarz criterion		-1.981115
Log likelihood	46.73515	F-statistic		67.84377
Durbin-Watson stat	2.177413	Prob(F-statistic)		0.000000

D(LNGDPSA)-ն՝ սեզոնային հարթեցված անվանական ՀՆԱ-ի²⁸ լոգարիթմական մակարդակների առաջին տարբերությունն է;

D(LNGOV)-ը՝ պետական բյուջեի անվանական ծախսերի (առանց տոկոսավճարների) լոգարիթմական մակարդակների առաջին տարբերությունն է;

D(KBREPO)-ն՝ ԿԲ ռեպո տոկոսադրույքի առաջին տարբերությունն է;

²⁶ Մինչև 2009 թ-ը տվյալ եռամսյակի ԿԲ ռեպո տոկոսադրույքը հաշվարկվում էր ԿԲ կողմից յուրաքանչյուր ամսվա համար սահմանված ռեպո տոկոսադրույքների միջինացման հիման վրա, իսկ 2009 թ-ից՝ դրամավարկային քաղաքականության գործիքների տոկոսադրույքների սահմանման ժամանակացույցով սահմանված ռեպո տոկոսադրույքների միջինացման հիման վրա

²⁷ Վերջինիս ներառումը հավասարման մեջ պայմանավորված ՀՆԱ-ի սեզոնայնությամբ

²⁸ ՀՆԱ-ի սեզոնային հարթեցումը կատարվել է CENSUS X12 հարթեցման եղանակով

REFEX-ը 12՝ հիմնական գործընկեր երկրների նկատմամբ հաշվարկված անվանական արդյունավետ փոխարժեքի տոկոսային փոփոխությունն է (ՀՀ դրամի արժեքավորումը հանգեցնում է անվանական արդյունավետ փոխարժեքի աճին)²⁹:

Փոփոխականների ստացիոնարությունը ստուգվել է միավոր արմատ տեստի (Unit root test, Augmented Dickey- Fuller type of test) միջոցով և պարզվել է, որ բոլոր փոփոխականները $I(1)$ են, այդ իսկ պատճառով հավասարման մեջ վերցվել են դրանց առաջին կարգի տարբերությունները (անվանական արդյունավետ փոխարժեքի ինդեքսը $I(1)$ է, սակայն վերջինիս տոկոսային փոփոխությունը ստացիոնար մեծություն է):

Հավասարումը գնահատվել է փոքրագույն քառակուսիների (OLS) մեթոդով, քանի որ ռեգրեսիայի մնացորդները բավարարում են Գաուս-Մարկովի բոլոր պայմաններին³⁰: Այսպես՝ $E(\varepsilon)=5.11 \cdot 10^{-18}$, Skewness=0,01, Kurtosis=3,2, Jarque-Berra=3.02, Probability=0,22: Միավորների հետերոսկետադաստիկությունը ստուգվել է Breusch-Pagan-Godfrey (BPG) տեստի միջոցով, որը ժխտում է հետերոսկետադաստիկության առկայությունը ($n \cdot R^2=7.42$, Probability Chi-Square(4)=0,12): Քանի որ հավասարման մեջ առկա է լագային փոփոխական, հետևաբար DW-ը չի կարող բացատրել մնացորդների կորելացվածությունը: Դրա համար մենք օգտվել ենք Breusch-Godfrey Serial Correlation LM տեստից, որը ժխտում է սխալների միջև առկա կորելացվածության մասին հիպոթեզը ($n \cdot R^2=13.0$; Probability F (8,25)=0,11):

Ըստ ստացված արդյունքների՝ փոխարժեքի ազդեցությունը ամբողջական պահանջարկի վրա 1.42 անգամ գերազանցում է տոկոսադրույքի ազդեցությանը, ընդ որում՝ փոխարժեքը ազդում է 2, իսկ տոկոսադրույքը՝ 3 եռամսյակ լագով: Այսինքն՝ փոխարժեքի 1% փոփոխությունը համարժեք է տոկոսադրույքի 1.42% փոփոխությանը: Մեր կարծիքով ստացված արդյունքները մոտ են իրականությանը՝ թե՛ ազդեցության գործակցի, թե՛ լագի առումով՝ պայմանավորված մինչև 2008 թ-ի երրորդ եռամսյակ ՀՀ տնտեսության դոլարիզացիայի բարձր մակարդակով (1999-2008 թ.թ ընթացքում արտարժույթային ավանդները դոլարային արտահայտությամբ միջին հաշվով աճել են 23.9%-ով, արտարժույթային վարկերը՝ 24.7%-ով, իսկ դրամայնացումը՝ 10.9%-ով), ՀՆԱ-ի կառուցվածքում ներմուծման մեծ տեսակարար կշռով, ինչպես նաև ֆինանսական շուկայի թերզարգացվածության պայմաններում տոկոսադրույքի լծակի թույլ ազդեցությամբ³¹:

²⁹ Տվյալ եռամսյակի ինդեքսը հաշվարկելիս օգտագործվել է դրամի միջին փոխարժեքը

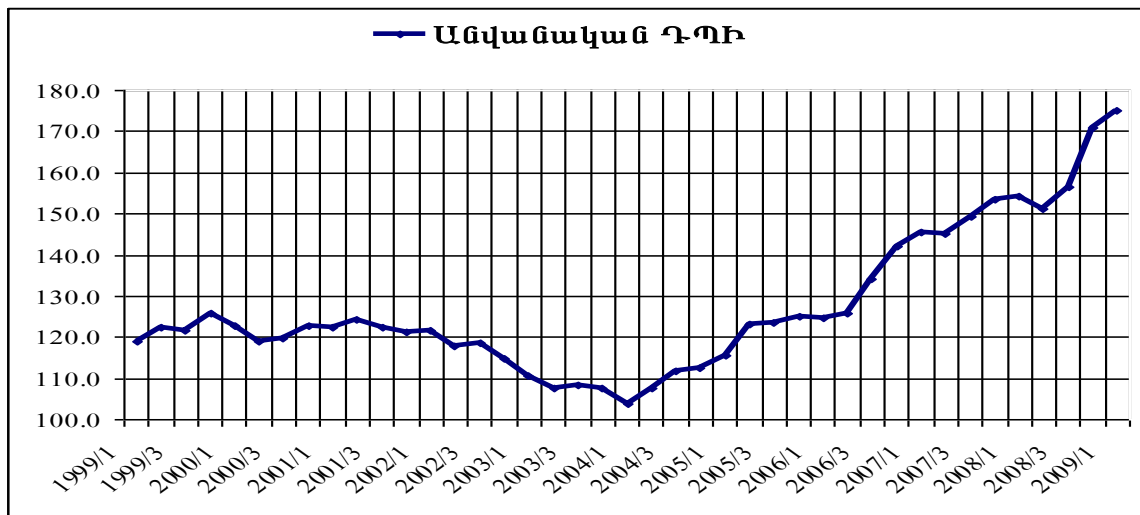
³⁰ Տե՛ս Jack Johnston, John Dinardo, Econometric methods, fourth edition, The Geometry of Least Squares, page 83, Gauss-Markov theorem

³¹ Տե՛ս www.cba.am, Աշոտ Սարգսյան, «Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցման տոկոսադրույքի և փոխարժեքի լծակները ՀՀ-ում», աշխատանքային նախագիծ, Երևան 2003

Ընդունելով հավասարումից ածանցված տոկոսադրույքի և փոխարժեքի գործակիցների հարաբերությունը որպես կշիռներ՝ եռամսյակային տվյալների հիման վրա կառուցենք ՀՀ տնտեսության համար ԴՊԻ-ն՝ հետևյալ բանաձևի օգնությամբ.

$$MCI_t = 0.41 * (r_t - r_0) + 0.59 * (e_t / e_0 - 1) * 100 + 100$$

Դրամավարկային պայմանների ինդեքսը գրաֆիկորեն ունի հետևյալ վարքագիծը.



Պատկերենք մաս ԿԲ ռեալ տոկոսադրույքի և անվանական արդյունավետ փոխարժեքի գրաֆիկները, որպեսզի հասկանանք, թե արդյոք ԴՊԻ-ն ճիշտ է արտացոլում ԿԲ վարած քաղաքականության ուղղվածությունը:



Գրաֆիկներից երևում է, որ 1999 թվականի երկրորդ և չորրորդ եռամսյակներում ԴՊԻ-ն աճում է՝ չնայած ԿԲ ռեպո տոկոսադրույքների նվազմանը: Վերջինս պայմանավորված է այդ եռամսյակներում անվանական արդյունավետ փոխարժեքի արժևորմամբ: 2000թ.-ից մինչև 2004 թվականի առաջին եռամսյակը ԴՊԻ-ի վարքագիծը հիմնականում համընկել է ԿԲ ռեպո տոկոսադրույքի վարքագծի հետ՝ արտացոլելով ԿԲ վարած քաղաքականության ընդլայնողականությունը: Չնայած 2004-2005թ.թ. ընկած ժամանակահատվածում ռեպո տոկոսադրույքների նվազմանը (բացառությամբ 2005թ-ի առաջին եռամսյակի)՝ ԴՊԻ-ն այդ ընթացքում դրսևորել է աճողական վարքագիծ , որը, ըստ նրա կառուցման տրամաբանության, վկայում է ԿԲ իրականացրած քաղաքականության զսպողականության մասին: Վերջինս պայմանավորված է այդ ժամանակահատվածում դրամի արժևորման հետ ու ԿԲ քաղաքականության արդյունք չի հանդիսանում:

2006թ-ի ընթացքում (բացառությամբ առաջին եռամսյակի) ԴՊԻ-ն դրսևորել է աճողական վարքագիծ՝ արտացոլելով ԿԲ կողմից իրականացված զսպողական քաղաքականությունը (ռեպո տոկոսադրույքները այդ եռամսյակներին կազմել են համապատասխանաբար 3.8; 4.0%; 4.25%; 4.75%): Չնայած 2007թ-ի առաջին եռամսյակում ռեպո տոկոսադրույքների անփոփոխ մակարդակին՝ ԴՊԻ-ն աճել է, ինչը նորից պայմանավորված է դրամի արժևորմամբ: 2007-2008 թ.թ. ընթացքում ԴՊԻ-ի վարքագիծը հիմնականում համընկել է ԿԲ ռեպո տոկոսադրույքի վարքագծի հետ՝ արտացոլելով ԿԲ կողմից իրականացրած զսպողական քաղաքականությունը:

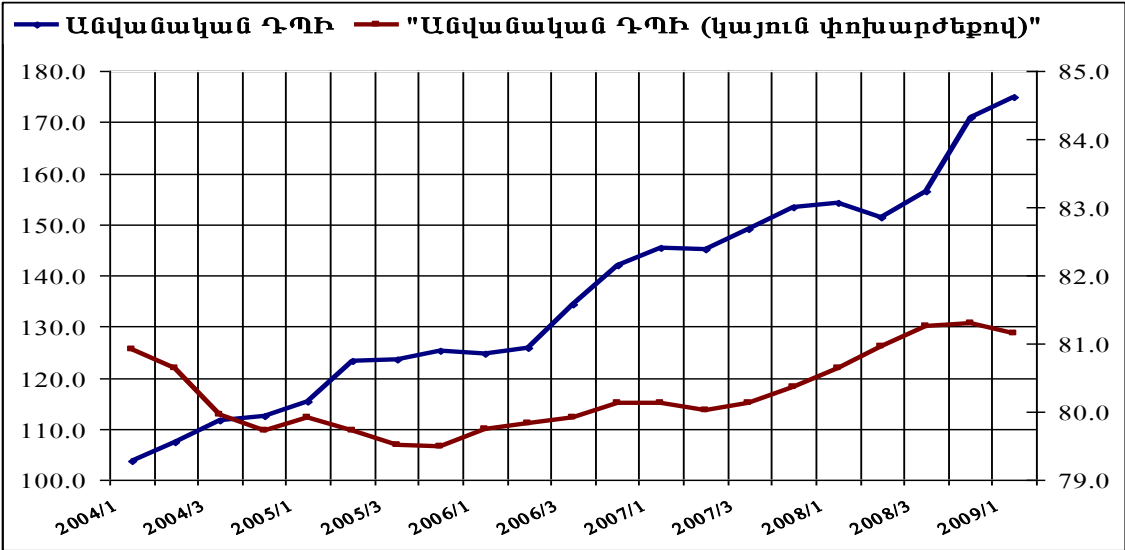
Չնայած 2009 թ-ի առաջին եռամսյակում ռեպո տոկոսադրույքի նվազմանը՝ ԴՊԻ-ն դրսևորել է աճողական վարքագիծ՝ պայմանավորված անվանական արդյունավետ փոխարժեքի արժևորմամբ³²:

Փաստորեն՝ ԴՊԻ-ն աճում է նույնիսկ այն ժամանակ, երբ ԿԲ-ն իրականացնում է ընդլայնողական քաղաքականություն: Այսինքն՝ ԴՊԻ-ի վարքագիծը ոչ միշտ է ճիշտ արտացոլում ԿԲ իրականացրած քաղաքականության ուղղվածությունը: Վերջինս հիմնականում պայմանավորված է 2004 թ-ի երրորդ եռամսյակից 2008 թ-ի չորրորդ եռամսյակն ընկած ժամանակահատվածում ՀՀ դրամի փոխարժեքի արժևորմամբ, այդ իսկ պատճառով դրա ազդեցությունը չեզոքացնելու համար կառուցել ենք նաև կայուն փոխարժեքով ԴՊԻ³³, ինչն ամբողջությամբ արտացոլում է տոկոսադրույքների փոփոխությունը, կամ որ նույնն է՝ դրամավարկային քաղաքականության ուղղվածությունը:

³² Քանի որ եռամսյակային անվանական արդյունավետ փոխարժեքը հաշվարկվում է ամսական միջինների հիման վրա, մարտի սկզբին տեղի ունեցած ՀՀ դրամի արժեզրկումը 2009 թ-ի առաջին եռամսյակում դեռևս չի արտացոլվել անվանական արդյունավետ փոխարժեքի վարքագծում

³³ Սկսած 2004 թվականի երկրորդ եռամսյակից անվանական արդյունավետ փոխարժեքը պահել ենք հաստատուն

Ինչպես երևում է գրաֆիկից, կայուն փոխարժեքով ԴՊԻ-ն չեզոքացնում է փոխարժեքի արժևորման ազդեցությունը և ամբողջությամբ արտացոլում ԿԲ իրականացրած քաղաքականությունը:



Մեր կարծիքով, ԴՊԻ-ն (նաև կայուն ԴՊԻ-ն) կարող է հաշվարկվել նաև ապագա ժամանակահատվածում իրականացվելիք քաղաքականությունն արտացոլելու համար՝ հիմնվելով այդ ընթացքում ԿԲ կողմից սպասվող ռեպո տոկոսադրույքի, ինչպես նաև կանխատեսված անվանական արդյունավետ փոխարժեքի վրա: Վերջինս կնպաստի հասարակության մոտ սպասումների ձևավորմանը, տոկոսադրույքի փոխանցման լծակի ակտիվացմանը և հետևաբար նաև՝ դրամավարկային քաղաքականության իրականացման արդյունավետության բարձրացմանը:

Եզրակացություն

ԴՊԻ-ն իրենից ներկայացնում է կարճաժամկետ տոկոսադրույքի և արդյունավետ փոխարժեքի՝ բազիսային ժամանակահատվածի նկատմամբ փոփոխությունների միջին կշռված հանրագումարը, որի վարքագիծը արտացոլում է համապատասխան ժամանակահատվածում դրամավարկային քաղաքականության գաղափարական կամ ընդլայնողական լինելու բնույթը:

ՀՀ տնտեսությունը կարելի է համարել փոքր բաց տնտեսություն, որի հետևանքով մակրոտնտեսական հաշվեկշռվածության ապահովման գործընթացում մեծ է դրամի փոխարժեքի դերը: Բացի այդ՝ 2006 թվականից ՀՀ ԿԲ-ն անցում է կատարել գնաճի նպատակադրման ռազմավարության, որի ներքո դրամավարկային քաղաքականության հիմնական գործիք է հանդիսանում ԿԲ ռեպո տոկոսադրույքը: Նշված հանագամանքները արդիական են դարձնում դրամավարկային քաղաքականության իրականացման գործընթացում ԴՊԻ-ի դերը:

Մեր կողմից կառուցվել է անվանական ԴՊԻ՝ պայմանավորված ինչպես վերջին տարիներին ՀՀ տնտեսությունում ձևավորված ցածր գնաճային միջավայրով, այնպես էլ նրանով, որ շատ հաճախ, գործընկեր երկրների գնաճով պայմանավորված, ՀՀ իրական արդյունավետ փոխարժեքի վարքագիծը էականորեն տարբերվում է անվանական արդյունավետ փոխարժեքի վարքագծից, ինչի արդյունքում իրական ԴՊԻ-ն դրսևորում է ԿԲ իրականացրած քաղաքականությանը ոչ համարժեք վարքագիծ:

Տոկոսադրույքի և փոխարժեքի կշիռները ածանցվում են ամբողջական պահանջարկի հավասարումից, ըստ որի՝ տնտեսական աճի վրա տոկոսադրույքի 1% փոփոխությունը համարժեք է արդյունավետ փոխարժեքի 1.42% փոփոխությանը: Վերջինս պայմանավորված է ՀՀ տնտեսության դոլարիզացիայի բարձր մակարդակով, ՀՆԱ-ի կառուցվածքում ներմուծման մեծ տեսակարար կշռով, ինչպես նաև ֆինանսական շուկայի թերզարգացվածության պայմաններում տոկոսադրույքի լծակի թույլ ազդեցությամբ: Տոկոսադրույքի և փոխարժեքի ստացված կշիռների հիման վրա 1999-2009 թ-ի առաջին եռամսյակի համար կառուցվել է ԴՊԻ-ն, որի վարքագծի ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ այն ոչ միշտ է ճիշտ արտացոլում ԿԲ իրականացրած քաղաքականության ուղղվածությունը: Վերջինս հիմնականում պայմանավորված է 2004 թվականի երրորդ եռամսյակից ՀՀ տնտեսությունում արձանագրվող դրամի փոխարժեքի արժևորմամբ, որը ԿԲ քաղաքականության արդյունք չի հանդիսանում: Այդ իսկ պատճառով դրա ազդեցությունը չեզոքացնելու համար կառուցվել ենք նաև կայուն

փոխարժեքով ԴՊԻ, ինչն ամբողջությամբ արտացոլում է տոկոսադրույքների փոփոխությունը, կամ որ նույնն է՝ դրամավարկային քաղաքականության ուղղվածությունը:

Մեր կողմից առաջարկվում է ԴՊԻ-ն հաշվարկվել նաև ապագա ժամանակահատվածում իրականացվելիք քաղաքականությունն արտացոլելու համար՝ հիմնվելով այդ ընթացքում ԿԲ կողմից սպասվող ռեպո տոկոսադրույքի, ինչպես նաև կանխատեսված անվանական արդյունավետ փոխարժեքի վրա: Վերջինս կնպաստի հասարակության մոտ սպասումների

ձևավորմանը, տոկոսադրույքի փոխանցման լծակի ակտիվացմանը և հետևաբար նաև՝ դրամավարկային քաղաքականության իրականացման արդյունավետության բարձրացմանը:

Գրականության ցանկ

1. “Monetary policy frameworks in a global context” edited by Levan Mahadeva and Gabriel Sterne, Bank of England 2000, CCBS, page 585
2. “Uncertainty and the transmission of monetary policy in Canada” by Gordon Thiessen, Governor of the Bank of Canada York University, Toronto-1995
3. “Taylor interest rate and monetary condition index”, Deutsche, Bundesbank, monthly report, April 1999
4. “Monetary condition indices for the UK” by Nicoletta Batini and Kenny Turnbull, Bank of England, External MPC unit discussion paper No. 1, September 2000
5. “A measure of monetary conditions” by Richard Dennis, Reserve Bank of New Zeland, January 1997
6. “Measuring monetary condition index in the Czech republic” by Anne-Francoise Bluher, published in the journal Finance a uver, vol.51, 2001, no. 10, p.p 528-541, 2001
7. “Monetary condition indices in Asia” by Alex Joiner, ANZ Investment Bank, 26 July 2006
8. “Monetary condition index: A Monetary policy indicator for Turkey”, the Central Bank of the Republic of Turkey, Research department, discussion paper No: 9908 ,July 1999
9. “Monetary condition index for Mainland China” by Wensheng Peng and Frank Leung of the Research department, Hong Kong monetary authority quarterly bulletin, June 2005
10. “The roles of monetary conditions and the MCI in the conduct of monetary policy: The case of Thailand under the floating rate regime” by Rungsun Hataiseree, Economic Research Department, 1998
11. “A Monetary Condition Indices for Hong Kong” Quarterly Bulletin, November 2000
12. “Hazards in implementing a Monetary Condition index” by K. Eika, N. Ericson, R. Nymoen, International Finance Discussion Papers Number 568, 1996
13. “Pitfalls in the Use of Monetary Condition Indices” by G.R. Stevens, Reserve Bank of Australia Bulletin, August 1998
14. Thiessen G.(1995) “Uncertainty and the Transmission of Monetary Policy” Bank of Canada Review
15. Freedman, C (1995), “The role of monetary conditiond and the monetary condition index in the conduct of policy”, Bank of Canada review, Autumn