

ԱՂԱՍԻ ՄԿՐՏՉՅԱՆ

ՏՈԿՈՍԱԴՐՈՒՅՔՆԵՐԸ ԵՎ ԴՐԱ ՎՐԱ ԱԶԴՈՂ ԳՈՐԾՈՆՆԵՐԸ
ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ, ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ
ԵՎ ՀԱՐԿԱԲՅՈՒՋԵՏԱՅԻՆ ԶԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ
ԱԶԴԵՑՈՒԹՅՈՒՆԸ ՏՈԿՈՍԱԴՐՈՒՅՔՆԵՐԻ ՉԵՎԱՎՈՐՄԱՆ ՎՐԱ

Ինչպես հայտնի է Հայաստանի Հանրապետությունում իրականացվող տնտեսական քաղաքականության, մասնավորապես կառուցվածքային բարեփոխումների վերջնական նպատակը շուկայական ազատական տնտեսության ստեղծումն է և դրա զարգացման համար անհրաժեշտ պայմանների ապահովումն է: Այդ իմաստով բարեփոխումները շոշափում են տնտեսության բոլոր ոլորտները, ներառյալ նաև ֆինանսական հատվածը և արդեն վերջին մի քանի տարիների ընթացքում շուկայի այդ հատվածում գնային հիմնական փոփոխականը՝ տոկոսադրույքը ձևավորվում է հիմնականում շուկայական մեխանիզմների ներգործությամբ:

Կարելի է պնդել, որ Հայաստանի Հանրապետության տնտեսական քաղաքականության հիմնական ձեռքբերումներից է անցումային տնտեսության համար բավականին ազատական ֆինանսական համակարգի գոյությունը: Այնուամենայնիվ այդ բնագավառը ևս բնորոշվում է մի քանի հիմնախնդիրներով, որոնք հիմնականում պայմանավորված են Հայաստանի Հանրապետության տնտեսության, մասնավորապես դրա իրական հատվածի ընդհանուր իրավիճակով: Հաճախ ֆինանսական հատվածում արձանագրվել են մի շարք բացասական զարգացումներ, որոնք մասամբ պայմանավորված են եղել երկրում իրականացվող մակրոտնտեսական քաղաքականության, մասնավորապես հարկաբյուջետային և դրամավարկային կառավարման ոչ ադեկվատ դրսևորումներով, որոնք առաջացնելով գործարարների և տնային տնտեսությունների

բացասական սպասումներ, վերջին հաշվով իրենց արտացոլումն են գտել իրական հատվածի զարգացումներում:

Քաղաքականության հետագա ընթացքը և հիմնական գերակայությունները որոշելու համար անհրաժեշտություն է առաջանում վերլուծել վերջին տարիների ընթացքում Հայաստանի Հանրապետության ֆինանսական շուկաներում տոկոսադրույքների ձևավորման վրա ազդող գործոնները, տնտեսության պետական կարգավորման դրսևորումները առանձին ժամանակաշրջաններում: Այս առումով հատկանշական է մասնավորապես հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականությունների դերի բացահայտումը ֆինանսական շուկայի զարգացումներում:

Անցումային ժամանակաշրջանի սկզբնական փուլում, երբ տեղի ունեցավ պետական բանկային համակարգի և պետական փոխառության պարտատոմսերի նկատմամբ վստահության անկում և փաստորեն այդ ինստիտուտների քայքայում, տնտեսությունում խնայողությունների ձևավորման և դրանց օգտագործման հետ կապված ֆինանսական միջնորդությունը տեղափոխվեց մասնավոր հատված: Այս զարգացումը կարելի կլիներ դրական համարել եթե այդ ընթացքում տեղի չուներային այնպիսի բացասական երևույթներ, ինչպիսիք են անկայուն ֆինանսական միջնորդների առաջացումը, դրանց գործունեության պետական կարգավորման բացակայությունը և դրանով պայմանավորված ազգաբնակչության շրջանում այդ տարիներին լայն տարածում ստացած հիասթափությունը և վստահության պակասը պետական և մասնավոր ֆինանսական հաստատությունների նկատմամբ:

Պետք է նշել, որ այնուամենայնիվ առաջին անգամ Հայաստանում ձևավորվեցին շուկայական տոկոսադրույքներ, որոնք հանդիսանում էին տվյալ պահին ֆինանսական միջոցների պաշարի և դրանց նկատմամբ տնտեսությունում առկա պահանջարկի հարաբերակցության արտահայտությունը: Պայմանավորված պետական կարգավորման նախկին համակարգի վերանալու և շուկայական տնտեսության համար անհրաժեշտ տնտեսական կարգավորման մեխանիզմների բացակայության հանգամանքներով, այդ տարիների համար չի պահպանվել հստակ ձևավորված տեղեկատվական բազա (տոկոսադրույքների մակարդակը,

փոխատվությունների ծավալ, խնայողությունների ձևավորումը ըստ ոլորտների և վարկավորման ուղղությունները), որը հնարավորություն կտար համակողմանի գնահատական տալ ֆինանսական հոսքերի և դրանց բնույթի մասին: Այնուամենայնիվ, հիմք ընդունելով սահմանափակ տվյալները կարելի է տալ այդ տարիների զարգացումների համար որոշակի գնահատականներ հատկապես տոկոսադրույքների մակարդակի և այն պայմանավորող գործոնների առումով: Նախ և առաջ հարկ է նշել, որ տոկոսադրույքների մակարդակը եղել է խիստ բարձր ինչպես տեղական արտարժույթով (արտահայտված ՌԴ արժույթով) այնպես էլ ԱՄՆ դոլարով արտահայտված ակտիվների համար, որը պայմանավորված է եղել հետևյալ հիմնական գործոններով.

- Տնտեսությունում ներքին խնայողությունների ցածր մակարդակ, կապված տնտեսական անկման և նախկին խնայողությունների արժեզրկման հետ,
- Արդյունավետ գործող ֆինանսական միջնորդության բացակայություն,
- Գների ազատականացման և կառավարության կողմից բյուջեի դեֆիցիտի ֆինանսավորման համար դրամի էմիսիայի արդյունքում սղաճի հետ կապված սպասումների առկայություն,
- Վարկավորման օգտագործում բարձր շահութաբեր ոչ արտադրական ոլորտում՝ առևտրում, որը հնարավորություն էր տալիս գործարարներին դիմել բարձր տոկոսադրույքներով փոխատվությունների ներգրավման,
- Արտաքին հոսքերի բացակայություն, որը պայմանավորված էր տարածաշրջանային կոնֆլիկտներով և ընդհանուր անկայունությամբ,
- Գործարար բարձր ռիսկը, որը մեծացնում էր անհուսալի փոխատվությունների տեսակար կշիռը:

Գների ազատականացման հետ կապված անհրաժեշտ է նշել, որ 1990-1992 թվականներին գների ազատականացման տեմպերը գերազանցում էին տեղական արժույթի փոխարժեքի արժեզրկմանը, որի պայմաններում աճում էին մասնապարանքների և ծառայությունների կայուն արտարժույթով արտահայտված գները, առաջացնելով սպասումներ գների հետագա բարձրացման վերաբերյալ: Վարկավորման ուղղությունների վերաբերյալ պետք է նշել, որ այդ տարիներին Հայաստանում տեղի ունեցավ տնօրինվող

եկամուտների ձևավորման աղբյուրների զգալի փոփոխություն, որը պայմանավորված էր բնակչության կողմից տարաբնույթ եկամուտների ստացման, մասնավորապես արտասահմանից գործոնային եկամուտների և տրանսֆերտների հոսքի հետ: Դրա արդյունքում, չնայած նախկին արտադրական ոլորտի քայքայմանը, պահպանվեց բնակչության պահանջարկի այնպիսի մակարդակ, որը նպաստեց առևտրի ոլորտի զարգացմանը և այդ ոլորտի կողմից նույնիսկ բարձր տոկոսադրույքներով փոխատվությունների ներգրավմանը:

Նշված գործոնների ազդեցությամբ այդ ժամանակահատվածում տոկոսադրույքների մակարդակը կազմում էր տարեկան 200-ից 400 տոկոս՝ ԱՄՆ դոլարով արտահայտված ակտիվների համար:

Սկսած արդեն 1995 թվականից ֆինանսական շուկայում արձանագրվեցին զգալի դրական տեղաշարժեր, որոնք պայմանավորված էին տնտեսությունում նկատված առողջացման դրական միտումներով: Հատկանշական է կենտրոնական բանկի, որպես ինքնուրույն դրամավարկային կարգավորում իրականացնող հաստատության առաջացումը և ամրապնդումը, մակրոտնտեսական կայունության հաստատումը, որը խիստ կարևոր էր գների և ազգային արժույթի կայունության նկատմամբ վստահության ապահովելու տեսանկյունից, երկաստիճան բանկային համակարգի ձևավորումը, կենտրոնական բանկի կողմից բանկային վերահսկողության իրականացումը, բյուջեի դեֆիցիտի կրճատումը և ֆինանսավորման ոչ ինֆլացիոն աղբյուրների տեսակարար կշռի մեծացումը և մի շարք այլ գործոններ: Այդ գործոնների ազդեցության տակ ձևավորվեց նաև համեմատաբար առողջ ֆինանսական միջնորդություն, որը սակայն ընթանում էր հիմնականում բանկային համակարգում, ինչպես նաև ստվերային կամ թաքնված ֆինանսական հոսքերի տեսքով: Այդ գործընթացը պարբերաբար ուղեկցվում էր որոշ բանկերի լուծարմամբ և բանկային համակարգի ցնցումներով, որոնք սակայն չվերածվեցին խոշոր ֆինանսական ճգնաժամի: Մինևույն ժամանակ իրականացվում էին նաև անտրային բանկերի կառուցվածքային վերափոխումներ, որոնք տնտեսական քաղաքականության ընդհանուր

մոտեցումների մաս էին կազմում: Դրանցից կարելի է ներկայացնել հետևյալ միջոցառումները.

- առևտրային բանկերի հիմնադիր կապիտալում պետական մասնաբաժինների մասնավորեցումը,
- պետական երաշխիքներով բանկային վարկերի տրամադրման սահմանափակումները,
- պետության կողմից տոկոսադրույքների տարբերակման և արտոնյալ տոկոսադրույքների սահմանման պրակտիկայի դադարեցումը,
- կենտրոնական բանկ-առևտրային բանկեր հարաբերությունների հստակեցումը, որը վերջիններիս հնարավորություն տվեց օգտագործել կենտրոնական բանկի կողմից սահմանված և կարճաժամկետ իրացվելիության ապահովմանն ուղղված ֆինանսական գործիքները (մասնավորապես վարկային սակարկությունները և լոմբարդային վարկերը),
- բանկային գործունեության վերահսկողության նորմերի խստացումը և թույլ բանկերի լուծարումը:

Վերոհիշյալ բոլոր գործոնների համալիր ազդեցությամբ արդեն 1995 թվականի սկզբին նկատվեց տոկոսադրույքների զգալի իջեցում և կայունացում: Այդ ընթացքում կայուն արտարժույթով տրամադրված վարկերը և ներգրավված ավանդների տոկոսադրույքները կազմում էին մոտ 70-80 տոկոս: Առաջացան նաև հայկական դրամով արտահայտված վարկային ակտիվներ, որոնց իրական տոկոսադրույքները ի տարբերություն 1994 թվականի, արդեն կազմեցին դրական մեծություններ: Պետք է նշել, որ ազգային արժույթի ներդրման սկզբնական հատվածում (ավելի քան մեկ տարի) ֆինանսական շուկայի տարբեր հատվածներում դրամով արտահայտված վարկերի իրական տոկոսադրույքները կազմում էին բացասական մեծություն, որը պայմանավորված էր մի կողմից այդ կարգի վարկերի տրամադրման գործընթացում պետության այս կամ այն ճանապարհով մասնակցությամբ (օրինակ, պետական երաշխիքների տրամադրում պետական մասնակցությամբ ձեռնարկություններին, կենտրոնական բանկերի կողմից կառավարությամբ տրամադրված վարկեր)

ինչպես նաև սկզբնական շրջանում ազգային արժույթի ակնկալվածից ավելի արժեզրկմամբ և սղաճի բարձր տեմպերով:

Կարևոր է նաև փաստել, որ այդ ընթացքում ճշգրտումների ենթարկվեցին կենտրոնական բանկի կողմից կառավարության վարկավորման սկզբունքները և այդ գործիքի տոկոսադրույքները զգալի չափով մոտեցվեցին շուկայական տոկոսադրույքներին: Վերջինիս կարևորությունը կայանում է նրանում, որ դա կառավարության համար խթան հանդիսացավ առաջիկայում դիմելու ֆինանսավորման այլընտրանքային աղբյուրների, որի արդյունքում տնտեսության վրա մոնետար էքսպանսիայի սահմանափակման հնարավորություն առաջացավ, որը մակրոտնտեսական կայունացմանն ուղղված ռազմավարության կարևոր մասն էր հանդիսանում:

Ամփոփելով 1995-1996 թվականների զարգացումների ներկայացումը, հարկ ենք համարում նշել, որ զգալիորեն սահմանափակվեցին կենտրոնական բանկի կողմից առևտրային բանկերին տրամադրվող այսպես կոչված «կառուցվածքային» վարկերի ծավալները, որոնք, տրամադրվելով շուկայականից ցածր տոկոսադրույքներով, ֆինանսական շուկայում տոկոսադրույքների անհարկի տարբերակման վտանգավոր իրավիճակ էր ստեղծում:

1995 թվականի սեպտեմբերին կազմակերպվեցին պետական կարճաժամկետ պարտատոսերի առաջին սակարկությունները, որը ուղղված էր շուկայական մեխանիզմների վրա հիմնված պետական արժեթղթերի շուկայի ձևավորմանը, որը հետագայում հնարավոր կլիներ օգտագործել ինչպես հարկաբյուջետային քաղաքականության խնդիրների, այսինքն դեֆիցիտի ֆինանսավորման, այնպես էլ դրամավարկային քաղաքականության նպատակների համար: Պետք է նշել, որ սկզբնական հատվածում այդ արժեթղթերի թողարկմանը բնորոշ էին նաև որոշակի ոչ շուկայական մեխանիզմներ: Մասնավորապես օտարերկրյա ներդրողների հետ արժեթղթերի ձեռք բերմանը զուգահեռ կնքվում էր արտարժույթի ձեռք բերման ֆորվարդային պայմանագրեր, որոնք չեզոքացվում էին հայկական դրամի հնարավոր արժեզրկման հետ կապված ռիսկերը: Չնայած կառուցվածքային բարեփոխումների տեսանկյունից այս քայլերի

հակասականությանը, վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ դա նպաստեց խոշոր ներդրողների ներգրավմանը և հետևաբար նաև ՊԿՊ-ի տոկոսադրույքների կայունացմանը: Իսկ ինչ վերաբերում է արժույթային նման համաձայնությունների կնքմանը, ապա այդ տարիներին Հայաստանի Հանրապետությունում փաստորեն իրականացվում էր չհայտարարված ֆիքսված փոխարժեքի ռեժիմ, որի արդյունքում նման պայմանագրերի ժամկետների ավարտման պահին պայմանագրերում ամրագրված փոխարժեքները զգալիորեն չէին տարբերվում այդ պահին շուկայում գործող փոխարժեքից (բացառությամբ այն պայմանագրերի, որոնց մարման ժամկետները ընկած էին 1997 թվականի առաջին եռամսյակում, երբ պայմանագրային և շուկայական փոխարժեքների տարբերությունը կազմեց մոտ 10 տոկոս, պայմանավորված հայկական դրամի անակնկալ արժեզրկման հետ): Պետք է նշել, որ այս կարգի միջոցառումները դադարեցվեցին արդեն 1996 թվականի վերջին, երբ Հայաստանը պարտավորվեց ստանձնել ԱՄՆ-ի համաձայնագրի 8-րդ հոդվածից բխող պարտավորությունները:

Կարելի է նշել, որ 1995 և 1996 թվականներում ընթացքում ձևավորվեցին մի քանի նախնական պայմաններ, որոնք կարող էին նպաստել կարճաժամկետ դրամային և պետական արժեթղթերի շուկաներում տոկոսադրույքների նվազմանը: Այսպես, նույնիսկ կառավարության կողմից շուկայում ներկայացված ֆինանսական զգալի պահանջի պայմաններում 1996 թվականի ընթացքում տոկոսադրույքների որոշակի անկում նկատվեց, որը պայմանավորված էր հիմնականում մակրոտնտեսական, մասնավորապես ազգային արժույթի և զենքի կայունությամբ: Տոկոսադրույքների բարձրացում նկատվեց արդեն 1997 թվականին, երբ առաջին եռամսյակում արձանագրվեց փոխարժեքի զգալի արժեզրկում:

Պետք է նշել, որ 1997 թվականի երկրորդ և 1998 թվականի առաջին կիսամյակները բավականին ներդաշնակ ժամանակաշրջան կարելի համարել ինչպես ֆինանսական շուկայի զարգացման, այնպես էլ իրական տոկոսադրույքների կայունացման և դրանց անկման առումներով: Բավականին դրական միտումներ նկատվեցին բանկային համակարգի և

պետական ֆինանսների առողջացման տեսանկյունից, ինչպես նաև վճարային հաշվեկշռի հոսքերի ակտիվացման առումով: Այս ամենը իրենց դրական ազդեցությունը թողեցին տոկոսադրույքների մակարդակի վրա, պայմանավորելով վերջիններիս շարունակական անկումը: Այսպես, պետական ֆինանսների բնագավառում տեղի ունեցավ հարկային վարչարարության զգալի բարելավում, որը հանգեցրեց 1997 և 1998 թվականների պետական բյուջեի բարձր կատարողականների, ավելի կանխատեսելի և իրատեսական դարձնելով պարտքի կառավարման սցենարը, հետևաբար նպաստելով նաև տոկոսադրույքների նվազմանը: Ամիրաժեշտ է նշել նաև այդ տարիներին կառուցվածքային բարեփոխումների տեմպերի արագացման հանգամանքը, հատկապես խոշոր օբյեկտների սեփականաշնորհման առումով, որը իրատեսական դարձրեց կառուցվածքային վերափոխումների հարցում Հայաստանի Հանրապետության կառավարության ստանձնած պարտավորությունների կատարումը և դրա հետ կապված միջազգային ֆինանսական կազմակերպություններից բյուջեի դեֆիցիտի և նպատակային ծրագրերի ֆինանսավորման համար ստացվող փոխատվությունների սցենարը: Այս գործոնը ևս նպաստեց պետական ֆինանսների, հետևաբար նաև ներքին պետական պարտքի կայունացմանը, իր հերթին աջակցելով տոկոսադրույքների անկմանը: Զգալիորեն նվազեց վատ վարկերի տեսակարար կշիռը բանկային համակարգում, որը նպաստեց ֆինանսական միջնորդության զմի իջեցմանը հետևաբար նպաստելով նաև ներգրաված և տրամադրված միջոցների տոկոսադրույքների միջև տարբերության նվազմանը: Պարտքի կառավարման հարցում այդ ժամանակահատվածում դրական նշանակություն ունեցավ ՊԿՊ-ում ոչ ռեզիդենտների տեսակարար կշռի զգալի մեծացումը, որը 1997 թվականի երկրորդ և 1998 առաջին կիսամյակների ընթացքում զգալիորեն աճեց, հասնելով մոտ 60 տոկոսի ընդհանուր ներդրումների մեջ: Բացի տոկոսադրույքների նվազեցումից, 1998 թվականի առաջին կիսամյակում նկատվեց նաև ներքին պարտքի միջին ժամկետայնության զգալի աճ: Հատկանշական է նաև այն հանգամանքը, որ ֆինանսական գործիքների ժամկետայնության երկարացում արձանագրվեց նաև վարկային շուկայում:

Դրամավարկային քաղաքականության և ներքին պետական պարտքի կառավարման տեսանկյունից շատ կարևոր գործոն հանդիսացավ պետական արժեթղթերի երկրորդային շուկայի զարգացումը: Վերոնշյալ գործոնների ազդեցության տակ 1998 թվականի մայիս-հունիս ժամանակահատվածում ՊԿՊ-ի տոկոսադրույքները առաջնային շուկայում կազմեցին տարեկան մոտ 30 տոկոս:

1998 թվականի կեսերից ֆինանսական շուկայում սկսեցին արագորեն զարգանալ բացասական միտումներ, որոնք արտացոլվեցին ինչպես ՊԿՊ-ի թողարկման ծավալների և տոկոսադրույքների վրա, այնպես էլ վարկային շուկայի որոշ պարամետրերի վրա: Միևնույն ժամանակ հիմնախնդիրներ առաջացան պետական ֆինանսների ոլորտում, ներառյալ հարկային եկամուտների թերհավաքագրումը, որը այլ գործոնների հետ մեկտեղ նպաստեց պետական պարտքի կառավարման նկատմամբ վստահության անկմանը:

Ֆինանսական շուկայում 1998 թվականին արձանագրված երևույթները իրենց ազդեցությունը թողեցին հաջորդող տարիներին ևս և միայն 2000 թվականի ընթացքում արձանագրվեցին մի շարք դրական երևույթներ, ինչպես տոկոսադրույքների իջեցման, այնպես էլ ֆինանսական շուկայի այլ պարամետրերի առումով: Ինչ վերաբերում է 1998 թվականի երկրորդ կեսից 2000 թվականի սկիզբ ընկած ժամանակաշրջանին, ապա վերլուծությունը թույլ է տալիս բացահայտել այն հիմնական գործոնները, որոնք պայմանավորեցին ֆինանսական համակարգի բացասական զարգացումները: Դրանք կարելի է դասակարգել հետևյալ երեք խմբերում.

- Արտաքին գործոններ,
- Կառուցվածքային բարեփոխումների դանդաղ ընթացք,
- Քաղաքականությունների կոորդինացման խնդիրներ:

Արտաքին գործոններից ամենաազդեցիկը կարելի է համարել ռուսական ճգնաժամը, որի հնարավոր բացասական ազդեցությունը Դաշաստանի տնտեսության վրա թերազնահատվել էր իշխանությունների կողմից և հաշվի չէր առնվել մակրոտնտեսական քաղաքականության համատեքստում: Առանձնացնենք այն հիմնական ուղղությունները, որոնց միջոցով տեղի ունեցավ ռուսական ֆինանսական ճգնաժամի ազդակներին

փոխանցումը Հայաստան և որոնք մասամբ պատճառ հանդիսացան տոկոսադրույքների մակարդակի բարձրացմանը: Դրանք են.

ա) Ռուսական շուկային հարակից տարածաշրջանային ֆինանսական շուկաներում ռիսկայնության բարձրացումը և դրա արդյունքում ոչ ռեզիդենտների արտահոսքը, որը հանգեցրեց պետական արժեթղթերի երկրորդային շուկայում արժեթղթերի առաջարկի մեծացմանը, հետևաբար մաս տոկոսադրույքների բարձրացմանը,

բ) Հայկական դրամի արժեզրկման վերաբերյալ սպասումների առկայությունը,

գ) Բանկային համակարգի ճգնաժամի սպասումները, որը կարող էր հանգեցնել բանկերի կողմից իրենց պորտֆելում գտնվող ՊԿՊ-ի մեծածավալ վաճառքի,

դ) Իրական եկամուտների մակարդակի անկման արդյունքում բյուջետային մուտքերի նվազման հնարավորությունը և դրանով պայմանավորված պետական պարտքի կառավարման հնարավոր վտանգը:

Ընդհանրապես ռուսական ճգնաժամի ազդեցությունը հայկական շուկայի վրա առավել ակնհայտ դարձավ 1999 թվականի մակրոտնտեսական և ֆինանսական հատվածի ցուցանիշները ամփոփելիս: Ամբողջ 1999 թվականին տոկոսադրույքների մակարդակը պահպանվեց բավականին բարձր ինչպես պետական արժեթղթերի շուկայում, այնպես էլ վարկային շուկայում:

Տոկոսադրույքների վրա կառուցվածքային բարեփոխումների դանդաղ ընթացքի ազդեցությունը բացատրվում է նրանով, որ կառուցվածքային բարեփոխումների իրականացումը ցույց է տալիս տվյալ երկրի կողմից որոշեզրած ռազմավարության իրատեսական լինելը և ցանկացած շեղում այդ ծրագրից կարող է երկրի տնտեսության ապագայի նկատմամբ անվստահության պատճառ հանդիսանալ: Հայաստանի դեպքում, բացի նշված անուղղակի ազդեցությունից, կառուցվածքային վերափոխումների ծրագրից շեղումը առաջացնում է մաս ուղղակի ֆինանսական հետևանք, քանի որ բյուջեի դեռևս զգալի դեֆիցիտի և այն միջազգային ֆինանսական կազմակերպության արտոնյալ վարկերով ֆինանսավորելու պայմաններում կառավարության կողմից ձեռնարկվելիք միջոցառումների դանդաղեցումը

հանգեցնում է ֆինանսավորման հետաձգման, որը ենթադրում է պետական ֆինանսների ճգնաժամ, հետևաբար նաև շուկայի տարբեր հատվածներում տոկոսադրույքների բարձրացում: Պետք է նշել, որ քննարկվող ժամանակահատվածում տեղի են ունեցել Համաշխարհային Բանկի կողմից վարկերի տրամադրման հետաձգումներ, որոնք անմիջապես անդրադառնում էին ֆինանսական շուկայի մասնակիցների սպասումների, հետևաբար նաև տոկոսադրույքների մակարդակի վրա:

Հայաստանի տնտեսության անցած տարիների վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ մակրոտնտեսական քաղաքականության երկու հիմնական ճյուղերի միջև տարբեր մակարդակներում կոորդինացիան չի ընթացել բավարար մակարդակով և անտեսվել է տնտեսության զարգացման, հիմնականում մի քանի կարևոր պարամետրերի բարելավման հնարավորությունները: Կոորդինացման ոչ բավարար մակարդակը առավել արտահայտվել է տոկոսադրույքների բարձր մակարդակի, վերջին տարիների գների ծրագրայինից անհամեմատ ցածր լինելու հանգամանքներում, որոնք չեն նպաստել Հայաստանում ներքին պահանջարկի ավելացմանը, որը վերջին տարիների ընթացքում նկատված առաջարկի աճի պայմաններում կհանգեցներ տնտեսական ակտիվության որոշակի աշխուժացման:

Անհրաժեշտ է նշել, որ քաղաքականությունների կոորդինացման առանցքում գտնվում է կենտրոնական բանկի կողմից կառավարության վարկավորման կարգավիճակի հարցը: Հայաստանում դեռևս 1997 թվականի բյուջեի դեֆիցիտի ֆինանսավորման աղբյուրներում արդեն նախատեսված չէր կենտրոնական բանկի վարկը, իսկ 1997 թվականի ընթացքում կառավարությունը, հաշվի առնելով պետական ֆինանսների համեմատաբար կայուն պայմանները, մարել էր նախկին տարիներին կենտրոնական բանկից ստացված մոտ 10.9 միլիարդ դրամի վարկ: 1999 թվականի մայիսից դադարեցվեցին նաև կենտրոնական բանկի կողմից կառավարությանն ժամանակավորապես տրամադրվող ուղղակի կարծաժամկետ վարկերը, որը նախկինում տրամադրվում էր շուկայական պայմաններով և պետական արժեթղթերի հետ մեկտեղ ուղղվում էր բյուջեի կարծաժամկետ իրացվելիության ապահովմանը: Ուղղակի վարկերի

դադարեցումը միանշանակ կարելի է համարել դրական քայլ ֆինանսական շուկայի զարգացման առումով: Սակայն Հայաստանի տնտեսության վերջին երկու տարիների զարգացումները ցույց տվեցին, որ կենտրոնական բանկի նկատմամբ կառավարության ընդհանուր պարտավորությունների սառեցումը ժամանակից շուտ է իրականացվել և պատճառ է հանդիսացել մակրոտնտեսական կառավարման հետ կապված խնդիրների առաջացմանը: Փաստորեն, ռուսական ճգնաժամից հետո Հայաստանը հայտնվեց մի իրավիճակում, երբ ներքին պահանջարկը խիստ թույլ էր, պայմանավորված ինչպես իրական հատվածի և վճարային հաշվեկշռի խնդիրներով, այնպես էլ պետության ծախսային ծրագրերի թերակատարմամբ: Որպես հետևանք վերջին երեք տարիների ընթացքում արձանագրվեց սղաճի ծայրահեղ ցածր մակարդակ՝ 1.2 տոկոս (կուտակային 1998, 1999 և 2000 թվականների համար), նախատեսված մոտ 22 տոկոսի փոխարեն, որի ապահովումը կնպաստեր առաջարկի աշխուժացմանը համապատասխան պահանջարկի ձևավորմանը: Ինչպես հայտնի է, ինքնուրույն դրամավարկային քաղաքականությունը ենթադրում է կենտրոնական բանկի նկատմամբ կառավարության պարտավորությունների այնպիսի շարժ, որը համապատասխանում է կենտրոնական բանկի խնդիրներին, տվյալ դեպքում սղաճի անհրաժեշտ և հիմնավորված մակարդակի ապահովմանը: Հայաստանի դեպքում կառավարությունը և կենտրոնական բանկը այդ դժվար ժամանակաշրջանում փաստորեն զրկված էին կոորդինացման արդյունավետ քայլեր իրականացնելուց, այն է կենտրոնական բանկի կողմից երկրորդային շուկայում պետական արժեթղթերի գնման միջոցով ֆինանսական շուկայում առկա ճնշումը թուլացնելու, տոկոսադրույքների զգալի իջեցմանը նպաստելու, ինչպես նաև շուկայի մասնակիցների կողմից արժեթղթերի ձեռք բերման ծավալները նվազեցնելու հնարավորություններից, որոնք կթուլացնեին այսպես կոչված «արտամղման» էֆեկտի ազդեցությունը: Վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ այդ նպատակները միանշանակ հասանելի են եղել այդ տարիներին, հաշվի առնելով սղաճի ցածր մակարդակը, ինչպես նաև արտաքին հոսքերի համեմատաբար կայուն մակարդակը, որը հնարավորություն տվեց կենտրոնական բանկին կուտակել երբևէ ծրագրավորվածից ավել միջազգային պահուստներ,

ինչպես բացարձակ արտահայտությամբ, այնպես էլ զուտ արտաքին ակտիվների հաշվարկով:

Փաստորեն կարելի է եզրակացնել, որ կենտրոնական բանկը իրականում զրկված է եղել ինքնուրույնությունից (ոչ ի օգուտ կառավարությանը), հնարավորություն չունենալով շուկայում իրականացնել որևէ ազդեցիկ միջոցառում դրամի առաջարկի ավելացման և տոկոսադրույքների նվազեցման առումով, որը այդքան անհրաժեշտ էր Հայաստանի տնտեսությանը: Պետք է նշել, որ կենտրոնական բանկի նկատմամբ կառավարության պարտավորությունների սառեցման դեպքում, կենտրոնական բանկերը զրկվում են երկարաժամկետ նշանակության ճշգրտումներ իրականացնելու, տոկոսադրույքները պահանջարկի խթանման նպատակով իջեցնելու հանրավորությունից, քանի որ առևտրային բանկերի պարտավորությունների միջոցով դրամի առաջարկի ավելացումը կարող է հանգեցնել կենտրոնական բանկի կողմից տրամադրվող վարկերից առևտրային բանկերի կարճաժամկետ իրացվելիության կախվածության առաջացման, որը վտանգավոր կդառնա հատկապես տնտեսական իրավիճակի փոփոխության և առևտրային բանկերի պարտավորությունների կրճատման անհրաժեշտության դեպքում:

Վերը նշված խնդիրները հետաձգեցին Հայաստանի Հանրապետությունում դրամային, վարկային և պետական արժեթղթերի շուկաներում տոկոսադրույքների իջեցման հնարավորությունների դրսևորումները: Տոկոսադրույքների քիչ թե շատ շոշափելի իջեցում նկատվեց միայն 2000 թվականի սկզբից, երբ արձանագրվեց պետական արժեթղթերի տոկոսադրույքների արագ անկում, որը առաջին երեք ամիսների ընթացքում կազմեց մոտ 20-25 տոկոսային կետ և արդեն առաջին կիսամյակում կարճաժամկետ պարտատոմսերի տոկոսադրույքները կազմեցին տարեկան մոտ 20 տոկոս, իսկ միջին ժամկետ արժեթղթերինը՝ մոտ 25 տոկոս: Միաժամանակ զգալի անկում նկատվեց նաև բանկերի կողմից ներգրաված ավանդների տոկոսադրույքներում, և ավելի քիչ նվազեցին տրամադրվող վարկերի տոկոսադրույքները:

Այս երևույթները հիմնականում պայմանավորված էին մակրոտնտեսական կայունության տևականությամբ, որի պայմաններում տնտեսական

գործակալները համոզվեցին հայկական դրամի ազատ լողացող ռեժիմի պայմաններում փոխարժեքի կայունության, կառավարության կողմից պետական պարտքի սպասարկման հնարավորությունների իրատեսականության մեջ: Ակհայտ էր նաև կառավարության դիրքորոշումը կապված տոկոսադրույքների իջեցման անհրաժեշտության հետ, որը ապահովելու նպատակով 1999 թվականի վերջում և 2000 թվականի սկզբին կառավարությունում և կենտրոնական բանկում նույնիսկ քննարկվում էր ներքին պետական պարտքի ծավալների էական կրճատման տարբերակը:

Չնայած տոկոսադրույքների անկումը կարելի է զգալի ձեռք բերում համարել, այնուամենայնիվ տոկոսադրույքների ներկայիս մակարդակը, հատկապես վարկային շուկայում, ցույց է տալիս Հայաստանում ֆինանսական միջնորդություն հետ կապված հիմնախնդիրների գոյությունը, երկրի նկատմամբ օտարերկյա ներդրողների վստահության դեռևս ցածր մակարդակը, ինչպես նաև կառավարության և կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող քաղաքականությունների առավել նպատակային և արդյունավետ դարձնելու անհրաժեշտությունը: Խիստ կարևոր է կենտրոնական բանկի ինքնուրույնության ճիշտ ընկալումը, որը պետք է զուգակցվի կենտրոնական բանկի կողմից տնտեսական իրավիճակին համապատասխան ճկուն քայլերի իրականացմամբ: Կենտրոնական բանկի համար ցածր տոկոսադրույքների առկայությունը կարևորվում է նաև այն համգամանքով, որ միայն այդ պայմաններում դրամավարկային կարգավորումը հնարավորություն կունենանա իր նպատակների ապահովման համար անհրաժեշտ արդյունավետությամբ ներագդելու տնտեսական գործընթացների վրա:

Սյուս կողմից, կառավարությունը պետք է ուշադրության կենտրոնում պահի տոկոսադրույքների իջեցման անհրաժեշտությունը, քանի որ դա ըստ էության շուկայական տնտեսության պայմաններում ազատ մրցակցության ապահովման կարևորագույն տարրերից մեկն է համդիսանում, որի լուծումը կնպաստի ոչ միայն պետական ֆինանսների կայունացմանը, այլ նաև փոքր և միջին ձեռնարկատիրության զարգացման համար պայմանների ստեղծմանը և Հայաստանում աղքատության կրճատմանը: