

**ԱՌԱՋԱՏԱՐ ԿԵՆՏՐՈՆԱԿԱՆ ԲԱՆԿԵՐԻ ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ
ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆԸ 2015Թ-ՈՒՄ¹**

Հարություն ԱՎԱԳՅԱՆ

ՀՊՏՀ Միջազգային տնտեսական հարաբերությունների
ամբիոնի առկա ուսուցման ասպիրանտ

Բանալի բառեր. կենտրոնական բանկ, խթանող, զսպող դրամավարկային
քաղաքականություն, ՀՆԱ աճ, գնաճ, գործազրկություն,

Առաջատար ֆինանսական կազմակերպությունների և ֆինանսական շուկայի մասնակիցների կանխատեսումների համաձայն 2015թ-ին առաջատար կենտրոնական բանկերին պայմանականորեն հնարավոր կլինի բաժանել երկու խմբի: Մի խումբը ԱՄՆ և Անգլիայի կենտրոնական բանկերը, հավանաբար, անցում կկատարեն զսպող դրամավարկային քաղաքականության, իսկ երկրորդ խումբը ճապոնիայի և Եվրոպական կենտրոնական բանկերը, շարունակելու են խթանող դրամավարկային քաղաքականության իրականացումը: Հատկանշական է, որ 2008թ-ից ի վեր բոլոր չորս կենտրոնական բանկերի կողմից որդեգրվել է խթանող դրամավարկային քաղաքականություն²:

ԱՄՆ: 2014թ. հոկտեմբեր ամսին ԱՄՆ դաշնային պահուստայի համակարգը (Federal reserve system` FED) ավարտին հասցրեց իր թվով երրորդ ակտիվների գնման ծրագիրը, ինչը պայմանավորված էր տնտեսական ակտիվության աճով, մասնավորապես գործազրկության մակարդակի նշանակալի կրճատմամբ: Միևնույն ժամանակ, FED դրամավարկային հանձնաժողովի (FOMC) հոկտեմբերյան հանդիպման արդյունքում հրապարակված հաշվետվությունում նշվում է, որ ակտիվների գնման ծրագրի ավարտից հետո դեռ որոշակի ժամանակ հիմնական դրամավարկային տոկոսադրույքը (target federal funds rate)³ կմնա ներկայիս 0-0.25% միջակայքում: Նույն հաշվետվությունում նշվում է, որ կախված

¹ Բոլոր կանխատեսումները և տվյալները վերցված են Bloomberg տեղեկատվական համակարգից:

² Բացառություն կարող է հանդիսանալ 2011թ. Եվրոպական կենտրոնական բանկի կողմից հիմնական վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի բարձրացումը, որը, սակայն, կրեց կարճաժամկետ բնույթ:

³ FED համար հիմնական դրամավարկային տոկոսադրույք է հանդիսանում federal funds rate, որը իրենից ներկայացնում է մեկ օր ժամկետայնությամբ միջբանկային տոկոսադրույք: Ավելի մանրամասն տես <http://www.ny.frb.org/aboutthefed/fedpoint/fed15.html>:

գնաճի և գործազրկության մակարդակի միտումներից հիմնական դրամավարկային տոկոսադրույքի բարձրացում կարող է տեղի ունենալ կանխատեսվածից ավելի վաղ կամ ուշ⁴:

Մեր կանխատեսումների համաձայն, FED կդիմի տոկոսադրույքի բարձրացմանը 2015թ. 2-րդ կամ 3-րդ եռամսյակում պայմանավորված ՅՆԱ աճի տեմպերի ավելացմամբ, գործազրկության մակարդակի նշանակալի կրճատմամբ և գնաճի արագացմամբ: Հավելենք, որ FED-ի համար որպես դրամավարկային քաղաքականության նպատակներ են հանդիսանում գների կայունության և լրիվ զբաղվածության ապահովումը: Վերջիններս FED կողմից բնութագրվում են որպես սպառողական ծախսերի դեֆլյատորի (PCE deflator) 2% և գործազրկության՝ 5.2-5.5% մակարդակ⁵:

Հատկանշական է, որ 2015թ. ԱՄՆ-ում ՅՆԱ աճի տեմպերի արագացմանն են նպաստելու նախորդ տարիների համեմատ առավել մեղմ հարկաբյուջետային քաղաքականությունը, բաժնետոմսերի և անշարժ գույքի շուկաներում գների աճի արդյունքում հարստության էֆեկտի ազդեցությունը, նավթի գների անկման արդյունքում սպառողական ծախսերի աճը: ՅՆԱ աճի տեմպերի արագացումը նպաստելու է գործազրկության մակարդակի կրճատմանը, որը իր հերթին, հատելով գործազրկության բնական 5.2-5.5% մակարդակը, կհանգեցնի գնաճային ճնշումների: Եվ ճիշտ է, որ 2014թ. 2-րդ կիսամյակում նավթի գների նշանակալի անկումը (WTI նավթի տեսակի համար մոտ 40%) կգսպի գնաճային ճնշումները, սակայն վերջինիս բացասական ազդեցությունը ունենալու է ժամանակավոր բնույթ մինչ 2015թ. 2-րդ կիսամյակ⁶:

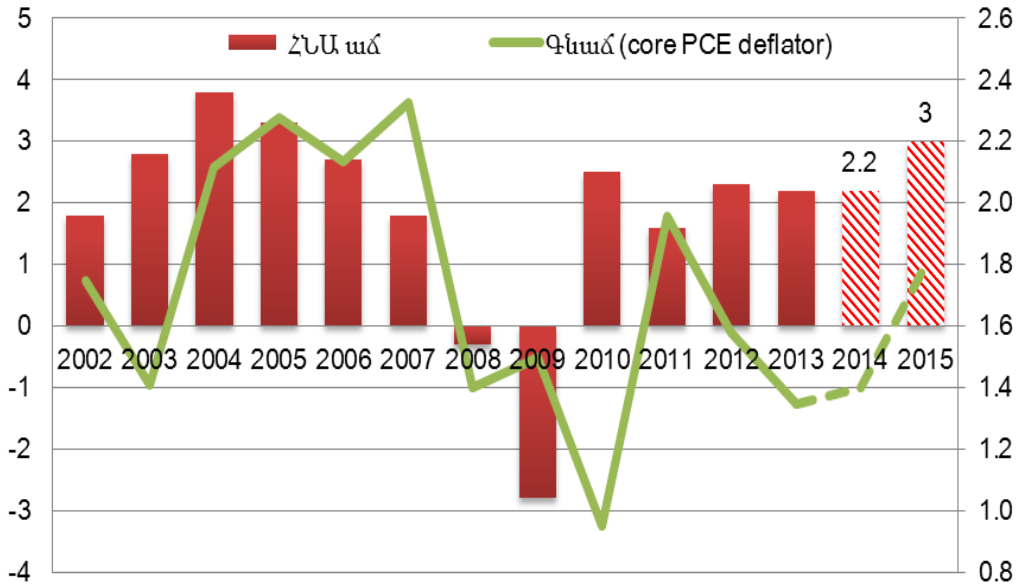
Վերոշարադրյալի արդյունքում առաջատար վերլուծաբանների կանխատեսումների համաձայն 2015թ-ին ԱՄՆ-ում ՅՆԱ-ի աճը կկազմի 3%, գնաճը 1.8%, իսկ գործազրկության մակարդակը 2015. վերջին կկազմի 5.4%: Հիմնական դրամավարկային տոկոսադրույքի աճ սպասվում է, ինչպես արդեն նշել ենք, 2015թ. 2-րդ կամ 3-րդ եռամսյակներում:

⁴ <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20141029a.htm>

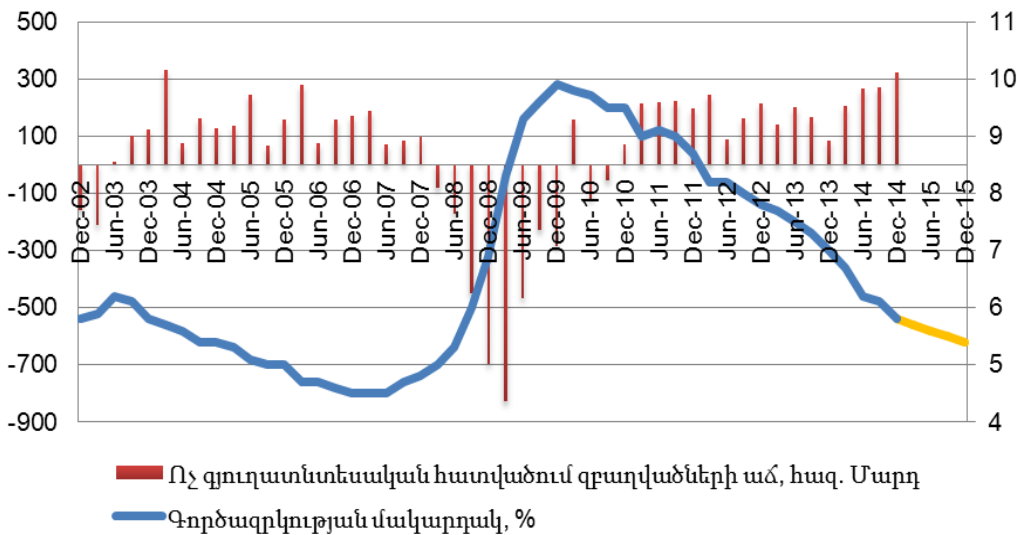
⁵ <http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojt20140917.pdf>

⁶ Հաշվի առնելով 2015թ-ին նավթի գների հետագա էժանացման վերաբերյալ սպասումների բացակայությունը, 2015թ. 2-րդ կեսից նավթի գների անկման բացասական ազդեցությունը նվազելու է, քանի որ 2015թ. երկրորդ կիսամյակում գնաճի հաշվարկման ժամանակ նավթի գները համեմատվելու են 2014թ. 2-րդ կիսամյակի նավթի գների հետ, որոնք արդեն իսկ շեշտակի անկում են ապրել:

Աղյուսակ 1. ԱՄՆ ՀՆԱ աճ (աջ առանք), գնաճ (ձախ առանք), 2002-2015, %



Աղյուսակ 2. Գործազրկության մակարդակ (աջ առանք), զբաղվածության աճ (ձախ առանք), 2002-2015



Մեծ Բրիտանիա: 2015թ-ին Անգլիայի կենտրոնական բանկը (Bank of England BOE) և, հավանաբար, անցում կկատարի զսպող դրամավարկային քաղաքականության բարձրացնելով հիմնական դրամավարկային

տոկոսադրույքը (bank rate)⁷: Հիմնական դրամավարկային տոկոսադրույքը վերջին անգամ նվազեցվել էր 2009թ-ին սկզբին և այնուհետև մնացել անփոփոխ 0.5% մակարդակի վրա: Անգլիայի կենտրոնական բանկը ևս իրականացրել է ակտիվների գնման ծրագիր, որի ծավալը կազմել է 375 մլրդ. բրիտանական ֆունտ⁸: Միևնույն ժամանակ 2008թ-ից ի վեր ձեռնարկվել են խթանող դրամավարկային քաղաքականության լրացուցիչ միջոցառումներ ևս⁹: Արդյունքում Մեծ Բրիտանիայում տնտեսական ակտիվությունը շարունակական աճ է գրանցում: Առաջատար վերլուծաբանների կանխատեսումների համաձայն 2014թ. ՀՆԱ-ի աճը կկազմի 3%, իսկ 2015թ-ին 2.6%: Միևնույն ժամանակ գործազրկության մակարդակը շարունակելու է նվազել 2015թ-ի վերջին հասնելով 5.4%-ի: Գնաճը 2014թ-ին, կանխատեսումների համաձայն, կկազմի 1.5%, իսկ 2015թ-ին 1.6%: Ուշագրավ է նշել, որ Անգլիայի կենտրոնական բանկի նպատակն է գների կայունության ապահովումը, որը պետք է արտահայտվի գնաճի 2% մակարդակում: 2015թ-ին Մեծ Բրիտանիայի տնտեսական աճի տեմպերի վրա բացասական ազդեցություն կարող է թողնել զսպող հարկաբյուջետային քաղաքականությունը, ինչպես նաև Եվրոգոտում ցածր տնտեսական աճը: Առաջինը պայմանավորված է պետական բյուջեի պակասուրդի բարձր մակարդակով: Նշենք, որ այն 2014թ-ին կկազմի ՀՆԱ-ի 5.2%, իսկ 2015թ-ին 4%: Միևնույն ժամանակ, ի տարբերություն ԱՄՆ, աշխատավարձերի աճը Մեծ Բրիտանիայում կրում է ավելի զուսպ բնույթ:

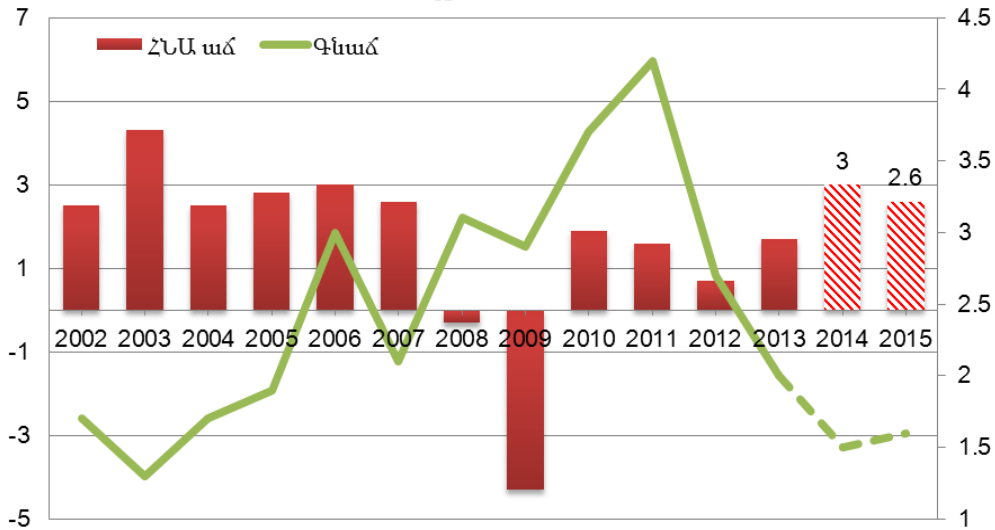
Դատելով տնտեսական ակտիվության բարձր տեմպերից չենք բացառում 2015թ-ին տոկոսադրույքների բարձրացում նաև Անգլիայի կենտրոնական բանկի կողմից: Սակայն հաշվի առնելով աշխատավարձերի ավելի զուսպ աճը և զսպող հարկաբյուջետային քաղաքականության, Եվրոգոտում ցածր տնտեսական աճի ազդեցությունը Մեծ Բրիտանիայի տնտեսության վրա տոկոսադրույքի աճը, հավանաբար, տեղի կունենա 2015թ. 3-րդ կամ 4-րդ եռամսյակում:

⁷ <http://www.bankofengland.co.uk/Pages/home.aspx>

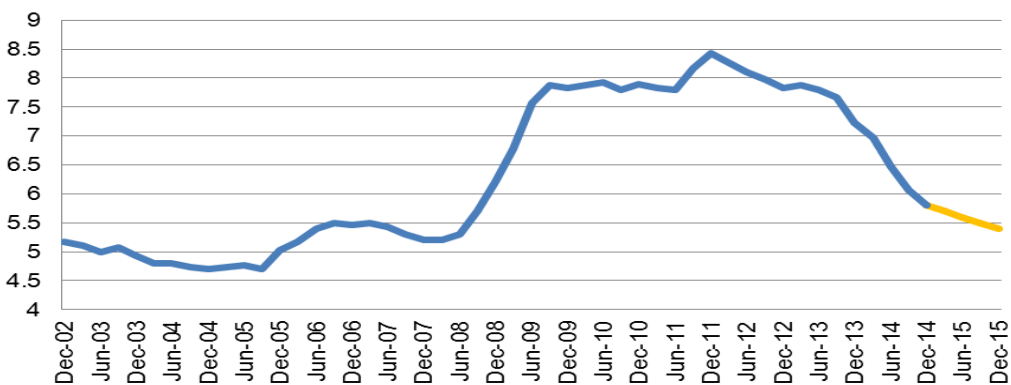
⁸ http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/qe/qe_faqs.aspx

⁹ http://www.bankofengland.co.uk/marts/Docum/money/publications/redbook_jun2012.pdf

Աղյուսակ 3. Մեծ Բրիտանիայի ՀՆԱ աճ (ձախ առանցք), գնաճ (աջ առանցք), %, 2002-2015



Աղյուսակ 4. Մեծ Բրիտանիա, գործազրկության մակարդակ, %, 2002-2015



Եվրոպական կենտրոնական բանկ: Այժմ անդրադառնանք կենտրոնական բանկերի այն խմբին, որոնք շարունակելու են իրենց խթանող դրամավարկային քաղաքականությունը: Ուկրաինայի շուրջ զարգացող իրադարձությունների արդյունքում քաղաքական անորոշության, Եվրոգոտու որոշ երկրներում, մասնավորապես Ֆրանսիայում և Իտալիայում, կառուցվածքային բարեփոխումների բացակայության, զսպող հարկաբյուջետային քաղաքականության արդյունքում Եվրոգոտում տնտեսական աճը շարունակում է պահպանվել ցածր մակարդակի վրա, իսկ գործազրկության մակարդակը բարձր: Վերջինիս արդյունքում, ինչպես նաև

պայմանավորված էներգակիրների գների անկմամբ՝ գնաճը Եվրոգոտում գտնվում է գրեթե 0-ական մակարդակում: Տնտեսական ակտիվության աճը խթանելու ու գնաճի միտումները հակադարձելու նպատակով ECB-ն 2014թ-ին նվազեցրեց հիմնական դրամավարկային տոկոսադրույքների մակարդակը հիմնական վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը հասցնելով 0.05%, իսկ մշտական հնարավորության ավանդային տոկոսադրույքը -0.2%-ի: Միննույն ժամանակ Եվրոպական կենտրոնական բանկում պահվող ավելցուկային պահուստներից ևս գանձվում է -0.2%¹⁰: Վերոնշյալ գործողությունները նպատակ էին հետապնդում նվազեցնել բանկերի կողմից իրական հատվածին տրամադրվող վարկերի տոկոսադրույքները, ինչպես նաև նպաստել եվրոյի արժեզրկմանը: Իրականացվեցին նաև ոչ ավանդական խթանող դրամավարկային քաղաքականության մի շարք միջոցառումներ:

Որոշում կայացվեց իրականացնել նպատակային երկարաժամկետ վերաֆինանսավորման գործառնություններ: Առաջին նման գործառնությունը իրականացվեց 2014թ. սեպտեմբերին, 2-րդը դեկտեմբերին: Եվս 6 գործառնություն իրականացվելու է առաջիկա 2 տարիների ընթացքում: Վերոնշյալ բոլոր գործառնությունների արդյունքում բանկերին տրված վարկերը մարվելու են 2018թ-ին¹¹: Ուշագրավ է նշել, որ այս գործառնություններում յուրաքանչյուր բանկին տրամադրված վարկի առավելագույն ծավալը պայմանավորված է լինելու տվյալ բանկի կողմից ոչ ֆինանսական հատվածին տրամադրված վարկերի ծավալով¹²: ECB-ն նաև որոշում է կայացրել իրականացնել ակտիվների գնման ծրագիր, որը ներառելու է հիփոթեկային վարկերով և այլ ակտիվներով ապահովված արժեթղթեր: Վերոնշյալ միջոցառումները, Եվրոպական կենտրոնական բանկի նախագահ (ECB) Մարիո Դրագիի հայտարարությանը համաձայն, նպատակ ունեն ավելացնել Եվրոգոտում իրացվելիության մակարդակը շուրջ 1տրլն. եվրոյով: Սակայն սեպտեմբերին և դեկտեմբերին կայացած երկարաժամկետ վերաֆինանսավորման գործառնությունների արդյունքում բանկային համակարգին տրամադրված վարկերի ընդամենը 212մլրդ. եվրո ծավալը¹³, ինչպես նաև ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի շուկայի սահմանափակվածությունը հաշվի առնելով ECB-ն, հավանաբար, կիրականացնի ակտիվների գնման ծրագիր, որը կներառի Եվրոգոտու երկրների պետական պարտատոմսերը: Տվյալ ծրագիրը, հավանաբար, կիրականացվի 2015թ. առաջին եռամսյակում պայմանավորված

¹⁰ <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is140904.en.html>

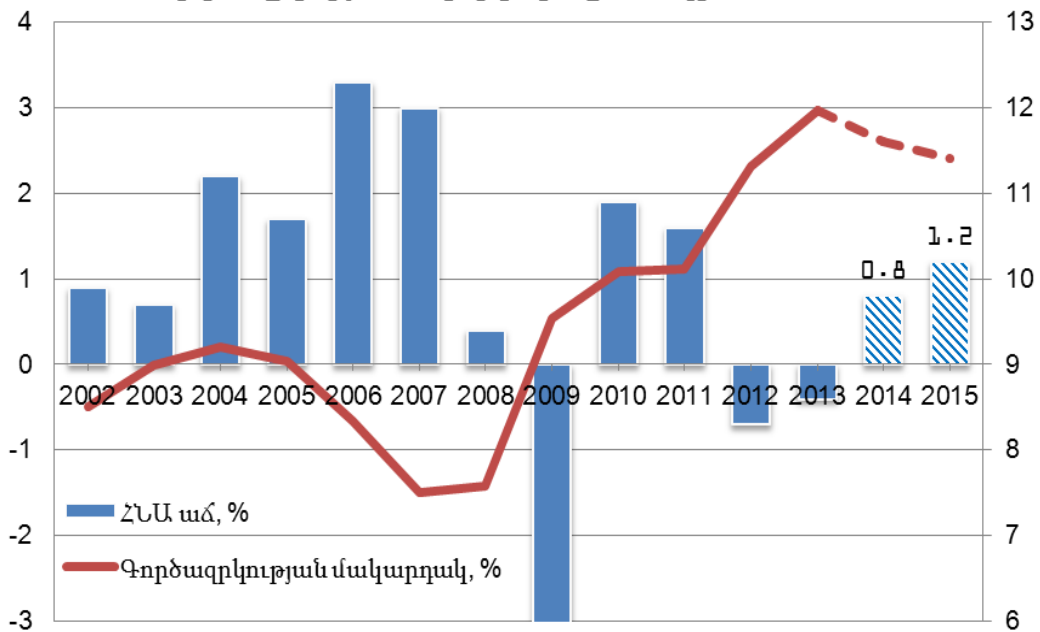
¹¹ <http://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2014/html/is140605.en.html>

¹² http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2014/html/pr140605_2.en.html

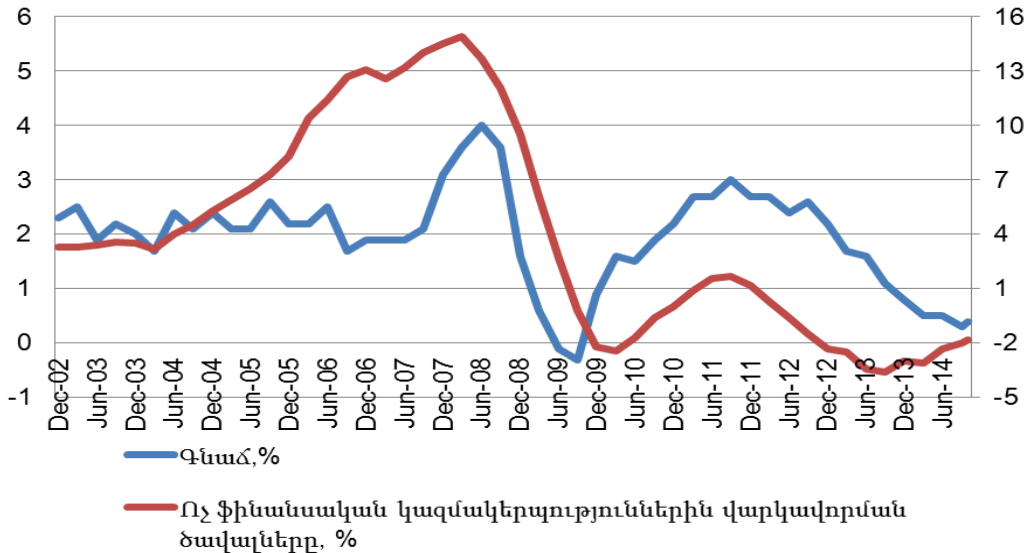
¹³ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.en.html>

տնտեսական ակտիվության ցածր տեմպերի պահպանմամբ: Այսպես, 2014թ.կանխատեսումների համաձայն ՀՆԱ-ի աճը կկազմի 0.8%, իսկ 2015թ-ին 1.2%: Գնաճը 2014թ-ին կկազմի 0.5%, իսկ 2015թ-ին 0.9%, մինչդեռ գործազրկությունը կշարունակի մնալ բարձր 2014թ-ին 11.6%, իսկ 2015թ-ին 11.4%: Վերոշարադրյալից կարող ենք եզրակացնել, որ 2015թ. ECB շարունակելու է խթանող դրամավարկային միջոցառումների իրականացումը:

Աղյուսակ 5. Եվրոգոտու ՀՆԱ աճ (ձախ առանցք), գործազրկության մակարդակ (աջ առանցք), 2002-2015



Աղյուսակ 6. Եվրոգոտում գնաճ (ձախ առանցք), վարկավորման ծավալներ (աջ առանցք), 2002-2014



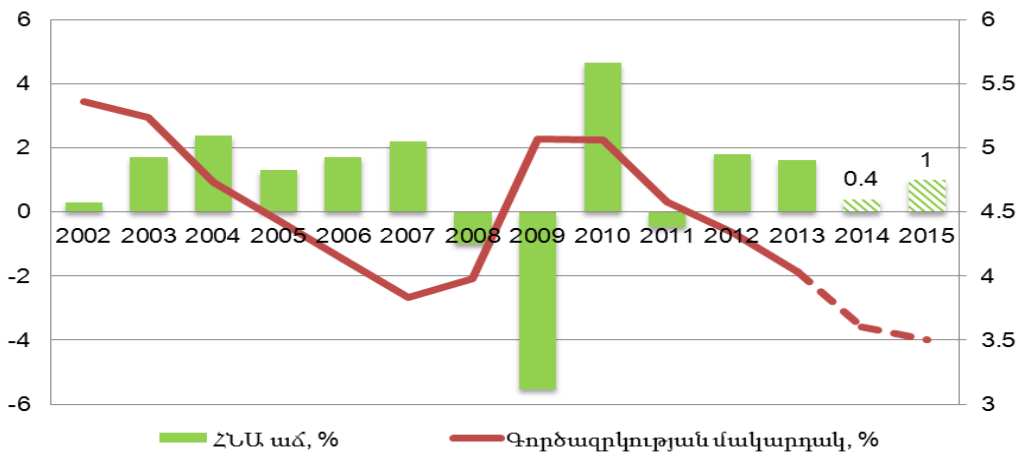
Ճապոնիա: Ճապոնիայի կենտրոնական բանկը (Bank of Japan-BOJ) 2015թ-ին շարունակելու է խթանող դրամավարկային քաղաքականությունը արտահայտված հիմնական դրամավարկային տոկոսադրույքի անփոփոխ՝ 0.1% մակարդակով և ակտիվների գնման ծրագրով, որը իրենից ենթադրելու է հիմնականում ճապոնական պետական պարտատոմսերի առք: Ճապոնիայում տնտեսական ակտիվությունը դանդաղեց ս.թ. 2-րդ եռամսյակում, երբ բարձրացվեց սպառողական հարկերի¹⁴ դրույքաչափը 3 տոկոսային կետով հասնելով 8%-ի: Վերջինիս արդյունքում 2014թ. 2-րդ եռամսյակում նախորդ եռամսյակի նկատմամբ ճապոնիայի ՀՆԱ-ն նվազեց տարեկանացված 6.7%-ով, իսկ 3-րդ եռամսյակում 1.9%-ով: Սպառողական հարկի դրույքաչափը պետք է աճեր ևս 2 տոկոսային կետով 2015թ. 3-րդ եռամսյակում, սակայն հաշվի առնելով 2-րդ և 3-րդ եռամսյակների ՀՆԱ-ի անկումը, ճապոնիայի կառավարության կողմից որոշում կայացվեց հետաձգել տվյալ հարկի դրույքաչափի բարձրացումը մինչ 2017թ. ապրիլ ամիս: Տնտեսական աճի տեմպերը խթանելու նպատակով և գնաճի նպատակային 2%-ին հասնելու համար ճապոնիայի կենտրոնական բանկը 2014թ. հոկտեմբերին ավելացրեց ակտիվների գնման ծրագրի ծավալը, որի արդյունքում փողի բազան տարեկան կավելանա 80 տրիլիոն իենով¹⁵: Արդյունքում BOJ կգնի ճապոնական պետական պարտատոմսերի տարեկան

¹⁴ Այս հարկատեսակը որոշակիորեն համարժեք է ՀՀ-ում ավելացված արժեքի հարկին:

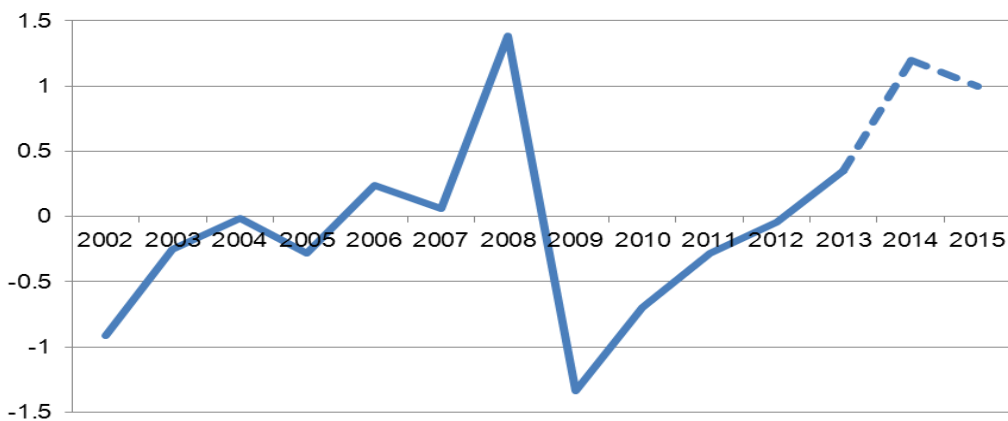
¹⁵ https://www.boj.or.jp/en/announcements/release_2014/k141031a.pdf

թողարկման շուրջ 90%: Տվյալ միջոցառումների արդյունքում, ինչպես նաև հաշվի առնելով ճապոնական իենի արժեզրկումը, (տարեսկզբից մոտ 13.5% ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ) 2014թ. 4-րդ եռամսյակում և 2015թ. կանխատեսվում է տնտեսական աճի և գնաճի չափավոր տեմպեր, որի պարագայում BOJ ստիպված է լինելու շարունակել խթանող դրամավարկային քաղաքականության իրականացումը: Արդյունքում գործազրկության մակարդակը շարունակելու է որոշակիորեն նվազել: Այսպես, վերլուծաբանների կանխատեսումների համաձայն 2014թ-ին ՀՆԱ աճը կկազմի 0.4%, իսկ 2015թ-ին՝ 1%, գնաճը համապատասխանաբար 1.2% և 1% (առանց սպառողական հարկի դրույքաչափի բարձրացումը հաշվի առնելու), իսկ գործազրկության մակարդակը 3.6% և 3.5%:

Աղյուսակ 7. Ճապոնիայի ՀՆԱ աճ (ձախ առանցք), գործազրկության մակարդակ (աջ առանցք), 2002-2015



Աղյուսակ 8. Ճապոնիայի գնաճ, 2002-2015, %



ԱՌԱՋԱՏԱՐ ԿԵՆՏՐՈՆԱԿԱՆ ԲԱՆԿԵՐԻ ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆԸ 2015Թ.

Հարություն ԱՎԱԳՅԱՆ

Բանալի բառեր. կենտրոնական բանկ, խթանող, զսպող դրամավարկային քաղաքականություն, ՀՆԱ աճ, զնաճ, գործազրկություն

Առաջատար երկրների կենտրոնական բանկերի դրամավարկային քաղաքականությունը համաշխարհային տնտեսության և համաշխարհային ֆինանսական շուկաների վրա ազդող հիմնական գործոններից մեկն է: 2015թ-ին առաջատար կենտրոնական բանկերին հնարավոր կլինի ստորաբաժանել երկու խմբի զսպող դրամավարկային քաղաքականության անցում կատարողների և խթանող դրամավարկային քաղաքականությունը շարունակողների: ՀՆԱ աճի, զնաճի և գործազրկության միտումները 2015թ-ում, ամենայն հավանականությամբ, հնարավորություն կտան ԱՄՆ Դաշնային պահուստային համակարգին և Աճիկայի կենտրոնական բանկին բարձրացնել հիմնական դրամավարկային տոկոսադրույքները:

КРЕДИТНО-ДЕНЕЖНАЯ ПОЛИТИКА ОСНОВНЫХ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ В 2015г.

Արտյուն ԱՎԱԳՅԱՆ

Ключевые слова: центральный банк, кредитно-денежная политика, рост ВВП, инфляция, безработица,

Кредитно-денежная политика основных центральных банков является одним из главных факторов, влияющих на мировую экономику и мировые финансовые рынки. В 2015 году основные центральные банки можно будет условно разделить на две группы. Первая группа начнет переход к жесткой кредитно-денежной политике, а вторая группа продолжит свой курс мягкой кредитно-денежной политики. Так, принимая во внимание прогнозы по экономическому росту, инфляции и уровня безработицы, Федеральная резервная система США и Банк Англии в 2015 году, скорее все, поднимут основные процентные ставки. Тем временем, Европейский центральный банк и Банк Японии продолжат исполнение мягкой кредитно-денежной политики.

MONETARY POLICY OF MAJOR CENTRAL BANKS IN 2015

Harutyun AVAGYAN

Key words: Central bank, accommodative monetary policy, restrictive monetary policy, GDP growth, inflation, unemployment, key monetary policy rates, quantitative easing

Monetary policy of major central banks is one of the most important factors influencing world economy and international financial markets. In 2015 we will be able to divide major central banks in two groups. One group will transition to monetary policy tightening, second one will continue the policy of easy money. Taking into account expectations of GDP growth inflation and unemployment, Federal Reserve System and Bank of England, with great probability, will increase their key policy rates in 2015. Meantime European central bank and Bank of Japan will continue implementation of accomodative monetary policy.