

**ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԴԵՐԸ ՏՈԿՈՍԱԴՐՈՒՅՔԻ ԵՎ
ԱՐՏԱՐԺՈՒՅԹԱՅԻՆ ԿԱՐԳԱՎՈՐՄԱՆ ԳՈՐԾԸՆԹԱՅՈՒՄ ՖԻՆԱՆՍԱՏՆՏԵՍԱԿԱՆ
ՃԳՆԱԺԱՄԻ ՊԱՅՄԱՆՆԵՐՈՒՄ**

Հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականության իրականացման գործընթացները զարգացող շուկայական համակարգում բավականաչափ յուրահատուկ են՝ կապված զարգացման այդպիսի աստիճանի վրա գտնվող տնտեսություններին բնորոշ առանձնահատկությունների հետ: Ավելին, ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի պայմաններում, երբ խնդրո առարկա է նաև պետական կառավարման արդյունավետ մեխանիզմների ձևավորումը և մեծամասամբ որպես ճգնաժամի հետևանք առաջ եկող տնտեսական քրեածին տարրերի զարգացումը, միայն ավելի լուրջ հաշվարկված, դրամավարկային քաղաքականության իրականացման պայմաններում կարող են ապահովվել դրական արդյունքներ և առաջադրվել ուղիներ ոչ միայն ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի հաղթահարման, այլև հետճգնաժամային փուլում տնտեսության ավելի անխափան և պաշտպանված զարգացումն ապահովելու տեսակետից: Այս իմաստով դրամավարկային քաղաքականության իրականացման տեսանկյունից առանձնահատուկ պետք է լինի ֆինանսական կայունության հաստատման նպատակով իրականացվելիք այնպիսի միջոցառումների իրականացումը, որոնց առաջնահերթ խնդիրն է գնաճի մակարդակի կասեցումը, ներդրումային ավելի բարենպաստ դաշտի ձևավորումը, տնտեսության մեջ ներդրումների աճի խթանումը և այլն: Գնաճի գործոնը ըստ այդմ մշտապես հանդիսանում է այն կարևոր կետը, որի շուրջ կառուցվում է դրամավարկային քաղաքականությունը: Այս իմաստով նոր զարգացող կամ ճգնաժամային իրավիճակում հայտնված տնտեսության ֆինանսական կայունացման քաղաքականությունը մեծամասամբ իրականացվում է հետևյալ ձևով՝

- բյուջեի պակասուրդի պահպանում ոչ ավելին, քան ՀՆԱ 5%-ի չափով,
- դրամավարկային կոշտ քաղաքականության իրականացում, այդ թվում՝ կենտրոնական բանկի կողմից բյուջեի պակասուրդի ֆինանսական համալրման նպատակով արտոնյալ վարկավորման բացառում, առևտրային բանկերի վարկավորման վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքների ավելի բարձր սահմանաչափի հաստատում, քան գնաճի տոկոսային մեծությունն է կազմում,
- մակրոտնտեսական մի շարք ցուցանիշների կառավարում, այդ թվում՝ արտարժույթի ֆիքսված կուրսի պահպանում, նվազագույն աշխատավարձի մեծության հաստատում և այլն, ինչը թույլ կտա կրճատել գնաճային սպասումները տնտեսական գործակալների և բնակչության մոտ:

Սակայն նշված միջոցառումները, որոնք ուղղված են տնտեսության մեջ շուկայի կարգավորման ճգնաժամային փուլում դրամի զանգվածի սեղմմանը, ավելի ուշ շրջանում, այլ հավասար պայմաններում պետք է ենթակա լինեն աստիճանական փոփոխության, երբ շուկան աստիճանաբար սկսում է ոտքի կանգնել ճգնաժամային իրավիճակից, և սկսում են նվազել այս իրավիճակին բնորոշ գործարար վատատեսական սպասումները:

Միաժամանակ այս մոտեցումների ընդհանրական ուղղվածությանը զուգահեռ՝ առանձնահատուկ կարևորություն ունի նաև դրամավարկային տարբերակվող քաղաքականության

կիրառումը՝ կապված ոչ միայն այս կամ այն երկրի տնտեսական զարգացման աստիճանի կամ ճգնաժամային իրավիճակի, այլ նաև՝ տվյալ երկրի տնտեսության ենթակառուցվածքի և արդյունաբերական ճյուղերի ներքին կոոպերացիայի աստիճանի հետ: Այս դեպքում հատուկ նշանակություն է ձեռք բերում, թե որքանով է տվյալ երկիրն ապահովված արտաբերության միջոցներով, ինչպիսին է տվյալ երկրի առևտրային հաշվեկշիռը, առկա են արդյոք այդ երկրում համապատասխան ազատ ռեսուրսներ և համապատասխանաբար նաև զարգացման հեռանկարներ ունեցող այնպիսի ոլորտներ, որտեղ նպատակահարմար է ակտիվ կերպով խթանել ներդրումների իրականացումը և այլն: Ուստի, եթե այս տեսակետից փորձենք դիտարկել ՀՀ կենտրոնական բանկի դերը այն գործառնությունների շրջանակներում, որոնք ներկայումս վերապահված են վերջինիս, ապա տոկոսադրույքի և արտաբերության կարգավորման խնդիրներն ըստ էության ՀՀ տնտեսության ներկա՝ հետճգնաժամային փուլում, առավել առարկայական նշանակություն են ձեռք բերում:

Մասնավորապես, համաձայն ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից հրապարակված տվյալների (տե՛ս աղյուսակ 1-ը), նկատելի է, որ սկսած 2006թ. ՀՀ-ում էականորեն սկսել է խորանալ դոլարի պակասուրդը, որը դադարել է միայն 2008-2009թթ.: Նշված գործընթացը հատկապես պայմանավորված է եղել ՀՀ-ում ներմուծումների ծավալի աճով, որը 2006թ. սկսած 2008թ. համեմատությամբ մեծացել է 2.95 անգամ:

Աղյուսակ 1

ԱՄՆ դոլարի բազայի աճի տեմպերը ՀՀ-ում 2004-2009թթ.

Տարիներ	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ֆիզ. անձանց մատվ տրանսֆերտներ (ներհոսք) հազ. ԱՄՆ դոլար	760 700	965 287	1 237 597	1 742 205	2 270 615	1 575 678
Ֆիզ. անձանց մատվ տրանսֆերտներ (արտահոսք) հազ. ԱՄՆ դոլար	494 482	613 226	784 475	1 010 689	1 124 466	752 370
Զուտ տրանսֆերտների ներհոսք, հազ. ԱՄՆ դոլար	266 219	352 061	453 122	731 517	1 146 148	823 308
Ապրանքների ներմուծում, հազ. ԱՄՆ դոլար	1 350 698	1 801 736	2 191 613	3 267 788	4 426 129	3 318 758
Ապրանքների արտահանում, հազ. ԱՄՆ դոլար	722 912	973 920	985 108	1 152 301	1 057 161	768 154
Առևտրային հաշվեկշիռ, հազ. ԱՄՆ դոլար	- 627 786	- 827 816	-1 206 505	- 2 115 487	- 3 368 968	- 2 550 604
ԸՆԴԱՄԵՆԸ ԱՃԸ, հազ. ԱՄՆ դոլար	- 361 567	- 475 755	- 753 383	- 1 383 970	- 2 222 820	- 1 727 296

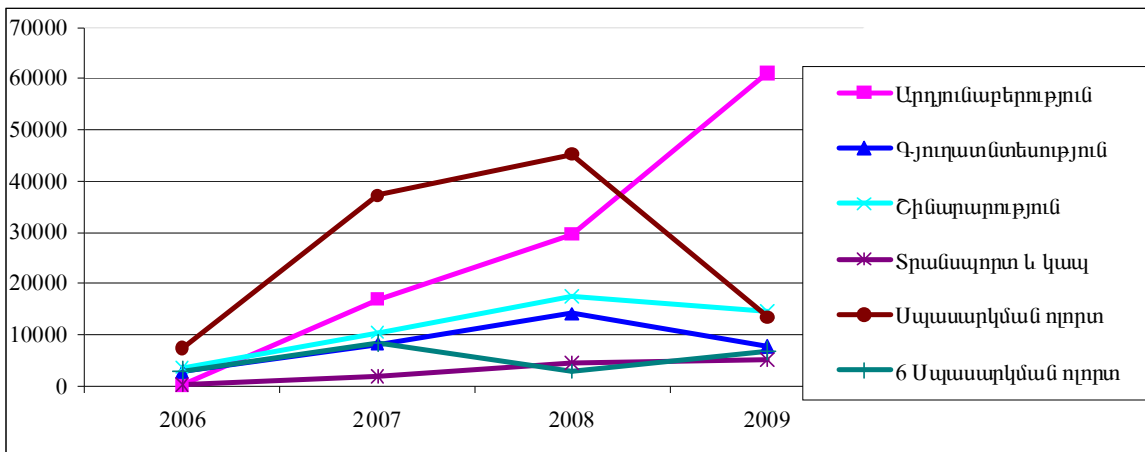
Միաժամանակ դոլարի փոխարժեքը նույն ժամանակահատվածից սկսած, ընդհակառակը հանդես է բերել նվազման միտում՝ 2006-2008թթ. ընթացքում 416.04 դրամից նվազելով մինչև 305.97 դրամի, ապա 2009թ. ընթացքում աճելով մինչև 363.28 դրամի: Հակասական այն պատկերը, որը ձևավորվել է 2006-2008թթ. ընթացքում, երբ դոլարի պակասուրդի խորացման պայմաններում տեղի է ունեցել դոլարի փոխարժեքի իջեցում, պայմանավորված է եղել Կենտրոնական բանկի կողմից ֆիքսված փոխարժեքի վարման քաղաքականությամբ, ինչը փոխվել է սկսած 2009թ., երբ ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի պայմաններում բնակչության կողմից արտաբերության, հատկապես ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ պահանջարկի կտրուկ աճի արդյունքում, Կենտրոնական բանկն արտաբերության միջոցների պակասի պատճառով անցում կատարեց լողացող փոխարժեքի քաղաքականությանը: Սա և այն հանգամանքը, որ ՀՀ տնտեսության արտաքին հաշվեկշիռը բացասական է, վկայում է այն մասին, որ հնա-

բավոր ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի և առհասարակ տնտեսական երկարաժամկետ զարգացման հեռանկարում տնտեսության խոցելիության մակարդակը նվազեցնելու տեսակետից, տնտեսական աճի տեմպերի խթանումը կարող է հաջողվել միայն Կենտրոնական բանկի կողմից ՀՀ տնտեսության մեջ արտարժույթային միջոցների աճի խթանման պայմաններում, մասնավորապես՝ կասեցնելով արտարժույթային միջոցների արտահոսքը ֆիզիկական անձանց մասով, որոնց դեպքում այն հիմնականում ուղղվում է արտերկրից սպառողական նշանակության ապրանքատեսակների ձեռքբերմանը: Սակայն նման կարգավորումը միայն Կենտրոնական բանկի լծակների միջոցով (միջազգային պրակտիկայում այս նպատակով կիրառվում են զանազան սահմանափակումներ ֆիզիկական անձանց կողմից արտարժույթի արտահոսքը կանխելու ուղղությամբ, օրինակ՝ սահմանափակումներ ֆիզիկական անձանց կողմից կատարվող տրանսֆերտների հաճախականության, մեծության նկատմամբ և այլն) բավականաչափ դժվար կլինի: Հետևապես, դա հնարավոր դարձնելու համար, մյուս կողմից հարկ կլինի նաև հովանավորչական մաքսային քաղաքականության կիրառումը ֆիզիկական անձանց կողմից ներկրվող այն ապրանքատեսակների ներկրման նկատմամբ, որոնք արտադրվում են նաև ներքին շուկայում:

Էականորեն մեծ է նաև Կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող դրամավարկային քաղաքականության դերը տնտեսության ճգնաժամային և հետճգնաժամային փուլերում, երբ խոսքը վերաբերվում է հատկապես վարկային տոկոսադրույքի կարգավորման խնդիրներին:

Գծապատկեր 1

ՀՀ տնտեսության վարկավորման ծավալները ըստ ոլորտների 2006-2009թթ



Մասնավորապես ՀՀ պարագայում, եթե առավել մանրամասնորեն ենք ուսումնասիրում վարկավորման ծավալներն ըստ տնտեսության ոլորտների¹ (տե՛ս գծապատկեր 1-ը), ապա նկատելի է, որ առ 2008թ. վարկավորման գործընթացը տնտեսության գրեթե բոլոր ճյուղերի գծով համդեմ է բերել աճի դինամիկա, որը սակայն ընդհատվել է 2008թ. կապված համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամի հետևանքների հետ: 2009թ. թվականի ընթացքում վարկավորման աճ է գրանցվել միայն արդյունաբերության գծով, մասնավորապես վարկավորման հիմնական ուղղությունները եղել են մետաղագործության, շինանյութերի արտադրության,

¹ ՀՀ կենտրոնական բանկի վիճակագրական տվյեղների բազա, “Commercial Banks Loans by Fields (monthly)”
<http://www.cba.am/en/sitepages/statmonetaryfinancial.aspx> :

քիմիական և սննդի արդյունաբերության, էներգետիկայի և շինարարության ճյուղերը, որոնց վարկավորումը նաև իրականացվել է այդ տարվա ընթացքում ՌԴ-ի կողմից ՀՀ-ին տրամադրված կայունացնող վարկի հաշվին¹:

Մյուս կողմից անդրադառնալով վարկային տոկոսադրույքի և շահութաբերության տոկոսային աստիճանների միջև առկա տարբերությունների մակարդակին՝ (տե՛ս աղյուսակ 2-ը)² տեսանելի է, որ վարկային տոկոսադրույքի մակարդակը ներդրումային տեսակետից բավականաչափ բարձր է, և վարկային ռեսուրսների ներգրավումը արդյունավետ կարող է լինել միայն տնտեսության այն ճյուղերի համար, որտեղ շահութաբերության մակարդակը էականորեն բարձր է միջինից:

Մեր դեպքում 2007-2009թթ. այդպիսիք են եղել հանքագործության, ինչպես նաև տրանսպորտի և կապի ոլորտները: Պատկերն ավելի է խտանում, երբ վերլուծության հիմքում դնում ենք ոչ թե արտադրանքի, այլ ակտիվների շահութաբերության մակարդակները, որոնք ի տարբերություն արտադրանքի շահութաբերության մակարդակների, որպես կանոն, միշտ ավելի ցածր են լինում: Այսուհանդերձ, ինչպես նշվում է Կենտրոնական բանկի կողմից հրապարակված «2009թ. ֆինանսական կայունության հաշվետվության» մեջ 2009թ. երկրորդ կեսից, դեկտեմբեր ամսվա դրությամբ, 2008թ. նույն ամսվա նկատմամբ ապահովվել է վարկերի 14% աճ³, որը հիմնականում տեղի է ունեցել կառավարության կողմից իրականացված հակաճգնաժամային ծրագրի շրջանակներում իրավաբանական անձանց տրամադրված վարկերի հաշվին:

Աղյուսակ 2

Արտադրանքի շահութաբերության աստիճանը և վարկավորման միջին տոկոսադրույքը 2007-2009թթ. ՀՀ-ում

Անվանում		2007		2008		2009	
		Արտադրանքի շահութաբերություն, %	Վարկերի միջին տոկոսադրույք (15 օրից մինչև 1 տարի ժամկետ.)	Արտադրանքի շահութաբերություն, %	Վարկերի միջին տոկոսադրույք (15 օրից մինչև 1 տարի ժամկետ.)	Արտադրանքի շահութաբերություն, %	Վարկերի միջին տոկոսադրույք (15 օրից մինչև 1 տարի ժամկետ.)
1	Հանքագործական արդյունաբերություն	80.2	17.5	10.0	17.1	31.7	18.8
2	Մշակող արդյունավետություն	11.9		7.8		3.6	
3	Շինարարություն	8.4		8.3		16.6	
4	Տրանսպորտ և կապ	34.4		32.9		28.8	
5	Առևտուր	9.4		9.9		9.2	

2010թ. ևս տնտեսության մեջ նկատելի է եղել վարկավորման գործընթացի ակտիվացում⁴, որը ուղղված է եղել հիմնականում մեքենասարքավորումների ձեռքբերմանը և շինարարությանը: Այսպիսով նկատելի է, որ չնայած վարկային տոկոսադրույքի բավականաչափ

¹ ՀՀ կենտրոնական բանկ «Ֆինանսական կայունության հաշվետվություն 2009» էջ 16:

² ՀՀ պետական վիճակագրական ծառայություն, «Ազգային տարեգիրք 2010թ.», «Ֆինանսներ», էջ 405:

ՀՀ կենտրոնական բանկի վիճակագրական տվյալների բազա, հաշվետվություն՝ “Interest rates on loans extended by commercial banks (monthly)” <http://www.cba.am/en/sitepages/statmonetaryfinancial.aspx> :

³ ՀՀ կենտրոնական բանկ «Ֆինանսական կայունության հաշվետվություն 2009» էջ 30 :

⁴ Տե՛ս նույն տեղում:

բարձր մակարդակին, վարկային ռեսուրսների նկատմամբ պահանջարկը ՀՀ-ում բավականաչափ բարձր է: Հիմք ընդունելով նաև արտարժույթի դեալվացիայի հետ կապված ռիսկերը և գալով տոկոսադրույքի կարգավորման հեռանկարներին, պարզ է դառնում, որ տոկոսադրույքի կարգավորման խնդիրը, մեր դեպքում պետք է փոխկապակցվի 2 հանգամանքի հետ՝

- Շահույթի միջին տոկոսային մակարդակի
- Արտարժույթային միջոցների առկայության աստիճանի

Առաջին կետի համատեքստում բնականաբար առավել ցանկալի կլինեն, եթե տոկոսադրույքի ընդհանուր շեմը ավելի ցածր լիներ, ինչը հատկապես կարևոր կդառնար փոքր և միջին ձեռնարկությունների կողմից վարկային ռեսուրսների ներգրավման մատչելիության տեսակետից: Սակայն հիմք ընդունելով, որ ֆիզիկական անձանց տրամադրվող վարկերի ծավալը վարկավորման ընդհանուր ծավալի մեջ հասկանալի պատճառներով բավականաչափ բարձր է¹, և սպառողական նշանակության վարկերի մասնաբաժնի աճը տոկոսադրույքի ընդհանուր մակարդակի իջեցման դեպքում ևս կարող է առարկայական լինել, որը ներքին շուկայի արտարժույթային ոչ բավարար պաշարների դեպքում, հետագայում կարող է հանգեցնել ինֆլյացիոն ռիսկերի (այս վարկերի գերակշիռ մասը ուղղվում է հատկապես երկարաժամկետ օգտագործման ապրանքատեսակների ձեռքբերմանը), նպատակահարմար է իջեցնել վարկային տոկոսադրույքի մակարդակը միայն արդյունաբերական նշանակության և ներդրումային նպատակներով ներգրավվող վարկերի համար, մասնավորապես, որ ներկայումս այս խնդիրն արդեն իսկ դրված է ՀՀ կառավարության կողմից փոքր և միջին ձեռնարկությունների՝ ՓՄՁ-երի զարգացման հայեցակարգի հիմքում, որտեղ, ենթադրվում է ապահովել մանր և միջին ձեռնարկությունների համար վարկերի ներգրավման մատչելիություն, այդ թվում նաև՝ տոկոսադրույքի սուբսիդավորման միջոցով:

Ուստի, ելնելով ՓՄՁ-երի համար հասանելի տոկոսադրույքներով վարկավորմանը մասշտաբայնություն հաղորդելու անհրաժեշտությունից և վարկավորման գործընթացում նաև բանկային ռեսուրսների ներգրավման նպատակահարմարությունից, հարկ է, որպեսզի ՀՀ կենտրոնական բանկը այս ուղղությամբ ևս էական միջոցառումներ ձեռնարկի: Մասնավորապես ՓՄՁ-ների վարկավորման զարգացման հիմք կարող է դառնալ Կենտրոնական բանկի կողմից այս ընկերություններին ներդրումային նպատակներով հատկացվող վարկերի տոկոսադրույքների որոշակի սուբսիդավորման մեխանիզմի ներմուծումը: Օրինակ, ի տարբերություն ներկայումս կիրառվող մեխանիզմի, երբ համանման վարկերի տոկոսադրույքը սուբսիդավորվում է բյուջետային միջոցների հաշվին, նպատակահարմար կլինեն սահմանել առանձին, արտոնյալ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք այն գումարների նկատմամբ և չափով, որոնք առևտրային բանկերի կողմից վարկերի ձևով կտրամադրվեն ՀՀ տնտեսության պայմաններում զարգացման ներուժ ունեցող՝ գյուղատնտեսության, վերամշակող արդյունաբերության և տնտեսության այլ համարժեք ոլորտներում գործող ՓՄՁ-ներին և անհատ ձեռներեցներին: Վերաֆինանսավորման արտոնյալ տոկոսադրույքը, ըստ այդմ, կարող է սահմանվել հետևյալ տրամաբանությամբ. հիմք ընդունելով գործող ընդհանուր վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը, սահմանել նշված ոլորտների համար վարկավորման տոկոսադրույքի նպատակային որոշակի շեմ և առևտրային բանկերի կողմից ՓՄՁ-ներին այդ շեմից ավելի ցածր տոկոսադրույքով տրամադրված վարկերի գումարի չափով սահմանել արտոնյալ վերաֆինանսավորման առանձին տոկոսադրույք, որը ցածր կլինեն ընդհանուր վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքից նույն տոկոսային կետերի չափով, ինչ չափով առավել ցածր կլինեն տրամադրված վարկերի տոկոսադրույքները վարկավորման սահմանված նպատակային շեմից: Այլ կերպ ասած, եթե օրինակ ընդհանուր վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը

¹ ՀՀ կենտրոնական բանկ «Դրամավարկային քաղաքականության ծրագիր 2011 թ. առաջին եռամսյակ», էջ 9:

տվյալ ժամկետի դրությամբ լինել 7% և վարկավորման հասանելի շեմը գնահատվել և սահմանվել ենթադրենք 11%, ապա որևէ առևտրային բանկի կողմից 9%-ով հիշյալ ոլորտների գծով որպես վարկ տրամադրված գումարների վերաֆինանսավորման համար կիրառվել ոչ քե 7%, այլ 5%-ին համարժեք արտոնյալ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք: Սա կհանդիսանար Կենտրոնական բանկի կողմից ՀՀ տնտեսության համապատասխան ոլորտներում գործող ՓՄՁ-ների գծով տրամադրվող վարկային տոկոսադրույքների սուբսիդավորման անուղղակի տարբերակ, որը մի կողմից կհամապատասխաներ Կենտրոնական բանկի ընթացիկ նպատակներին և խնդիրների բովանդակությանը, ՀՀ կառավարության կողմից հաստատված «Փոքր և միջին ձեռնարկությունների զարգացման» հայեցակարգային դրույքներին, իսկ մյուս կողմից կխթաներ առևտրային բանկերին՝ ընդլայնելու ՀՀ տնտեսության հեռանկարային ոլորտներում գործող ՓՄՁ-ների վարկավորման գործընթացը՝ նախապայմաններ ստեղծելով այս ոլորտների զարգացման համար: Նշված տարբերակը հնարավորություն կընձեռի Կենտրոնական բանկին ուղղորդել վարկային ռեսուրսները դեպի տնտեսության նպատակային ոլորտներ՝ հնարավորինս ավելի զերծ պահելով տնտեսությանը վարկավորման գործընթացի համընդհանուր զարգացման գնաճային ռիսկերից: Կարծում ենք մասն մոտեցման կիրառման դեպքում էականորեն կբարելավվի մանր և միջին ձեռնարկությունների ֆինանսական վիճակը և կընդլայնվի ներդրումային նպատակներով արդյունաբերական նշանակության վարկերի կշիռը վարկերի ընդհանուր կշռի մեջ: Հետևապես, գալով Կենտրոնական բանկի կողմից ՀՀ տնտեսության ներկա, հետճգնաժամային փուլում տոկոսադրույքի և արտարժույթի կարգավորման խնդիրներին, հիմնական եզրակացությունները հետևյալն են՝

1. Հարկ է իրականացնել ֆիզիկական անձանց մասով արտարժույթի արտահոսքի աճի նվազմանը միտված քաղաքականություն, որը մյուս կողմից մաքսային հովանավորչության շնորհիվ, ուղղված կլինի ֆիզիկական անձանց կողմից ներկրվող, սակայն մաս ներքին շուկայում արտադրվող և արտադրության իրական ներուժ ունեցող ապրանքատեսակների ներկրման ծավալների սահմանափակմանը:
2. Փոքր և միջին ձեռնարկատիրության վարկավորման գործընթացը խթանելու նպատակով սահմանել առևտրային բանկերի վերաֆինանսավորման տարբերակվող համակարգ, որը հնարավորություն կտա մասնակիորեն, անուղղակի կերպով սուբսիդավորել ներդրումային նպատակով ներգրավվող վարկերի տոկոսադրույքները՝ ակտիվացնելով տնտեսության համապատասխան ոլորտների զարգացումը: