

## 2007 ԹՎԱԿԱՆԻ ՄԱԿՐՈՄԻՋԱՎԱՅՐԸ ԵՎ ԳՆԱՃՐ

### Արտաքին միջավայր

2007 թվականի առաջին տասն ամիսների ընթացքում արտաքին միջավայրի զարգացումները էական շեղումներ մտցրեցին դրամավարկային քաղաքականության ծրագրի մեջ: Տարվա սկզբի գնաճային ճնշումների թուլացումը երկրորդ կիսամյակում վերափոխվեց հումքային ապրանքների գների աննախադեպ աճի, որն ուղեկցվեց նաև պարենային ապրանքների բարձր գնաճով՝ էական ճնշումներ առաջացնելով ներմուծված ապրանքների գների աճի առումով:

Տարվա սկիզբը նշանավորվեց հումքային ապրանքների՝ նախորդ տարվա վերջին սկսված գների անկմամբ, որը արձանագրեց արտաքին հատվածից սպասվող գնաճային ճնշումների թուլացում: Դա հատկապես արտահայտվեց նավթի գների նվազման միջոցով, մինչդեռ ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքը շարունակեց արժեզրկվել հիմնական արժույթների նկատմամբ՝ կապված ԱՄՆ ֆեդերալ պահուստային համակարգի և Եվրոպական կենտրոնական բանկի տոկոսադրույքների սպրեդի կրճատման հետ:

Երկրորդ եռամսյակում այդ արժեզրկումը շարունակվեց, սակայն նավթի գները նորից սկսեցին բարձրանալ՝ կապված առաջարկի և պահանջարկի անհամապատասխանության և աշխարհաքաղաքական խնդիրների հետ: Նույն եռամսյակում Հայաստանի տնտեսության վրա ազդեցություն ունեցավ նաև համաշխարհային շուկայում հացահատիկի գների էական աճը: Ի տարբերություն վերջին տարվա սահուն աճի, այս եռամսյակում աճը բավականին արագացավ և պայմանավորված էր նաև Ռուսաստանի և Ուկրաինայի հացահատիկի բերքի սպասվող նվազմամբ, ինչը էական ազդեցություն ունեցավ արդեն Հայաստանի վրա:

Երրորդ եռամսյակում, միջազգային վարկային ճգնաժամի հետ կապված, նավթի և ոսկու գների որոշակի նվազում և ԱՄՆ դոլարի փոքր-ինչ աճ արձանագրվեց օգոստոսին, սակայն սեպտեմբերը միջազգային ապրանքահումքային բորսաներում նշանավորվեց գների աննախադեպ աճով: Ընդ որում՝ հացահատիկի գների աճին ավելացավ նաև կաթնամթերքի՝ հատկապես կաթի, պանրի և կարագի, ինչպես նաև բուսական յուղի գների կտրուկ աճը: Այդ ամենի հետևանքով գնաճային ճնշումները կտրուկ ավելացան, և համաշխարհային գնաճի արագացումը անդրադարձավ ներքին գների աճի վրա:

Չնայած նավթի և ոսկու գների թռիչքածն աճը շարունակվեց, սակայն պարենային ապրանքների շուկայում (հատկապես հացահատիկի և բուսական յուղի) գները չորրորդ եռամսյակի առաջին կեսին որոշակիորեն կայունացան: Այնուամենայնիվ, տարվա կտրվածքով, ընդհանուր գնաճային միջավայրը և բարձր գնաճային սպասումները համաշխարհային շուկաներում դեռևս պահպանվում են:

### Ներքին միջավայր

#### Համախառն պահանջարկ

2007 թվականի հունվար-հոկտեմբերին տ/տ տնտեսական աճը կազմել է 13.3%, որին նպաստել են հիմնականում շինարարության, ծառայությունների և գյուղատնտեսության ճյուղերը:

**Արդյունաբերության** ենթաճյուղերում շարունակվել են տարվա սկզբից նկատվող աճի միտումները, որի արդյունքում ճյուղի ավելացված արժեքի աճը հունվար-հոկտեմբերին տ/տ կազմել է 1.8%: Ընդ որում, առանց ադամանդի արդյունաբերության, ճյուղի աճը կազմել է 8.4%:

Մշակող արդյունաբերության առավել խոշոր ենթաճյուղում՝ սննդի արդյունաբերությունում, թողարկման ծավալի իրական աճը կազմել է մոտ 8%: Ընդ որում, այստեղ դեռ տարվա

սկզբից զգալի ավելացել են *հրուշակեղենի, ոգելից խմիչքների<sup>3</sup>, պահածոների և բնական հյութերի արտադրության* ծավալները:

Գունավոր մետաղագործության ենթաճյուղում արագացել են *ալյումինի և ֆերոմոլիբդենի արտադրության* աճի տեմպերը, մինչդեռ պղնձի արտադրության ծավալները նվազել են՝ պայմանավորված սև պղինձ արտադրող խոշոր ձեռնարկության կողմից հումքի փոփոխմամբ:

Շինարարության ծավալների շարունակվող բարձր աճի պարագայում թողարկման ծավալների աճ է արձանագրվել շինանյութերի, մասնավորապես՝ *ցեմենտի, գաջի և կրի արտադրության* ենթաճյուղերում:

Էներգետիկայի ենթաճյուղում տարվա ընթացքում շարունակվել է բարձր աճ արձանագրվել *գազի մատակարարման* գծով՝ պայմանավորված հանրապետությունում շարունակվող գազիֆիկացման գործընթացով:

**Գյուղատնտեսության** ավելացված արժեքի աճը հունվար-հոկտեմբերին տ/տ կազմել է 8.9%՝ հիմնականում պայմանավորված *բուսաբուծության* թողարկման ծավալների շուրջ 10.6% ավելացմամբ: Բարենպաստ բնակլիմայական պայմանների շնորհիվ արձանագրվել է մրգի և բանջարեղենի թողարկման ծավալների աճ՝ հիմնականում ի հաշիվ *խաղողի, խնձորի, դեղձի, լոլիկի, վարունգի և կաղամբի* հարուստ բերքի ստացման: *Անասնապահության* ենթաճյուղում հունվար-հոկտեմբերին արձանագրվել է մոտ 5% իրական աճ՝ հիմնականում ի հաշիվ մսի և ձվի արտադրության ծավալների ավելացման:

**Շինարարության** ծավալների աճը հունվար-հոկտեմբերին տ/տ կազմել է մոտ 19.2%: Ընդ որում, նշված աճի մեծ մասը պայմանավորվել է *տրանսպորտի և կապի* ոլորտում կատարվող ներդրումներով, մասնավորապես՝ բջջային հեռախոսակապի օպերատորների մեծածավալ ներդրումներով, ինչպես նաև Լիմսի հիմնադրամի միջոցների հաշվին իրականացվող ճանապարհաշինությամբ: Շինարարության ծավալներն ավելացել են նաև *էներգետիկայի* ոլորտում պայմանավորված ինչպես փոքր ՀԷԿ-երի կառուցման գործընթացի ակտիվացմամբ, այնպես էլ Հայաստան-Իրան գազամուղի երկրորդ մասի անցկացման աշխատանքներով:

2007 թվականին արձանագրվել է բնակարանային շինարարության ծավալների իրական նվազում՝ պայմանավորված 2006 թ. վերջին խոշոր շինարարական կառույցների (մասնավորապես՝ Երևանի հյուսիսային պողոտայի) հիմնական շինարարական աշխատանքների ավարտով:

**Ծառայությունների** ավելացված արժեքի իրական աճը հունվար-հոկտեմբերին տ/տ կազմել է շուրջ 13%, որին առավելապես նպաստել են տրանսպորտի և կապի ծառայությունների զգալի ավելացումը, ինչպես նաև առևտրի (առաջին հերթին՝ մեծածախ և ավտոմեքենաների առևտրի) շրջանառության ծավալների աճը: Ընդ որում, ավելացել են տրանսպորտի բոլոր տեսակների ծառայությունները, մինչդեռ կապի ծառայությունների աճը առաջին հերթին պայմանավորվել է բջջային հեռախոսակապի ծառայությունների ծավալի ավելացմամբ:

### **Համախառն առաջարկ**

2007 թվականի ընթացքում արձանագրված համախառն պահանջարկի բարձր աճը հիմնականում պայմանավորվել է ներքին պահանջարկի՝ հատկապես մասնավոր հատվածի սպառման և ներդրումների բարձր աճի տեմպերով<sup>4</sup>:

Ընդհանուր մասնավոր ծախսումների իրական աճը կազմել է 12.8%: Մասնավոր ծախսումների կառուցվածքում սպառումը իրական արտահայտությամբ աճել է 11.3%-ով՝ պայմանավորված բնակչության եկամուտների մոտ 20% իրական աճով: Տարվա ընթացքում բնակչության միջոցների հաշվին իրականացված շինարարության ծավալների մոտ 19 տոկոս իրական աճի արդյունքում արձանագրվել է մասնավոր ներդրումների 17.2% իրական աճ:

Ըստ մասնավոր հատվածի սպառման և ներդրումների ճեղքվածքների գնահատումների՝ մասնավոր հատվածի ծախսումների ազդեցությունը գնաճի վրա տարվա առաջին կեսին եղել է

<sup>3</sup> Հունվար-սեպտեմբերին, նախորդ տարվա հունվար-սեպտեմբերի համեմատ, կոնյակի արտադրության ծավալներն ավելացել են շուրջ 76.5%-ով:

<sup>4</sup> Մասնավոր սպառման և ներդրումների իրական աճերը ԿԲ գնահատումներն են՝ հիմնված 2007 թվականի առաջին երկու եռամսյակների փաստացի տվյալների վրա:

գրեթե չեզոք, իսկ արդեն երկրորդ կեսին, հատկապես չորրորդ եռամսյակի ընթացքում, ստեղծել է գնաճային ճնշումներ:

Տարվա ինն ամիսների արդյունքում հարկաբյուջետային քաղաքականությունն ունեցել է 0.3 տոկոս ընդլայնող ազդեցություն: Ընդ որում, եկամուտներն ունեցել են 1.3 տոկոս զսպող, իսկ ծախսերը՝ 1.6 տոկոս ընդլայնող ազդեցություն: Եկամուտների ազդակը կանխատեսվածի համեմատ ավելի զսպող է եղել, որը հիմնականում պայմանավորվել է հարկային և ոչ հարկային եկամուտների՝ տարեսկզբից արձանագրված գերակատարումներով: Ծախսերը կատարվել են կանխատեսվածի շրջանակներում և ունեցել ընդլայնողական ազդեցություն, ինչպես և սպասվում էր:

2007 թ. հունվար-սեպտեմբերի ընթացքում արձանագրվել են արտաքին առևտրաշրջանառության անմախաղեպ բարձր աճի տեմպեր՝ պայմանավորված արտաքին և ներքին միջավայրի բարենպաստ զարգացումներով: Հունվար-սեպտեմբերին ապրանքների արտահանման ու ներմուծման ծավալներն ավելացել են համապատասխանաբար 21.0%-ով և 43.4%-ով: Գրանցվել է ապրանքների և ծառայությունների արտահանման<sup>5</sup> ու ներմուծման<sup>6</sup> համապատասխանաբար 15.7% և 34.7% աճ: Արտահանման աճը պայմանավորվել է հումք արդյունահանող որոշ ձեռնարկություններում արտադրական կարողությունների՝ աստիճանական և կատարվող ներդրումների՝ արագ գործարկմամբ, ինչպես նաև հումքային ապրանքների գների բարձր մակարդակի պահպանմամբ: Աղանդագործության ճյուղում էական տեղաշարժեր չեն արձանագրվել, և նվազման միտումները շարունակվել են նաև ընթացիկ տարում<sup>7</sup>: Արդյունքում՝ «Թանկարժեք և կիսաթանկարժեք քարեր, թանկարժեք մետաղներ և դրանցից իրեր» ապրանքախմբի արտահանման ծավալների նվազումը ինը ամիսներին կազմել է 25.2%: Արտահանման աճին շարունակում են նպաստել «Հանքահումքային արտադրանք», «Ոչ թանկարժեք մետաղներ և դրանցից պատրաստված իրեր», «Պատրաստի սննդի արտադրանք» ապրանքախմբերի արտահանման աճերը:

Ընթացիկ տարում արձանագրվել են ներմուծման անմախաղեպ բարձր աճի տեմպեր: Ներմուծման բարձր աճը արտացոլում է տնտեսության պահանջարկի կայուն աճը գրեթե բոլոր ապրանքատեսակների նկատմամբ (սպառողական, հումքային և ներդրումային), ինչպես նաև փոխարժեքի արժևորումը: Ներմուծման դոլարային ծավալների աճը պայմանավորվել է նաև հումքային ապրանքների գների աճով:

Զնայած «Թանկարժեք և կիսաթանկարժեք քարեր, թանկարժեք մետաղներ և դրանցից իրեր» ապրանքախմբի ներմուծման 9.8% նվազմանը, ներմուծման մեջ մեծ կշիռ կազմող «Պատրաստի սննդի արտադրանք», «Հանքահումքային արտադրանք», «Ոչ թանկարժեք մետաղներ և դրանցից պատրաստված իրեր», «Մեքենաներ, սարքավորումներ և մեխանիզմներ» և «Վերգետնյա, օդային և ջրային տրանսպորտի միջոցներ» ապրանքախմբերի հաշվին ապահովվել է բարձր աճ:

## Աշխատանքի շուկա<sup>8</sup>

2007 թվականի ընթացքում աշխատանքի շուկայում արձանագրվել է աշխատավարձի աճ տնտեսության գրեթե բոլոր ճյուղերում՝ միջինը կազմելով 20.5%, իսկ գործազրկության մակարդակը նվազել է 0.3 տոկոսային կետով և կազմել 7.1%: Աշխատանքի շուկայում շարունակվել է

<sup>5</sup> Հունվար-սեպտեմբերի տվյալներով՝ ապրանքային արտահանման (ՖՕԲ) ծավալների աճը կազմել է 22.8%, իսկ առանց աղանդի՝ 37.2%: Արտահանման ՖՕԲ ցուցանիշի հիման վրա գնահատվել է արտահանման կրեդիտ ցուցանիշը, իսկ ծառայությունների ցուցանիշները կանխատեսումներ են:

<sup>6</sup> Ապրանքային ներմուծման (ՄԻՖ) ծավալների աճը, ըստ հունվար-սեպտեմբերի տվյալների, կազմել է 45.7%, իսկ առանց աղանդի՝ 55.1%: Ներմուծման ՄԻՖ ցուցանիշի հիման վրա գնահատվել է ներմուծման դեբետ ցուցանիշը, իսկ ծառայությունների ներմուծման ցուցանիշները կանխատեսումներ են:

<sup>7</sup> «ԱԼՈՂՍԱ» ընկերության հետ ստորագրվել է համատեղ գործունեություն իրականացնելու համաձայնագիր: Սակայն գործունեության ծավալման ժամկետները դեռևս մնում են անորոշ:

<sup>8</sup> Աշխատանքի շուկայի 2007 թվականի տվյալները ԿԲ գնահատումներն են՝ հիմնված հունվար-սեպտեմբերի փաստացի ցուցանիշների վրա:

արտադրողականության աճի տեմպերի արագացումը: Տարվա կտրվածքով արձանագրվել է աշխատանքի արտադրողականության 13.3% աճ (նախորդ տարի՝ 12.5%):

Գնաճի տեսանկյունից՝ արտադրողականության աճի տեմպերի արձանագրումը որոշակիորեն մեղմում է աշխատանքի շուկայից բխող գնաճային ճնշումները, սակայն աշխատանքի շուկայի ազդեցությունը գնաճի վրա դեռևս շարունակում է խթանող լինել, քանի որ արտադրողականության աճի ցուցանիշը ցածր է աշխատավարձի աճի ցուցանիշից:

Ընթացիկ տարում արձանագրվել է ֆիզիկական անձանց կողմից արտերկրներից ուղարկված արտարժութային միջոցների զուտ ներհոսքի աճի տեմպերի արագացում: Ընդ որում՝ արտարժութային միջոցների ներհոսքի աճի տեմպերի արագացումը վառ դրսևորվել է հատկապես հուլիսից սկսած և շարունակվել հետագա ամիսներին: Արդյունքում՝ ինը ամիսներին բանկային համակարգով ստացված ոչ առևտրային բնույթի զուտ փոխանցումներն ավելացել են 40.5%-ով (նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածում՝ 30.2%): Ռուսաստանի տնտեսական բարձր աճը, հատկապես շինարարության և մանրածախ առևտրի ճյուղերում, նպաստել է Ռուսաստանից տրանսֆերտների մեծածավալ ներհոսքին:

## **Դրամավարկային քաղաքականության հիմնական ուղղությունները և գնաճ**

### **Գնաճ**

2007 թվականի դրամավարկային քաղաքականության ծրագրով տարվա համար ամրագրվել էր ՀՀ ԿԲ գլխավոր նպատակի՝ գնաճի  $4\% \pm 1.5\%$  միջակայք: Ելնելով վերջին տարիների միտումներից՝ տարվա համար ակնկալվում էր նաև դրամայնացման բարձր աճի տեմպերի պահպանում և դրան համապատասխան՝ ԿԲ կողմից դրամի առաջարկի ապահովում:

Այս նպատակադրումների պարագայում, 2007 թվականին ձևավորված դրամավարկային միջավայրն աչքի է ընկել մի շարք առանձնահատկություններով: Նախ՝ դեռ տարեսկզբից արձանագրվել են տնտեսության դրամայնացման և բանկային համակարգի կողմից վարկավորման աճի՝ սպասվածից առավել բարձր տեմպեր: Ընդ որում, այս երկու երևույթների համադրման արդյունքում տարվա անցած 10 ամիսներին շուրջ երկու անգամ աճել են դրամով տրամադրված վարկերի ծավալները, իսկ դրամային զանգված/փողի զանգված հարաբերակցությունը տարեսկզբի 70.5%-ից հոկտեմբերի վերջին հասել է 77.9%-ի:

2007-ն առանձնահատուկ էր նաև գնաճի կառավարման տեսանկյունից, քանի որ տարին առավել գնաճային էր համաշխարհային շուկայի համար: Տարեսկզբից՝ բենզինի, հունիսից՝ հացահատիկի, սեպտեմբերից՝ մի շարք այլ պարենային ապրանքների (մասնավորապես՝ բուսական և կենդանական յուղ) միջազգային գների սպասվածից աննախադեպ բարձր աճը արտաքին ցնցում էր ներքին շուկայի համար և հանգեցրեց համանման ապրանքների ներքին գների զգալի աճի: Այդուհանդերձ, 2006 թվականի օգոստոս-հոկտեմբերին, ԿԲ կողմից դրամավարկային քաղաքականության պայմանների խստացման (ռեպո տոկոսադրույքի 0.75 տոկոսային կետով բարձրացում) և 2007 թվականի հուլիս-օգոստոսին «Միրգ», «Բանջարեղեն ու կարտոֆիլ» ապրանքախմբերի սեզոնային ավելի խորը գնանկման պարագայում, սեպտեմբերի վերջին տ/տ գնաճը կազմել է 2.7%՝ գտնվելով նպատակային միջակայքի ստորին սահմանին մոտ: Սակայն հոկտեմբերին, հիմնականում արտաքին միջավայրից ներմուծված գնաճի պայմաններում, տատանման միջակայքի ստորին սահմանից գնաճը հասել է վերին սահմանին՝ կազմելով տ/տ 5.7%:

Այս պարագայում, ըստ ԿԲ գնահատումների, 2007 թվականը կավարտվի գնաճի տարեկան 7%-ի շրջանակներում, իսկ եթե չդիտարկենք արտաքին ցնցումների ազդեցությունը (4.4 տոկոս-

սային կետ, որից 3.1-ը՝ հացամթերքի, իսկ 1.3-ը՝ բուսական և կենդանական յուղի հաշվին), կունենանք մոնետար գործոններով պայմանավորված՝ ընդամենը 2.6%-ին մոտ գնաճի տարեկան ցուցանիշ, որը գրեթե համընկնում է նպատակային միջակայքի ստորին սահմանին:

### **Տոկոսադրույք**

Ինչպես ամրագրվել էր ՀՀ դրամավարկային քաղաքականության 2007 թվականի ծրագրում, ՀՀ կենտրոնական բանկը 2007 թվականին շարունակել է 2006 թվականից սկսած՝ գնաճի լիարժեք նպատակադրման ռազմավարությանն անցման գործընթացը: Այդ համատեքստում, ԿԲ-ն իր գլխավոր նպատակին՝ գների կայունությանը հասնելու ճանապարհին կառավարել է կարճաժամկետ տոկոսադրույքները (գործառնական նպատակը)՝ չեզոքացնելու համար 12-ամսյա հորիզոնում նպատակային և կանխատեսված գնաճի միջև առաջացած ճեղքվածքը:

2007 թ. հունիսից սկսած, երբ արձանագրվեց ցորենի միջազգային գների զգալի աճ, և նախանշվում էին մեծ միջազգային շուկաներում պարենային այլ ապրանքների (կաթնամթերք, մսամթերք, բուսական յուղեր, սուրճ) գների աճի հավանականությունները, միաժամանակ հաշվի առնելով մասնավոր սպառման և ներդրումների աճի կանխատեսումներն ու հարկաբյուջետային հատվածի առավել ընդլայնողական ազդեցության գնահատումները, ԿԲ-ն հետամուտ եղավ դրամավարկային պայմանների խստացմանը. հուլիսի 4-ին բարձրացրեց ռեպո տոկոսադրույքը 0.25 տոկոսային կետով՝ սահմանելով 4.75%: Արտաքին ցնցումների ազդեցության պահպանման պարագայում, գների՝ հոկտեմբեր և նոյեմբեր ամիսներին ևս արձանագրված բարձր աճը ու հետագա մեկ տարվա համար ձևավորված գնաճային սպասումները պարունակում էին գնաճային զգալի ռիսկեր: Ուստի, դրանք մեղմելու և գնաճն իր նպատակային թիրախի միջակայքում կառավարելու նպատակով ԿԲ խորհուրդը հոկտեմբերի 2-ի, նոյեմբերի 2-ի և դեկտեմբերի 4-ի նիստերում՝ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը համապատասխանաբար բարձրացրել է 0.25, 0.25 և 0.5 տոկոսային կետով և սահմանել 5.75%՝ պահպանելով կոշտ դրամավարկային քաղաքականության ուղղվածության շարունակականությունը:

### **Դրամավարկային գործիքներ**

Սկսած 2006 թ. մայիսից՝ ԿԲ-ն յուրաքանչյուր չորեքշաբթի դրամավարկային քաղաքականության հիմնական գործիքի՝ ռեպո գործառնությունների կնքման միջոցով հանդես է գալիս միջբանկային շուկայում, որի միջոցով.

- առևտրային բանկերը կարողանում են հարթել իրենց իրացվելիության խնդիրները,
- ուղղորդվում են միջբանկային կարճաժամկետ տոկոսադրույքները:

2007 թ. ընթացքում շարունակել են ավելանալ միջբանկային ռեպո շուկայում իրականացված գործառնությունների ծավալները (նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի համեմատ՝ մոտ 2.6 անգամ), իսկ շուկայական ռեպո տոկոսադրույքը դեկտեմբերի սկզբին ձևավորվել է 5.75%-ի շուրջը: Ջգալիորեն աճել է առևտրային բանկերի միջև իրականացված գործառնությունների տեսակարար կշիռն ընդհանուր ծավալում. կազմել է մոտ 45%, իսկ նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածում՝ ընդամենը 25%:

Առևտրային բանկերի իրացվելիությունը կարգավորելու նպատակով հունվար-նոյեմբերին ԿԲ կողմից իրականացվել է պարտատոմսերի թողարկում՝ 117.0 մլրդ դրամ ընդհանուր ծավալով: Տեղաբաշխված ԿԲ պարտատոմսերի ծավալը կազմել է 108.4 մլրդ դրամ՝ 6.08% միջին եկամտաբերությամբ (2006 թ. նույն ժամանակահատվածի համեմատությամբ ավելացել է 0.78 տոկոսային կետով):

Շարունակվող կապիտալ ներհոսքի ազդեցությամբ պայմանավորված փոխարժեքի տատանումները հարթելու և դրամավարկային գործընթացը խթանելու նպատակով՝ ԿԲ-ն առևտրային բանկերից զուտ գնել է շուրջ 341 մլն ԱՄՆ դոլար (2007 թ. հունվար-նոյեմբեր):

2007 թ. հունվար-հոկտեմբերի ընթացքում պետական (գանձապետական) պարտատոմսերի առաջնային շուկայում, կախված պարտատոմսերի ժամկետայնությունից, տոկոսադրույք-

ները տարբեր վարքագծեր են դրսևորել: 2007 թ. հոկտեմբերին պետական կարճաժամկետ պարտատոմսերի միջին եկամտաբերությունը կազմել է 6.5%՝ նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի համեմատ աճելով 1.5 տոկոսային կետով: Միջնաժամկետ պարտատոմսերի տոկոսադրույքները գրեթե չեն փոփոխվել և կազմել են 6.79%՝ ավելանալով ընդամենը 0.04 տոկոսային կետով: Երկարաժամկետ պարտատոմսերի եկամտաբերությունները նախորդ տարվա համեմատությամբ զգալիորեն նվազել են (մոտ 2.9 տոկոսային կետով) և հոկտեմբերին կազմել 6.72%:

Ինչպես ցույց է տալիս եկամտաբերության կորերի ուսումնասիրությունը, ՊՊ երկրորդային շուկայում ևս դրսևորվել են նույն միտումները՝ կարճաժամկետ հատվածում եկամտաբերությունները բավականին աճել են, իսկ երկարաժամկետ հատվածում, ընդհակառակը՝ նվազել: Կարճաժամկետ և երկարաժամկետ տոկոսադրույքների միջև տարբերության նվազման արդյունքում հոկտեմբերի վերջին եկամտաբերության կորը հարթվել է:

### **Փոխարժեք**

Անվանական փոխարժեքը՝ որպես փոխանցման կարևոր ուղի, իր ազդեցությունն է ունենում գների վարքագծի վրա մի կողմից՝ ներմուծվող ապրանքների գների, մյուս կողմից՝ սպասումների ձևավորման միջոցով: Անվանական փոխարժեքն ազդում է նաև ֆինանսական ներհոսքի դրամային մեծության, հետևաբար նաև՝ պահանջարկի վրա:

ՀՀ դրամի փոխարժեքը ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ 2007 թվականի հունվար-հոկտեմբերին, նախորդ տարվա դեկտեմբերի վերջի և նույն ժամանակահատվածի համեմատ, դրսևորել է արժևորման միտում: 2007 թ. հունվար-հոկտեմբերին ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ ՀՀ դրամի արժևորումը կազմել է 11.81%, իսկ միջին փոխարժեքը, նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի միջինի համեմատ, արժևորվել է 22.04%-ով: Նախորդ տարվա ընթացքում գրանցվել էր նույն միտումը՝ դրամի արժևորումը կազմել էր 23.84%: ՀՀ դրամի փոխարժեքի վրա ազդեցություն են ունեցել հիմնականում մեծածավալ կապիտալ ներհոսքը, դրամայնացման բարձր տեմպերը, եկամուտների շարունակական աճը:

2007 թվականի հունվար-հոկտեմբերին իրական փոխարժեքը, ըստ ՀՀ ԿԲ նախնական գնահատումների, արժևորվել է տ/տ 12.9 տոկոսով՝ հիմնականում պայմանավորված ՀՀ դրամի անվանական արդյունավետ փոխարժեքի 15.6 տոկոսով արժևորմամբ: Նույն ժամանակահատվածում գործընկեր երկրների միջին կշռված գնաճը կազմել է 6.0 տոկոս (Հայաստանում՝ 4.0 տոկոս):

Գործընկեր երկրներից իրական փոխարժեքի վրա ամենամեծ ազդեցությունը ունեցել է Եվրոգոտին՝ -3.2 տոկոսային կետ (որից -2.6 տոկոսային կետը՝ Եվրոյի 7.8 տոկոս արժևորման հետևանքով), Ռուսաստանը՝ -2.8 տոկոսային կետ (որից 8.5 տոկոս կազմող գնաճի ազդեցությունը՝ -1.7 տոկոսային կետ) և Իրանը՝ -2.0 տոկոսային կետ (ամբողջովին պայմանավորված 19.0 տոկոս կազմող բարձր գնաճով)<sup>9</sup>:

Հունվար-հոկտեմբերի ընթացքում միջբանկային շուկայում իրականացված գործառնությունների համախառն ծավալը 71.42%-ով ավելացել է նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի գործառնությունների ծավալների համեմատ: Եվրո/դրամ գործառնությունների շուկայում նույնպես տեղի է ունեցել ծավալների աճ՝ 54.25%-ով: Վերջինս արտացոլում է արտաքին առևտրաշրջանառության ծավալների, արտաքին ֆինանսական ներհոսքի և ներքին տնտեսության բարձր աճի միտումները:

### **Դրամավարկային քաղաքականության ցուցանիշներ**

Գնաճի նման վարքագծին և տնտեսության դրամայնացման ակտիվ գործընթացով պայմանավորված, փողի պահանջարկին համապատասխան իրականացված դրամավարկային քաղա-

<sup>9</sup> Գործընկեր երկրների գնաճի ցուցանիշները նախնական են:

քականության արդյունքում, տարվա անցած 10 ամիսներին ձևավորվել է հետևյալ դրամավարկային միջավայրը. դրամային զանգվածի տ/տ աճը հոկտեմբերի վերջին կազմել է 63.9%, որը շրջանառությունում գտնվող կանխիկի և դրամային ավանդների համապատասխանաբար 53.1% և 81.9% աճի արդյունք է:

Դրամի արժեքավորման պայմաններում արձանագրվել է դրամային արտահայտությամբ արտարժույթային ավանդների փոքր աճ՝ տ/տ 6.3%, որը դոլարային արտահայտությամբ կազմել է 23.9%:

2007 թվականի ընթացքում ևս նկատվել է տնտեսության դոլարայնացման աստիճանի (արտարժույթային ավանդներ/փողի զանգված) նվազում՝ հոկտեմբերի վերջի դրությամբ տ/տ 27.4%, որը գրեթե համընկել է նախորդ տարվա նույն ցուցանիշի հետ:

2007 թվականն առանձնահատուկ էր տնտեսության վարկավորման (վարկեր և դեբիտորական պարտքեր) աճի աննախադեպ բարձր տեմպերի արձանագրմամբ: 2006 թ. տարեկան աճի համեմատ (52.9 մլրդ դրամ կամ 28.1%), վարկավորման ծավալները հոկտեմբերի վերջի դրությամբ ավելացել են տ/տ 158.5 մլրդ դրամով կամ 70.4%-ով: Ընդ որում, դրամով վարկերն ավելացել են շուրջ 2.2 անգամ կամ 122.0 մլրդ դրամով, իսկ դրամային արտահայտությամբ արտարժույթով վարկերը՝ ընդամենը 30%-ով կամ 36.7 մլրդ դրամով (դոլարային արտահայտությամբ աճը կազմել է 51.5%): Վարկավորման աճի բարձր տեմպերով պայմանավորված՝ տարվա ինն ամիսների արդյունքներով զգալիորեն աճել է վարկեր/ՅՆԱ հարաբերակցության ցուցանիշը՝ նախորդ տարվա սեպտեմբերի վերջի 8.5%-ից այս տարվա նույն ժամանակահատվածում հասնելով 11.8%-ի:

Դրամայնացման գործընթացով պայմանավորված՝ այս տարի ևս պահպանվել են տնտեսության փողայնացման գործակցի համեմատ դրամայնացման գործակցի առաջանցիկ աճի միտումները. սեպտեմբերի վերջի դրությամբ դրամայնացման գործակցի տ/տ աճը կազմել է 35.7%, իսկ փողայնացման գործակիցն աճել է 21%-ով:

Դրամային ֆինանսական միջնորդության մակարդակի բարձրացման մասին է վկայում նաև դրամային բազմարկչի տ/տ 11.9% աճը, որի ազդեցության հիմնական գործոնը կրկին դրամային ավանդների բարձր աճն է: Շրջանառությունում կանխիկի մեծածավալ աճով և արտարժույթային ավանդների նվազմամբ պայմանավորված՝ փողի բազմարկիչը նվազել է տ/տ 0.4%-ով: