

որոնց լուծման պարագայում միայն կարելի է ակնկալել լիարժեք և արդյունավետ գործող վեճաբարձարական համակարգ:

Ստորև ներկայացվում են առկա հիմնական խնդիրները,

- արժեթղթերի շուկայի ոչ բավարար գարգացվածությունը¹:
- գիտատեխնիկական մշակումների իրականացման խթանման, գնահատման, շուկայացման ուղղությամբ գարգացած ենթակառուցվածքների բացակայությունը
- վեճաբարձարական կապիտալի ձևավորման խնդիրներին առնչվող օրենսդրական դաշտի անկատարությունը
- ինստիտուցիոնալ ներդրողների բացակայությունը:

ՄԵՐԻ ՍԱՐԳՍՅԱՆ

*ՀՀ պետական կառավարման
ակադեմիայի ասպիրանտ*

ԳՐԱՍԱԿԱՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՓՈՒԼԵՐԸ ԵՎ ԱՐԴԻ ՎԻՃԱԿԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ

Գրամավարկային քաղաքականությունը միշտ էլ եղել է ու կմնա հասարակության և պետության քննարկումների օբյեկտ, քանի որ դրա արդյունավետ կիրառման օգնությամբ է նաև, որ հնարավոր է լինում ապահովել կայուն տնտեսական աճ և տնտեսությունում ինֆլացիայի ցածր մակարդակ: Ցանկացած երկրում տնտեսության կայունացման հիմնաքար է հանդիսանում ազգային արժույթի ներդրումը: Հարկ է նշել, որ Հայաստանի Հանրապետության (ՀՀ) ազգային արժույթը ներդրվեց Խորհրդային Միության փլուզումից և ՀՀ անկախացումից երկու տարի անց (1993թ. նոյեմբերի 23), մյուս երկրների համեմատ բավական ուշացումով:

1991-1994թթ., երբ ՀՀ-ում նկատվում էր գների աճի բարձր մակարդակ, ինչը պայմանավորված էր մյուս երկրներում չընդունված՝ ռուսական ռուբլու ներհոսքով դեպի ՀՀ տնտեսություն, որպես գները կայունացնող գործիք որդեգրվել էր փողի ազրեգատների նպատակադրման ռազմավարությունը (1994թ.): Սակայն տարիների փորձը ցույց տվեց, որ փողի ազրեգատները ոչ միայն չեն ապահովում գների կայունացում, այլև թուլացնում են դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետությունը և հասարակության վստահությունը դրա օպտիմալության և թափանցիկության վերաբերյալ: Այս դեպքում սահմանափակվում էր փողի ազրեգատների՝ որպես գնաճը կարգավորող գործիքի հնարավորությունները, որը պայմանավորված էր փողի ազրեգատների և գնաճի միջև կայուն կապի բացակայությամբ: Հաշվի չէին առնվում այնպիսի գործոններ, ինչպիսիք են փողի պահանջարկի տատանողական վարքագիծը, արտաքին ցնցումները, երկրում փողի զանգվածի կառուցվածքային փոփոխությունները, ինչպես նաև հասարակության սպասումները: Չնայած կառավարության կողմից իրականացվող բարեփոխումային ծրագրերի՝ կենտրոնական բանկի (այսուհետ նաև՝ ԿԲ) կողմից շարունակաբար կառավարությանն ուղղվող վարկային միջոցները հնարավորություն չէին ստեղծում արդեն իսկ առկա գնաճը վերահսկել և կարգավորել: Երկրում առկա գնաճի օբյեկտիվ պատճառներին զուգահեռ առաջացել էր նաև արհեստական գնաճի միտումներ, մասնավորապես՝

¹ «Վեճաբարձարական համակարգը Հայաստանում» ներդրումային հայեցակարգ, Կորպորատիվ կառավարման կենտրոն, 2005թ.:

բնակչության կողմից ապրանքների գների հետագա բարձրացումների սպասումներից ելնելով ապրանքների գերկուտակումներ, ինչն էլ արհեստականորեն բարձրացնում էր արդեն իսկ բարձր գները՝ ստեղծելով մուլտիպլիկատորի էֆեկտ:

Ազգային արժույթի ներդրմանը հաջորդեց ՀՀ ԿԲ-ի վերակազմավորումը և 1994թ. ԿԲ-ի կողմից դրամավարկային քաղաքականության ծրագրի մշակումը: Գնաճի կայուն և ցածր մակարդակի ապահովման համար փողի զանգվածը սահմանվեց որպես դրամավարկային քաղաքականության միջանկյալ, իսկ փողի բազան՝ գործառնական նպատակ: Այս միջոցով ԿԲ-ն ապահովեց մակրոտնտեսական կայունություն, և արդեն 1994թ. երկրորդ կիսամյակում գնաճը նվազեցվեց մինչև 1761% 1993թ. 11000%-ի համեմատ¹: 1995 թվականը աչքի ընկավ տնտեսության աշխուժացմամբ, իսկ գնաճը կազմեց ընդամենը 32.2%²: Ձեռքբերումները իհարկե ակնհայտ էին, սակայն բավարար չէին դրամավարկային քաղաքականությունը ամուր հիմքերի վրա դնելու համար: 1998թ. ԿԲ-ն անցում կատարեց փողի ագրեգատների ազգային արժույթի՝ դրամային զանգվածի և դրամային բազայի նպատակադրմանը: Այս քայլը սահմանափակեց սպառողական շուկայում դրամային փողի զանգվածը, հետևաբար կրճատվեց ամբողջական պահանջարկը, ինչն էլ հանգեցրեց գների իջեցման: Սակայն այս քաղաքականությունը ևս չստեղծեց փողի ագրեգատների և գնաճի միջև լիարժեք կայուն կապ: Փողի պահանջարկը, կապված արտերկրից ներհոսող մեծաքանակ դոլարի հետ, անընդհատ գտնվում էր տատանումների մեջ, ինչը հնարավորություն չէր տալիս, որպեսզի ճիշտ կանխատեսումներ կատարվեն անհրաժեշտ փողի զանգվածի վերաբերյալ: Արդյունքում փողի իրական զանգվածը պարբերաբար մեծ տարբերությամբ շեղվում էր կանխատեսված մակարդակից:

1998թ. աշխուժացող արտաքին տրանսֆերտների ներհոսքը պատճառ էր հանդիսանում արտարժույթով ավանդների տեսակարար կշռի անընդհատ ու մեծ տեմպերով ավելացմանը ընդհանուր ավանդների մեջ: Վերջինս ստիպեց ՀՀ ԿԲ-ին, որպեսզի անցում կատարվի փողի ագրեգատների ազգային արժույթային մասի, այն է՝ դրամային փողի զանգվածի և դրամային փողի բազայի նպատակադրում: Սակայն նման փոփոխականությունները իրենց բացասական ազդեցությունն էին ունենում փողի ագրեգատների նպատակադրման ռազմավարության արդյունավետության վրա:

Որպես դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ նպատակ՝ զարգացած մի շարք երկրների կենտրոնական բանկերի կողմից օգտագործվող գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը ուսումնասիրելով և համադրելով այն հայաստանյան դրամավարկային քաղաքականության գերնպատակների հետ՝ Հայաստանի Հանրապետությունը ևս, առաջինը ԱՊՀ երկրներում, 2006թ. անցում կատարեց դրամավարկային քաղաքականության նոր՝ գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանը:

Որպես գնաճի նպատակադրման ռազմավարության դասական սահմանում կարելի է ընդունել հետևյալ ձևակերպումը, ըստ որի՝ «Գնաճի նպատակադրումը դրամավարկային քաղաքականություն իրականացնելու ծրագիր է, որը բնութագրվում է գնաճի՝ մեկ տարվա կամ որոշակի ժամանակահատվածի պաշտոնական ծրագրային ցուցանիշի (կամ միջակայքի) հրապարակային հայտարարման՝ նշելով, որ ցածր և կայուն գնաճի ապահովումը դրամավարկային քաղաքականության առաջնային երկարաժամկետ նպատակն է»³:

¹ ՀՀ ԱՎԾ, www.armstat.am :

² ՀՀ ԱՎԾ, www.armstat.am :

³ B. Bernanke, Th. Laubach, F. Mishkin, A. Posen, Inflation Targeting, Lessons from the International Experience, Princeton University Press. 1998, p. 4.

Ըստ մեկ այլ աղբյուրի՝ գնաճի նպատակադրումն իրենից ներկայացնում է գնաճի նպատակային ցուցանիշի սահմանում, գնաճի կանխատեսում նույն ժամանակահատվածի համար, այնուհետև՝ նպատակաուղղված քաղաքականության իրականացում՝ նպատակային և կանխատեսված ցուցանիշների միջև շեղումը վերացնելու համար¹, ընդ որում, գնաճի կանխատեսված մակարդակը ԿԲ համար դառնում է միջանկյալ նպատակ:

Երկու ձևակերպումների դեպքում էլ տեսնում ենք երկու կարևորագույն խնդիրներ, այն է՝ գնաճի կանխատեսում և դրամավարկային քաղաքականության այնպիսի մեխանիզմների ներդրում, որոնք կնվազեցնեն գնաճի մակարդակը՝ ապահովելով կայուն տնտեսական աճ:

Ի տարբերություն այլ զարգացած երկրների, որոնք կարողանում էին գնաճի վրա ազդել մեկից ավելի փոխանցումային մեխանիզմների միջոցով, ունեին ֆինանսական կայունություն և բարձր տնտեսական աճի ցուցանիշներ՝ անցումը նոր ռազմավարության ՀՀ ԿԲ-ի համար ստեղծեց մի շարք նախապայմանների ապահովման անհրաժեշտություն: Դրանք ընդգրկում էին և՛ ինստիտուցիոնալ, և՛ գործառնական, և՛ մակրոտնտեսական գործոնների համախումբ: Գնաճի կանխատեսման մեխանիզմները անհրաժեշտություն ունեին թարմացվելու, երկիրը չունեի զարգացած ֆինանսական շուկա, ներքին և արտաքին կայունություն: Այսպիսով, անհրաժեշտ էր մինչև լիարժեք գնաճի նպատակադրում սահմանելը ապահովել բոլոր նախապայմանները միջանցիկ փուլում: Այս փուլը Միջազգային դրամավարկային ֆոնդի աշխատություններում անվանվում է գնաճի թույլ նպատակադրում (Inflation Targeting Lite (ITL))²: Այսպիսով, ՀՀ ԿԲ-ն փողի ագրեգատների նպատակադրումից անցում կատարեց գնաճի թույլ նպատակադրման, որտեղ որպես գործառնական նպատակ օգտագործվում էր և փողի բազան, և՛ տոկոսադրույքը, այնուհետև 2006թ. գնաճի լիարժեք նպատակադրման, ինչը ԿԲ-ի համար ստեղծեց մի շարք մարտահրավերներ: Գործիքակազմը ներառում էր վերաֆինանսավորման գործառույթները, պարտադիր պահուստավորումը և տոկոսադրույքի միջանցքը³: Որպես հիմնական գործիք ընդունվեց վերաֆինանսավորման կամ ռեպո տոկոսադրույքը, իսկ որպես գործառնական նպատակ՝ կարճաժամկետ՝ օվերնայթ տոկոսադրույքը: Վերաֆինանսավորման գործառույթները, տոկոսադրույքը և պարտադիր պահուստավորումը նպաստում են ֆինանսական միջնորդության աճին և երկրում կառավարելի դարձնում գնաճը փոխանցումային մեխանիզմի տոկոսադրույքի ուժեղացման շնորհիվ: ԿԲ-ն առևտրային բանկերի կողմից ներգրաված դրամական միջոցները արդյունավետ վերաբաշխելու միջոցով վերահսկելի է դարձնում փողի առաջարկն ու պահանջարկը, ինչպես նաև կառավարում է տոկոսադրույքը:

2008-2009թթ. ՀՀ-ում, ինչպես նաև աշխարհի բոլոր երկրներում, զգալի էին ֆինանսական ճգնաժամի բացասական ալիքների արագ տարածումը ողջ տնտեսության վրա: Չնայած ՀՀ-ը՝ շնորհիվ միջազգային ֆինանսական շուկաների հետ թույլ կապերի, կարողացավ խուսափել առավել ուժգին տնտեսական հարվածներից, սակայն ևս զերծ չմնաց ճգնաժամին դիմակայելու և դուրս գալու ուղիներ փնտրելու պահանջից:

Հաշվի առնելով 2007թ. վերջերին ԱՄՆ-ից սկիզբ առած համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի մեծամեծ ազդեցությունները նաև ՀՀ տնտեսության, ֆինանսական շուկայի, հետևաբար նաև դրանք կարգավորող դրամավարկային քաղաքականության գործիքակազմի վրա՝ քննարկենք, թե ներկայումս ինչպիսի դրամավարկային քաղաքակա-

¹ Inflation Report, Bank of England, February 1996.

² Alina Carare and Mark R.Stone, Inflation Targeting Regimes, IMF WP 03/9, January 2003.

³ Որոշում թիվ 193Ա, առ 10 մայիսի 2006 թվականի:

նություն է վարում ՀՀ ԿԲ-ն, ինչպիսին են տոկոսադրույքների ծրագրային և փաստացի մակարդակները:

Առաջացրած հիմնախնդիրները վերաբերում էին հիմնականում հետևյալ հիմնաքարային հարցերին.

- Մասնավոր տրանսֆերտների կրճատում,
- ՀՀ-ից արտահանվող ապրանքների պահանջարկի կրճատում,
- Միջազգային շուկաներում հույսալից ապրանքների գների նվազում,
- ՀՀ տնտեսությունում ներդրումների պակաս

Այսպիսով, ակնհայտ դարձավ տնտեսության իրական հատվածի անկում, որն իր հետ բերեց բնակչության եկամուտների նվազեցում, ինչպես նաև ապագա սպասումների անորոշությամբ պայմանավորված սպառողական պասիվ վարքագիծ, փողի խնայողություններ, հետևապես նաև ամբողջական պահանջարկի անկում, ինչն էլ հանգեցրեց տնտեսության մի շարք ճյուղերի ակտիվության կրճատման: ԿԲ տեսանկյունից անհրաժեշտ էր մշակել հատուկ իրավիճակային դրամավարկային քաղաքականություն, իսկ որպես հակաճգնաժամային քաղաքականության հիմնական սկզբունքներ որոշվեցին հետևյալ խնդիրների ապահովումը¹.

- ֆինանսական կայունության ապահովումը,
- ընդլայնող դրամավարկային քաղաքականության իրականացումը,
- փոխարժեքի արդյունավետ քաղաքականության իրականացում

Տնտեսության անկումը կանգնեցնելու և հակազդելու նպատակով մշակվեց ընդլայնող դրամավարկային քաղաքականություն: Մասնավորապես տնտեսության մեջ լրացուցիչ լիկվիդայնություն ներարկելու և բանկերի ֆինանսական ռեսուրսները ընդլայնելու միջոցով ապահովվեց տոկոսադրույքի առավել ցածր մակարդակ: ԿԲ-ը նվազեցրեց վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը 1%-ով՝ սահմանելով 6.25%, իսկ ներգրաված ավանդների և լոմբարդային վարկերի տոկոսադրույքները սահմանվեցին համապատասխանաբար՝ 3.25% և 9.25% (2009թ. մայիս)²: Միջոցների ներարկման տեսանկյունից մտցվեցին հետևյալ ընդլայնող պայմանները.

Դրամավարկային քաղաքականության գործիքակազմ.

- Երկարաժամկետ ռեպո գործառույթներ արտոնյալ պայմաններով. 91 օր ժամկետայնությամբ, ամսական հաճախականությամբ, ֆիքսված տոկոսադրույքով (վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք + մարժային տոկոսադրույք), անսահմանափակ ծավալով (երկարաժամկետ ռեպո գործառույթային ծավալը պետք է լինի այնքան, որ հիմնական ռեպո գործառույթային ծավալը չնվազեցնի 20 մլրդ. դրամից).
- պետական պարտատոմսերի առք. բոլոր ժամկետայնության պարտատոմսեր (առավել մեծ ծավալի գործարքներ պետք է իրականացվեն այն ժամկետայնության պարտատոմսերով, որոնց եկամտաբերությունը առավել բարձր է), ոչ կանոնավոր հաճախականությամբ, սակարկվող տոկոսադրույքով, այն ծավալով, որ հիմնական ռեպո գործառույթային ծավալը չնվազեցնի 20 մլրդ. դրամից.
- արտարժույթի տրամադրման սվոփի հետևյալ պայմաններով. մինչև 7 օր ժամկետայնությամբ, ոչ կանոնավոր հաճախականությամբ, ֆիքսված տոկոսադրույքով (սվոփի տոկոսադրույքը պետք է հավասար լինի երկարաժամկետ ռեպո գործառույթային տոկոսադրույքին), ոչ կանոնավոր ծավալով.

¹ Ամփոփ հաշվետվություն. «ՀՀ կառավարության հակաճգնաժամային քաղաքականության իրականացման մասին»:

² ՀՀ ԱՎԾ, www.armstat.am :

Համակարգային գործիքների կիրառում.

- բանկի բաժնետերերի կողմից կապիտալի համալրման դեպքում համալրման գումարի չափով բանկերին 5 տարի ժամկետով սուբարդինացված վարկերի տրամադրում,
- բանկերի միաձուլումների դեպքում 3 տարի ժամկետով վարկերի տրամադրում մինչև կապիտալի 30%-ը:

2009թ. առևտրային բանկերում խնայողությունների արտահոսքի և ազգային խնայողությունները արտարժույթով փոխարինելու միտում էր նկատվում՝ կապված ազգային արժույթի արժեզրկման հասարակության սպասումների հետ: Այդ իսկ պատճառով 2009թ. տարեսկզբին ՀՀ ԿԲ-ն մեծացրել էր միջամտությունը արտարժույթի շուկայում՝ դրանով իսկ հնարավորություն ընձեռելով առևտրային բանկերին վերակառուցել իրենց հաշվեկշիռը և զսպել իրացվելիության և կապիտալի անբավարարության հետ կապված ռիսկերը: 2009թ. մարտից նորից անցում կատարվեց լողացող փոխարժեքի ռեժիմին: Համաշխարհային ճգնաժամի պայմաններում, երբ դեռևս հայտնի չեն միջազգային շուկաներից սպասվող նորանոր հարվածները, դժվար է ճիշտ գնահատել այս կամ այն քաղաքականության արդյունավետությունը: Սակայն փոխարժեքի աստիճանական ազատականացումը կանխեց մի շարք սպեկուլյատիվ դրսևորումներ, հասարակությունում և տնտեսության մեջ նվազեցրեց անորոշության մակարդակը:

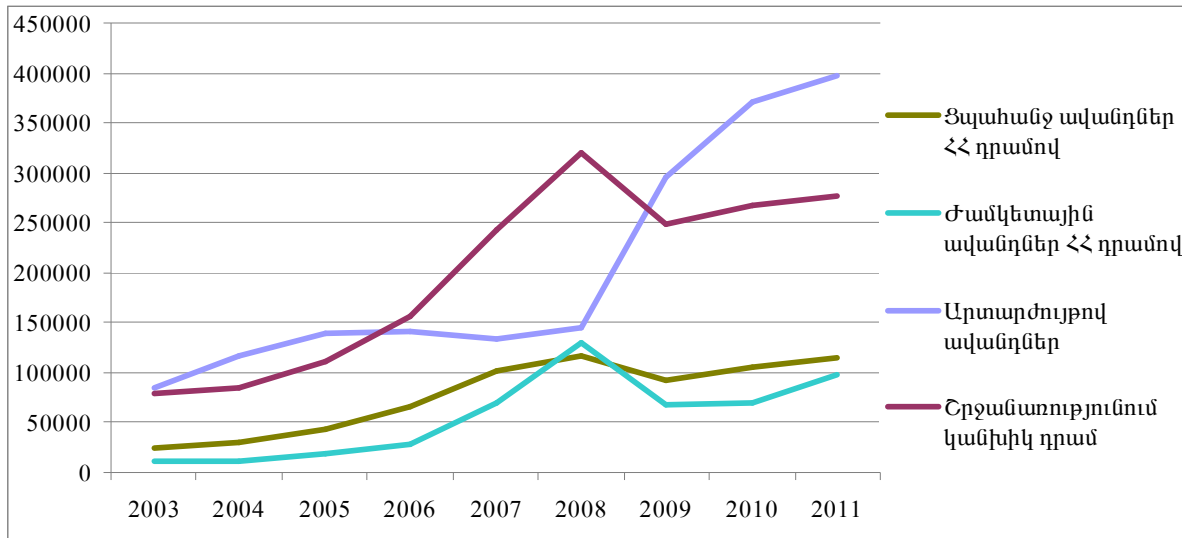
Վիճակագրական տվյալների հիման վրա ստորև կազմվել է աղյուսակ, որտեղ ներկայացված են 2003-2011թթ. տվյալներով փողի ագրեգատների շարժը, որտեղ M1-ն ընդգրկում է շրջանառությունում կանխիկ ՀՀ դրամը և ՀՀ դրամով ցայահանջ ավանդները (ներառյալ հաշիվները) և փոխառությունները: M2-ը դրամային զանգվածն է, ընդգրկում է M1-ը և ՀՀ դրամով ժամկետային ավանդները և փոխառությունները: M2X-ը փողի զանգվածն է, ընդգրկում է M2-ը և արտարժույթով ավանդները (ներառյալ հաշիվները) և փոխառությունները:

Աղյուսակ 1

2003-2011թթ. փողի ագրեգատների շարժը ՀՀ-ում, մլն ՀՀ դրամ¹

	Շրջանառությունում կանխիկ դրամ	Ցայահանջ ավանդներ ՀՀ դրամով	<i>M1</i>	Ժամկետային ավանդներ ՀՀ դրամով	<i>M2</i>	Արտարժույթով ավանդներ	<i>M2X</i>
2003	79684	24806	104490	12017	116507	84584	201091
2004	84179	29870	114049	11618	125667	116699	242366
2005	110 845	43 927	154772	18 212	172984	138 664	311648
2006	155565	65405	220970	27774	248744	141978	390722
2007	243641	101466	345107	69286	414393	133453	547846
2008	319806	116922	436728	130089	566817	145902	712719
2009	248520	93186	341706	67412	409118	294913	704031
2010	267590	106093	373683	68790	442473	370120	812593
2011	276018	115454	391472	96999	488471	396967	885438

¹ ՀՀ ԿԲ, Դրամավարկային քաղաքականության վիճակագրություն, www.cba.am :



Ինչպես տեսնում ենք և՛ աղյուսակից և՛ առավել ընդգծված կերպով ներկայացվող գծապատկերից, 2003-2008թթ. բանկերի կողմից ֆիզիկական և իրավաբանական անձանցից հավաքագրված միջոցները տարեցտարի աճման միտում ունեն, սակայն ցածր տեմպերով: Այդ նույն շրջանում առավել բարձր տեմպերով աճ է արձանագրվում շրջանառության մեջ կանխիկ դրամի տեսանկյունից: Նման դրսևորումները խոսում են այն մասին, որ այդ շրջանում տիրում էր տնտեսական աշխուժացում և փողերը չէին քնում, այլ անընդհատ շրջանառվում էին՝ ապահովելով արտադրության անընդհատությունը: 2008-2010թթ. ընթացքում պատկերն ամբողջովին փոխվեց՝ պայմանավորված արդեն իսկ քաջ հայտնի համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի դրսևորումներով: Կանխիկ դրամը շրջանառությունում, ցպահանջ և ժամկետային ավանդները բանկերում սկսեցին նվազման միտումներ դրսևորել, իսկ արտարժույթային ավանդները՝ հակառակը, կտրուկ աճ արձանագրեցին: Ինչպես նշվեց վերևում, դա կապված էր ազգային արժույթի արժեզրկման հասարակության սպասումների հետ: Երբեմն հասարակության սպասումները այնքան ուժեղ ազդեցություն են ունենում տնտեսական վարքագծի վրա, որ նույնիսկ շատ տեսաբաններ առաջնորդվում են սպասումների տեսությամբ (Behavioral Finance)¹.

Այժմ անդրադառնանք առավել նեղ և ճգնաժամից դուրս դրամավարկային քաղաքականության խնդիրներին: Ինչպես հայտնի է, գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ընդունումից հետո մեծապես կարևորվում է գործառնական նպատակի՝ կարճաժամկետ տոկոսադրույքի արդյունավետ կառավարումը: Ներկայումս, որպես գործառնական նպատակ համարվող տոկոսադրույքի ծրագրային և փաստացի մակարդակները համընկնում են, սակայն դա չի նշանակում, որ քաղաքականությունը անթերի է և շատ արդյունավետ: Որպես իրացվելիության արդյունավետությունը բնութագրող և կառավարող չափանիշներ կարելի է համարել հետևյալները.

- բանկերի կողմից ներգրավված միջոցների ամբողջովին տեղաբաշխում,
- տոկոսադրույքների հավասարակշիռ հիերարխիա, այն է՝ բանկերի կողմից տրվող վարկերի տոկոսադրույքները ավելի բարձր են պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույք-

¹ Martin Sewell, Behavioural Finance, University of Cambridge, February 2007, (revised April 2010).

ներից, որոնք ավելի բարձր են քան ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը, ինչն էլ ավելի բարձր է քան բանկերի կողմից ներգրավվող ավանդների տոկոսադրույքները:

Հիմք ընդունելով վերոնշյալ չափանիշները և ուսումնասիրելով ներկա իրավիճակը՝ կա-
րելի է դուրս բերել ՀՀ դրամավարկային քաղաքականության առկա հիմնախնդիրները և տալ
դրանց լուծումներ: Այսպիսով, քննարկենք ներկայումս տիրող իրավիճակը և ներկայացվող
թերությունները.

- բանկերի կողմից ներգրավված միջոցները ամբողջովին չեն տեղաբաշխվում.
- ռեպո գործառնությունների ծավալը ցածր մակարդակ ունի, երբեմն այն մոտ է լինում պարտադիր պահուստավորման մակարդակին: 2008թ. ռեպո գործառնությունների միջին ամսական ծավալը կազմել է 20 մլրդ դրամ, իսկ պարտադիր պահուստավորման մակար-
դակը 23.1 մլրդ դրամ.¹
- թղթակցային հաշիվներում պահվում են պարտադիր պահուստավորումից ավել միջոց-
ներ, այսինքն արդյունավետ չեն օգտագործվում ֆինանսական միջոցները, ինչը պայ-
մանավորված է միջբանկային շուկայի ցածր իրացվելիությամբ, ավտոնոմ գործոնների
տատանողականության բարձրացմամբ: ՀՀ միջբանկային շուկան բնութագրվում է որպես
ցածր իրացվելի այն պատճառով, որ այն արդյունավետ չի իրականացնում իր գլխավոր՝
վերաբաշխման ֆունկցիան: Գործարքների մեծ մասն իրականացվում է 4-5 առևտրային
բանկերի միջև, այն դեպքում, երբ երկրում գործում են 21 առևտրային բանկեր: Միջբան-
կային ռեպո տոկոսադրույքը մոտ է կանգնած ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսա-
դրույքին: Այս քաղաքականությունը խոչընդոտում է փոխանցումային մեխանիզմների
բնականոն ընթացքին:
- Ռեպո գործառնությունների տոկոսադրույքը ցածր է բանկային ավանդների տոկոսա-
դրույքներից, ինչը հակասում է տոկոսադրույքների հավասարակշիռ հիերարխիային:

Այսպիսով, ներկայացված թերություններին համապատասխանաբար առաջարկվում են
դրանք շտկելու հետևյալ միջոցառումների համակարգը.

Բանկերի կողմից ներգրավված միջոցները ամբողջովին չտեղաբաշխվելու հետևանքով
երկրի տնտեսությունում հաստատվում է տոկոսադրույքների բարձր մարժա (վարկային
տոկոսադրույք - ավանդային տոկոսադրույք)² և ԿԲ-ի կողմից ֆինանսական միջոցորդության
թուլացում: Հակառակ դեպքում, երբ բանկերի կողմից ակտիվորեն օգտագործվում են պար-
տադիր պահուստավորումից ավելցուկային միջոցները, պատկերը ամբողջովին փոխվում է:
Բանկերի կողմից ներգրավված միջոցների առավել արդյունավետ կառավարման դեպքում
առևտրային բանկերը առավել արդյունավետ են կառավարում իրենց ակտիվները, տնտե-
սությունում նվազում է տոկոսադրույքի մարժան, մեծանում է ֆինանսական միջոցորդությունը,
և ԿԲ-ն հնարավորություն է ունենում վերահսկելու փոխանցումային մեխանիզմի տոկոսա-
դրույքի լծակը: Վերհանելով ներգրավված միջոցների ամբողջովին տեղաբաշխելու անհրա-

¹ ՀՀ ԿԲ, www.cba.am :

² Ավածքը հաստատենք օրինակով. ենթադրենք բանկերը չեն զբաղվում վերաֆինանսավորման գործառնություններով և միայն
իրականացնում են վարկավորում, ավանդների ընդունում և պարտադիր պահուստավորում: Այս դեպքում բանկերի շա-
հույթի ֆունկցիան կներկայացվի հետևյալ կերպ. $P=r*L-R*D$, որտեղ P-ն բանկի շահույթն է, r-ը՝ վարկային տոկոսա-
դրույքը, R-ը՝ ավանդային տոկոսադրույքը, իսկ L-ը և D-ն՝ համապատասխանաբար՝ տեղաբաշխված վարկերը և
ներգրավված միջոցները: Բանկի պարզեցված հաշվեկշիռը այս դեպքում կլինի հետևյալը. $D=L+CA$, որտեղ CA-ն ԿԲ-ում
տվյալ բանկի թղթակցային հաշիվն է, ինչն էլ իր հերթին բաղկացած է 2 գործոններից՝ պարտադիր պահուստավորում և
ավելցուկային միջոցներ: Քանի որ ներգրավված և տեղաբաշխված միջոցների տոկոսադրույքների մարժան կախված է
թղթակցային հաշիվների մակարդակից, որն այս օրինակում չի տեղաբաշխվում, ապա այն ստեղծում է տոկոսադրույք-
ների մարժայի բարձր մակարդակ, և բանկն ավելի քիչ շահույթ է ստանում, քան ներգրավված միջոցները ամբողջովին
տեղաբաշխելու դեպքում:

Ժեշտությունը՝ առաջարկվում է աշխուժացնել միջբանկային շուկայի զարգացումը և ԿԲ-ի կողմից վերաֆինանսավորման գործիքների ներդրումը: Միջբանկային շուկայի աշխուժացման համար խոչընդոտ են հանդիսանում մի շարք գործոններ, այդ թվում՝ բանկերում իրացվելիության վատ կառավարումը, գործարքների կազմակերպման ճկուն համակարգերի բացակայությունը և մեծ վարկային ռիսկի առկայությունը: Փորձը ցույց է տվել, որ բանկերը շատ ավելի զգայուն են ծախսերի, քան այլընտրանքային չվաստակած եկամուտների նկատմամբ: Ուստի, որպեսզի աշխուժացում տիրի այս ոլորտում, անհրաժեշտ է զգալի տարբերություն նկատվի ԿԲ-ի կողմից առաջարկված տոկոսադրույքի և միջբանկային ռեպո տոկոսադրույքների միջև:

Ինչպես նկատելի է, ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ներդրված և ներկայումս վարվող դրամավարկային քաղաքականության ընթացքային իրարահաջորդ բոլոր փուլերի հիմքում ընկած է գների կայունության և կայուն, թեկուզ և դանդաղ տեմպերով, տնտեսական աճի ենթատեքստ: ՀՀ ԿԲ-ի կողմից ներդրված դրամավարկային քաղաքականության զարգացման ընթացքը կարելի է բաժանել երեք իրարահաջորդ հիմնական փուլերի.

- փողի ագրեգատների ռազմավարության նպատակադրում (1994-1998թթ.),
- ներդրված փողի ագրեգատների ազգային արժույթի նպատակադրում (այս փուլը կարելի է համարել միջանցիկ փուլ, 1998-2006թթ.),
- գնաճի նպատակադրում (2006թ. մինչ օրս):

Յուրաքանչյուր փուլ աչքի էր ընկնում և՛ առավելություններով, և՛ թերություններով: Որևէ նոր ռազմավարության նպատակադրման անցումը ենթադրում էր հնարավոր ռիսկերի և ակնկալվող դրական արդյունքների համապարփակ ուսումնասիրություն, այլապես կտուժեր մասամբ դրամավարկային քաղաքականության վրա հիմնված երկրի ողջ տնտեսություն: Առաջին և երկրորդ փուլերը (համապատասխանաբար փողի ագրեգատների նպատակադրում և փողի ագրեգատների ազգային արժույթի նպատակադրում) կարելի է նույնականացնել՝ այն տարբերությամբ, որ մի դեպքում արտարժույթը ընդգրկվում էր փողի զանգվածի և փողի բազայի մեջ, մյուս դեպքում՝ ոչ: Առաջնային փուլից անցումը երկրորդային փուլին պայմանավորված էր ընդհանուր ավանդների կազմում արտարժույթային ավանդների տեսակարար կշռի անընդհատ ավելացմամբ: Իսկ անցումը գնաճի նպատակադրման ռազմավարության՝ պայմանավորված էր փողի ագրեգատների և գնաճի միջև կայուն կապի բացակայությամբ:

Անցումը գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանը ենթադրում էր, որ ՀՀ կենտրոնական բանկը գնաճի կառավարման նպատակով օգտագործելու է վերջինիս վրա առավել արդյունավետ ազդող փոխանցումային մեխանիզմներ, որոնց հետ կապված առաջացել էին մի շարք թերացումներ, որոնք ներկայացվել են սույն աշխատությունում:

ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից ներկայումս վարվող դրամավարկային քաղաքականության վերաբերյալ թվարկված թերացումները փոխկապակցված են միմյանց: Մեկ գործիքի անկատարությունը պատճառ կամ հետևանք կարող է հանդիսանալ մեկ այլ գործիքի թերի կատարման: Ընդհանրացնելով՝ կարելի է նշել, որ դրամավարկային քաղաքականության հայեցակարգում իրացվելիության արդյունավետ կառավարումը ստանձնում է հիմնաքարային դեր, որին կարելի է հասնել վերաֆինանսավորման գործիքակազմի օգտագործմամբ ճկուն և արդյունավետ տոկոսադրույքի կառավարման միջոցով: