



ՀԱՅԿ ՄԻՆԱՍՅԱՆ

ՀՊՏՀ տնտեսագիտության տեսության
ամբիոնի ասպիրանտ

ԷԼԵԿՏՐՈՆԱՅԻՆ ՓՈՂԵՐԸ՝ ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԵՎ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԿԱՅՈՒՆՈՒԹՅԱՆ ՍՊԱՌՆԱԼԻՔ

Հիմնաբառեր. էլեկտրոնային փող, արժեքային քարտեր, ցանցային (վիրտուալ) փողեր, նոր դրամավարկային տնտեսագիտություն, Կենտրոնական բանկ, դրամավարկային քաղաքականություն

Տեղեկատվական համակարգերի զարգացման ազդեցությունը դրամավարկային քաղաքականության և ֆինանսական կայունության վրա տնտեսագետների շրջանում սկսել է քննարկվել դեռևս 1980-ական թվականների սկզբներից: Մասնավորապես, վերջին 30 տարիների ընթացքում պարբերաբար ուսումնասիրության առարկա է դառնում «փողի ապագան», այլ կերպ ասած՝ հարց է առաջանում՝ տեխնոլոգիական և ֆինանսական նորամուծություններն արդյոք կհանգեցնեն մի նոր հասարակարգի, որտեղ կանխիկ փող չի լինի:

Այս հարցի վերաբերյալ բանավեճը սկսվեց «նոր դրամավարկային տնտեսագիտության» ձևավորմամբ¹: Սոստեցման հիմնական գաղափարն այն էր, որ վճարային միջոցներում կատարված արմատական նորամուծությունները նվազեցրել են գործարքային ծախսերի մակարդակը, որի արդյունքում հնարավոր է ունենալ նոր հասարակարգ՝ առանց «ավանդական» փողի:

¹ «Նոր դրամավարկային տնտեսագիտություն» /, „New Monetary Economics“/ հասկացությունն առաջին անգամ կիրառվել է Հալլի կողմից (1982 թ.): Վերջինիս աշխատությունում ամփոփվել են սեփական, Ֆամայի և Բլաքի եզրակցությունները, ըստ որի երբեմն այս ճյուղը երեք հեղինակների ազգանունների սկզբնատառերի համադրման արդյունքում կոչում են «BFH մոտեցում»:

Համաձայն այս տեսակետի՝ գործարքները հնարավոր է իրականացնել հաշվարկային համակարգերի միջոցով, որտեղ փողի դեր կարող է կատարել յուրաքանչյուր ակտիվ: Ընդհանուր առմամբ, նշված մոտեցման կողմնակիցները կարծում էին, որ նոր հասարակարգը ավելի արդյունավետ և կայուն կլինի: Մասնավորապես՝ այդ պայմաններում կնվազի կենտրոնական բանկերի հզորության մակարդակը, արդյունքում՝ տնտեսությունները կլինեն ավելի կայուն՝ զուրկ գնաձային ճնշումներից²:

Փողի ապագայի վերաբերյալ բանավեճը նոր ընթացք ստացավ 1995 թվականից: Թեև բանավեճի հիմքում նոր դրամավարկային տնտեսագիտության հարցադրումներն էին, սակայն այն առավել առարկայական դարձավ: Որոշ տնտեսագետների համոզմամբ՝ այս զարգացումները սպառնալիք են դրամավարկային համակարգի, մասնավորապես՝ կենտրոնական բանկերի համար: Մյուսների կարծիքով դա էական սպառնալիք չի կարող լինել դրամավարկային քաղաքականության իրագործման համար:

Էլեկտրոնային փողերի սպառնալիքն այն է, որ դրանք կարող են նվազեցնել պահանջարկը կենտրոնական բանկերի պարտավորությունների նկատմամբ, որի հետևանքով կփոփոխվի կենտրոնական բանկերի հաշվեկշռի կազմը և մեծությունը: Այս առումով, դիտարկենք երկու մոտեցում՝ ծայրահեղ և չափավոր:

Ծայրահեղ մոտեցում

Բ. Ֆրայդմանը և Մ. Քինգն իրենց աշխատություններում անդրադարձել են այն ծայրահեղ զարգացումներին, որոնց հետևանքով արժեքային քարտերը և ցանցային (վիրտուալ) փողերը³, մրցակցելով կենտրոնական բանկերի փողերի հետ, կարող են ազդել դրամավարկային քաղաքականության վրա⁴: Արժեքային քարտերը դիտարկվում են որպես փոքր գործարքների, իսկ ցանցային փողային համակարգերը՝ միջին և խոշոր գործարքների իրականացման փոխարինիչներ: Ուստի, արժեքային քարտերը և ցանցային փողերը կարող են ամբողջովին փոխարինել ավանդական բանկային ինստիտուտներին:

Բ. Ֆրայդմանը ներկայացնում է այնպիսի իրավիճակ, երբ էլեկտրոնային վճարային միջոցները գերիշխում են շուկայում այն չափով, որ կանխիկ փողի և/կամ պահուստների նկատմամբ պահանջարկն էականորեն նվազում կամ ամբողջովին մարում է: Կարելի է դիտարկել երկու տարբերակ. *առաջին*՝ արժեքային քարտերն ամբողջությամբ փոխարինում են կանխիկ փողին, *երկրորդ*՝ ցանցային փողային համակարգերը կզարգանան, և կստեղծվեն վճար-

² Տե՛ս Towards a moneyless world?, **Krueger M.**, Working paper no. 9916, University of Durham, 1995:

³ Արժեքային քարտերը կանխավճարային չիպային քարտեր են, որոնք պարունակում են տեղեկություններ կանխավճարային դրամական միջոցների մասին: Այդպիսի միջոցների օրինակներ են ԱՌՔԱ վճարահաշվարկային համակարգի կամ միջազգայնորեն տարածված *մաստեր, վիզա* և *մատեստրո* քարտերը: Վիրտուալ փողերն այնպիսի վճարային գործիքներն են, որոնց դեպքում գործարքներն իրականացվում են ցանցային միջավայրում և միջոցների վերաբերյալ տեղեկատվությունը պահվում է անհատական համակարգիչներում՝ հատուկ ծրագրային ապահովվածությամբ, օրինակ՝ *բիթքոյն* վիրտուալ փողը:

⁴ Տե՛ս **Friedman B.**, The Future of Monetary Policy: The Central Bank as an Army with Only a Signal Corps?, 1999: **King M.**, Challenges for Monetary Policy: New and Old. In New Challenges for Monetary Policy, 1999:

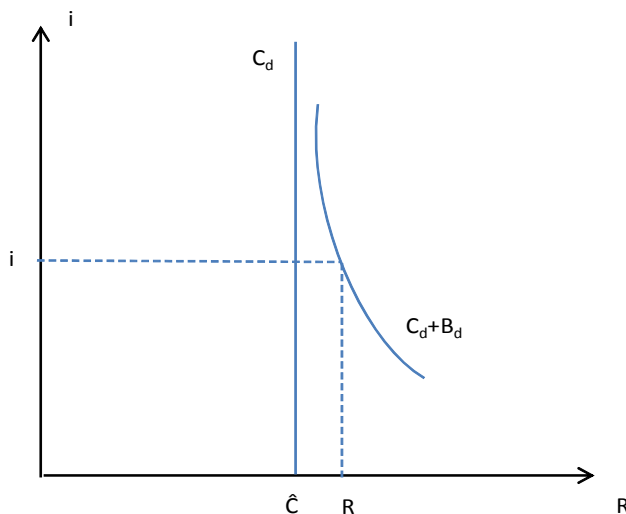
րահաշվարկային այնպիսի համակարգեր, որոնք կմրցակցեն կենտրոնական բանկերի հետ:

1. Արժեքային քարտերն ամբողջությամբ փոխարինում են կանխիկ փողին: Եթե արժեքային քարտերը նվազեցնեն կանխիկ նկատմամբ պահանջարկը, ապա կենտրոնական բանկի հաշվեկշիռն էականորեն կնվազի, և վերջինիս սենյորաժային եկամուտները կպակասեն: Ակնհայտ է, որ այս փոփոխությունն ազդեցություն չունի կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող շուկայական գործառնությունների վրա: Վուդֆորդը կարծում է, որ նույնիսկ այս պարագայում կենտրոնական բանկը կարող է շարունակել տոկոսադրույքի մակարդակի կառավարումը՝ ազդեցություն ունենալով պարտադիր և կամավոր պահուստավորման գումարների վրա⁵:

Համանման եզրակացության է հանգում նաև Չ. Ֆրիդմանը⁶:

Օգտվելով Թ. Պալեյի ներկայացրած մոդելից /գծապատկեր 1/՝ կարող ենք հիմնավորել վերը նշված պնդումը⁷: Գծապատկերի հիմքում հետևյալ երեք հավասարումներն են.

1. $R = C_d + B_d$
2. $C_d = \hat{C}$
3. $B_d = k * L(i, \dots)$



Գծապատկեր 1. Պահուստների նկատմամբ պահանջարկը

Այս հավասարումներում R-ը պահուստների առաջարկի մեծությունն է (ենթադրվում է, որ հավասար է պահանջարկին), C_d -ն կանխիկ գումարն է, որը պահում է հասարակությունը (ենթադրվում է, որ կարճաժամկետում տոկոսադրույքից կախված ոչ առաձգական և տրված մեծություն է), իսկ B_d -ն պահուստների նկատմամբ պահանջարկն է, որը դրական կախվածություն ունի կենտրոնական բանկի սահմանած տոկոսադրույքի i մեծությունից: (C_d+B_d) կորը բացասական թեքություն ունի, սակայն, տոկոսադրույքից կախ-

⁵ Տե՛ս **Woodford M.**, Monetary Policy in a World Without Money, NBER Working paper No. 7853, 2000, էջ 8:

⁶ Տե՛ս **Freedman C.**, Monetary Policy Implementation: Past, Present and Future: Will the Advent of Electronic Money Lead to the Demise of Central Banking?, 2000, էջ 20–22:

⁷ Տե՛ս **Palley T.**, The e-Money Revolution: Challenges and Implications For Monetary Policy, 2001, էջ 22:

ված, առաձգականությունը կարճաժամկետում փոքր է: Հարկ է ընդգծել, որ մոդելի մեխանիզմը համապատասխանում է դրամավարկային քաղաքականության հորիզոնական (horizontalist) ուղղվածությանը, քանի որ այս դեպքում կենտրոնական բանկը վերահսկում է տոկոսադրույքի մակարդակը, իսկ պահուստների մեծությունը դառնում է ներծին (էնդոգեն) ցուցանիշ, քանի որ արձագանքում է բանկերի կայացրած որոշումներին⁸:

Դիտարկենք մասնավոր էլեկտրոնային փողերի թողարկման հետևանքը: Այսպես՝ եթե դրա արդյունքում ամբողջապես վերանա կանխիկ փողի նկատմամբ պահանջարկը, ապա՝ $\hat{C} = C_d = 0$, մյուս կողմից՝ պահուստների նկատմամբ պահանջարկը կտրուկ կնվազի: Այս պարագայում կենտրոնական բանկի սենյորաժային եկամուտները նույնպես կնվազեն: Այնուամենայնիվ, քանի դեռ բանկերը շարունակում են պահանջարկ ներկայացնել կենտրոնական բանկում առկա պահուստների նկատմամբ՝ միջբանկային վճարահաշվարկային գործարքների իրականացման նպատակով, ապա պահուստների նկատմամբ որոշակի ոչ առաձգական պահանջարկը կպահպանվի: Սա էլ նշանակում է, որ կենտրոնական բանկերի պահուստների վրա ազդեցությունը կշարունակվի բաց շուկայական գործառնությունների միջոցով: Ավելին, Կուդֆորդը պնդում է, որ կանխիկ փողի նկատմամբ պահանջարկի վերացումը կհեշտացնի կենտրոնական բանկերի աշխատանքը, քանի որ կբացառվի հետադարձ կապի մեխանիզմը, որն ավանդական դրամավարկային քաղաքականության դեպքում պայմանավորված է տնային տնտեսությունների և ֆիրմաների՝ տոկոսադրույքի փոփոխության նկատմամբ զգայունությամբ⁹:

Այսպիսով՝ կանխիկից հրաժարման հիմնական ազդեցությունը կենտրոնական բանկերի վրա այն է, որ վերջիններիս հաշվեկշիռը և սենյորաժային եկամուտներն էականորեն նվազում են:

2. *Էլեկտրոնային վճարային միջոցներն ապահովում են նոր վճարահաշվարկային մեխանիզմներ*: Բ. Ֆրայդմանը ներկայացնում է երկու հնարավոր տարբերակներ, որոնցով կենտրոնական բանկի կողմից առաջարկվող վճարահաշվարկային ծառայությունների անհրաժեշտությունը կվերանա¹⁰: Առաջին՝ առևտրային բանկերը կարող են գալ համաձայնության, ըստ որի առևտրային որևէ բանկ կդառնա փոխադարձ վճարահաշվարկային հաշվեկշռվածության ապահովման օղակ: Փաստորեն, այս դեպքում որոշակի մասնավոր բանկ ստանձնում է կենտրոնական բանկի վճարահաշվարկային ծառայությունների իրականացման օղակի դեր: Երկրորդ՝ միջբանկային վճարահաշվարկային համակարգերի զարգացումը կարող է ստեղծել մի իրավիճակ, երբ առևտրային բանկերը հաշվարկումներն իրականացնեն երկկողմանիորեն՝ առանց երրորդ օղակի միջնորդության: Ֆրայդմանը նման համակարգը նմանեցնում է Եվրոպական միության երկրների միջև գործող վճարահաշվարկային մեխանիզմին, որտեղ զուտ հաշվարկումները կատարվում են

⁸ Ի տարբերություն հորիզոնական ուղղվածության մոտեցման «ուղղահայացի» (Verticalist) համաձայն՝ կենտրոնական բանկերը դրամավարկային քաղաքականությունն իրականացնում են դրամական բազայի փոփոխության միջոցով, որն, ըստ էության, դառնում է մոդելում աշտածին (էկզոգեն) մեծություն: Առավել մանրամասն հորիզոնական ուղղվածության մոտեցման մասին տե՛ս Mo'ore B., Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money, 1998:

⁹ Տե՛ս Woodford M., Monetary Policy in a World Without Money, NBER Working Paper No. 7853, 2000, էջ 12–19:

¹⁰ Տե՛ս Friedman B., The Future of Monetary Policy: The Central Bank As An Army With Only A Signal Corps, November 1999, էջ 19:

ազգային կենտրոնական բանկերի կողմից, այլ ոչ թե Եվրոպական կենտրոնական բանկի միջնորդությամբ:

Վուդֆորդը հակադրվում է Մ. Քինգի և Բ. Ֆրայդմանի տեսակետներին¹¹: Նա կարծում է, որ կենտրոնական բանկի դերի փոփոխության վերաբերյալ երեք կարևոր թերզնկայումներ կան: Վուդֆորդն իր աշխատությունում բացատրում է, որ դրամավարկային քաղաքականությունը կախված չէ պահուստների մակարդակից: Նա դիտարկում է փոխանցման մեխանիզմի գործողությունը, որտեղ պահուստների մակարդակը կարևոր դերակատարում չունի տոկոսադրույքների մակարդակի սահմանման առումով: Ըստ էության, պահուստների մակարդակը մնացորդային ցուցանիշ է: Վուդֆորդն ընդգծում է, որ այն դեպքում, երբ կենտրոնական բանկը վճարահաշվարկային ծառայություններ է մատուցում մրցակցային միջավայրում, և այդ ծառայություններն էական մրցակցային առավելություններ չունեն, պահուստների համար սահմանված տոկոսադրույքը կդառնա ուղենշային այլընտրանքային վճարահաշվարկային ծառայությունների մատուցողների համար: Իսկ մասնավոր տնտեսավարողները կօգտվեն այն ծառայություններից, որոնք կապահովեն առավել բարձր տոկոսադրույք: Ուստի, այս պարագայում, եթե կենտրոնական բանկը դրական տոկոսադրույք է կիրառում պահուստների նկատմամբ, ապա այլընտրանքային վճարահաշվարկային ծառայություններ մատուցողները ստիպված կլինեն մրցակցել կենտրոնական բանկի կողմից առաջարկվող տոկոսադրույքի շուրջ: Սա էլ հնարավորություն կտա կենտրոնական բանկերին իրականացնելու իրենց դրամավարկային քաղաքականությունը պահուստների համար վճարվող տոկոսադրույքների միջոցով¹²: Ներկայումս դրամավարկային քաղաքականության հիմքում տոկոսադրույքների սպրեդի սահմանումն է, իսկ կենտրոնական բանկը, որպես քաղաքականության գործիք, կիրառում է պահուստների համար վճարվող տոկոսադրույքը: Վուդֆորդը ցույց է տալիս, որ այս քաղաքականության գործիքի կիրառումը նման է գործող փոխանցման մեխանիզմին:

Վերը ներկայացված վերլուծությունների հիմքում այն ենթադրությունն է, որ էլեկտրոնային փողային համակարգերը կզարգանան այնքան, որ հնարավոր կլինի իրականացնել երկկողմանի միջբանկային հաշվարկներ: Այնուամենայնիվ, որոշ տնտեսագետների կարծիքով, քիչ հավանական է, որ մոտ ապագայում կենտրոնական բանկի կողմից ներկայացվող ծառայությունների նկատմամբ պահանջարկն անհետանա: Մասնավորապես, ըստ Բ. Գուդհարթի¹³ և Ջ. Հոուկինսի¹⁴ թեև միջբանկային երկկողմանի վճարահաշվարկային ծառայությունների կիրառման համար չկա տեխնոլոգիական արգելք, սակայն դա տեղի չի ունենում, քանի որ կենտրոնական բանկերը բավարարում են ինչպես կառավարության, այնպես էլ կառուցվածքային ու համա-

¹¹ Տե՛ս **Woodford M.**, նշվ. աշխ., էջ 12–19:

¹² Հատկանշական է, որ մինչև 2008 թ. ԱՄՆ Ֆեդերալ պահուստային համակարգի կողմից կամավոր պահուստների համար բանկերին չէր վճարվում տոկոսային եկամուտ: Մինչդեռ, 2008 թ. սկսած, վճարվում է դրական տոկոսային եկամուտ: Ըստ ԱՄՆ Ֆեդերալ պահուստային համակարգի նախագահի՝ սա հնարավորություն կտա առավել դարձնելու թիրախային տոկոսադրույքի կառավարումը: Տե՛ս **Anderson R.**, Paying Interest on Deposits at Federal Reserve Banks, 2008:

¹³ Տե՛ս **Goodhart C.**, Can Central Banking Survive the IT Revolution?, London School of Economics, 2000, էջ 12:

¹⁴ Տե՛ս **Hawkins J.**, Electronic finance: a new perspective and challenges, BIS papers N7, Electronic Finance and Monetary Policy, BIS, 2001, էջ 101:

կարգային կարիքները: Ավելին, Ֆրիդմանը կարծում է, որ կենտրոնական բանկն ունի համեմատական առավելություններ մասնավորների նկատմամբ, քանի որ, նախ՝ դրանք ընկալվում են որպես ոչ ռիսկային ինստիտուտներ, երկրորդ՝ հնարավորություն ունեն հանդես գալու իբրև վերջին ատյանի վարկատու, երրորդ՝ պատմականորեն ընկալվում են որպես վճարահաշվարկային ծառայություններ մատուցողներ¹⁵:

Հուսկինսն առանձնացնում է հետևյալ պատճառները, ըստ որոնց վճարահաշվարկային ծառայությունները կշարունակեն մատուցվել կենտրոնական բանկերի կողմից.¹⁶

1. Դրանք հիմնականում կլինեն պարտադիր՝ օրենսդրական նորմերի կիրառման հետևանքով:
2. Կենտրոնական բանկերը, չհետապնդելով շահույթի ստացման նպատակ, կշարունակեն լինել միակ ոչ ռիսկային ինստիտուտը:
3. Առևտրային բանկերը, լինելով մրցակիցներ, հակված չեն միմյանց տրամադրելու առավել մանրամասն տեղեկատվություն:
4. Նոր համակարգի ներդրման դեպքում համապատասխան անցումային ծախսերը կկրեն բանկերը:
5. Կենտրոնական բանկերը օվերնայթ վարկեր են տրամադրում բանկերին:
6. Կենտրոնական բանկերը համակարգի իրացվելիության ապահովման նպատակով հանդես են գալիս որպես վերջին ատյանի վարկատու:
7. Կառավարությունը կարող է պահանջել, որ հարկերի և այլ վճարների պարագայում սուբյեկտները կիրառեն կենտրոնական բանկերի պարտավորությունները:

Այսպիսով, ամփոփելով վերը ներկայացված վերլուծությունները, կարծում ենք՝ նույնիսկ ծայրահեղ զարգացումների պայմաններում կենտրոնական բանկն ի վիճակի է իրականացնելու դրամավարկային քաղաքականություն՝ ազդեցություն ունենալով կարճաժամկետ տոկոսադրույքների մակարդակների վրա: Այս դեպքում հարկ է որոշակի ճշգրտումներ կատարել գործառնական կանոնակարգերում և օգտագործել նոր գործիքներ, մասնավորապես՝ կիրառել դրական տոկոսադրույք ավելցուկային պահուստների նկատմամբ:

Եվրոպական միությունում էլեկտրոնային փող թողարկող ինստիտուտների կանոնակարգման դաշտի համաձայն՝ էլեկտրոնային փողը պետք է ամբողջովին ապահովված լինի ավանդական փողով, և թողարկողը, հաճախորդի պահանջով, ցանկացած պահի պետք է այն փոխարկի ավանդական փողի¹⁷: Փաստորեն, արդի պայմաններում էլեկտրոնային փողն ունի երկու կարևոր սահմանափակում. առաջին՝ պետք է ձեռք բերվի ավանդական փողի միջոցով, երկրորդ՝ թողարկողները ժամանակի յուրաքանչյուր պահի պետք է կարողանան էլեկտրոնային փողը փոխարկել ավանդական փողի: Սա նշանակում է՝ էլեկտրոնային փող թողարկողները հարկադրված են պահել իրաց-

¹⁵ Տե՛ս **Freedman C.**, նշվ. աշխ., էջ 24:

¹⁶ Տե՛ս **Hawkins J.**, նշվ. աշխ., էջ 101:

¹⁷ Տե՛ս Directive 2009/110/EC of the European Parliament and of the Council of 16 September 2009 on the taking up, pursuit and prudential supervision of the business of electronic money institutions amending Directives 2005/60/EC and 2006/48/EC and repealing Directive 2000/46/EC, Official Journal of the European Union, 10.10.2009, էջ 5:

վելի ակտիվներ նշված պահանջմունքների բավարարման համար, այսինքն՝ իրենք են պահանջարկ ներկայացնում կենտրոնական բանկի պարտավորությունների նկատմամբ: Ավելին, եթե նույնիսկ կանոնակարգման դաշտը փոփոխվի այնպես, որ նշված սահմանափակումները վերանան, ապա միայն որոշակի պայմանների դեպքում կարող է վերանալ կանխիկ փողի նկատմամբ պահանջարկը: Այդ պայմանները կարելի է ներկայացնել հետևյալ խմբավորմամբ՝

1. Էլեկտրոնային փող թողարկողների նկատմամբ վստահության մակարդակն այնքան բարձր պետք է լինի, որ ինչպես սպառողները, այնպես էլ կանոնակարգող մարմինները չառաջադրեն էլեկտրոնային և ավանդական փողերի փոխարկելիության պահանջ:
2. Էլեկտրոնային փողը պետք է դառնա համընդհանուր վճարամիջոց:
3. Էլեկտրոնային փողը պետք է գործի որպես վճարային համակարգ, այլ կերպ ասած՝ տնտեսավարող սուբյեկտների գերակշիռ մասն իր եկամուտները ստանա էլեկտրոնային փողի տեսքով:
4. Էլեկտրոնային փող թողարկողները պետք է հնարավորություն ունենան հանդես գալու որպես ավանդային ինստիտուտներ՝ առաջարկելով իրենց թողարկած փողի խնայողությունների համար տոկոսային եկամուտներ:
5. Էլեկտրոնային փող թողարկողները պետք է հնարավորություն ունենան հանդես գալու որպես վարկատուներ՝ մրցակցելով ավանդական բանկերի հետ:
6. Էլեկտրոնային փող թողարկող ինստիտուտները պետք է ստեղծեն վճարահաշվարկային այնպիսի համակարգեր, որոնցով առանձնաձև կենտրոնական բանկերից:
7. Էլեկտրոնային փողերը պետք է կիրառվեն նաև տուրքերի և հարկերի վճարման նպատակով:

Մեր կարծիքով՝ միայն այս պայմանների բավարարման դեպքում էլեկտրոնային փողերն ամբողջությամբ կփոխարինեն ավանդական փողերին, որը կարող է իրագործվել միայն պետության աջակցությամբ:

Չափավոր մոտեցում

Թեև քիչ հավանական ենք համարում էլեկտրոնային փողի այնպիսի զարգացումները, որոնք արմատապես վերացնեն դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը, այնուամենայնիվ, էլեկտրոնային փողի տարածումը որոշակի չափավոր ազդեցություն կարող է ունենալ ֆինանսական համակարգի կայունության և դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության վրա: Ներկայացնենք էլեկտրոնային փողերի և ժամանակակից ցանցային տնտեսությունում դրսևորվող նոր երևույթների հավանական ազդեցության հիմնական ուղղությունները դրամավարկային քաղաքականության և ֆինանսական համակարգի վրա:

Առաջին՝ էլեկտրոնային մասնավոր փողերի և ավանդական բանկային փողերի զուգահեռ գոյությունը կարող է որոշակի պայմաններում առաջացնել «վազք բանկերից» (run on banks): Չի բացառվում, որ որոշ ներդրողներ «հոտային բնագոյների» էֆեկտի արդյունքում փորձեն ստանալ շահույթ մասնավոր էլեկտրոնային փողերի և ավանդական փողերի իրավարարության (արբիտրաժ) և չարաշահման (սպեկուլյացիա) միջոցով: Սա արդեն նկատելի

է ներկայում ամենամեծ տարածում ունեցող վիրտուալ փողի՝ բիթքոյնի դեպքում: Բիթքոյնի և ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքը դրսևորում է խիստ տատանողականություն, որը մասամբ պայմանավորված է ներդրողների կողմից բիթքոյններ ձեռք բերելու հետաքրքրությամբ՝ շահույթ ստանալով փոխարժեքի կտրուկ տատանումներից¹⁸: Սակայն, մյուս կողմից՝ էլեկտրոնային և վիրտուալ փողերի համար չեն գործում պարտադիր երաշխավորության մեխանիզմներ, ուստի «հոտային բնազդների» և «վազք բանկերից» երևույթների պարագայում կարող են էլեկտրոնային փող թողարկող և բանկային ինստիտուտները հայտնվել անվճարունակության և սնանկության իրավիճակում: Ղա կարող է խաթարել ամբողջ վճարահաշվարկային համակարգի նկատմամբ վստահությունը: Սակայն, քանի դեռ որոշ երկրներում գործում է էլեկտրոնային փողերի 100% ապահովվածության մեխանիզմը, տվյալ ռիսկը բավականին ցածր է:

Երկրորդ՝ համացանցի և տեղեկատվական տեխնոլոգիաների զարգացման հետևանքով շարունակաբար նվազում է բանկերի դերը ֆինանսական միջնորդությունում: Դեռևս 1999 թ. Բ. Ֆրայդմանն արձանագրել է այս երևույթի բացասական հետևանքները դրամավարկային քաղաքականության վրա, սակայն ժամանակակից պայմաններում դա առավել սրվել է¹⁹: Ըստ նրա՝ տեղեկատվական տեխնոլոգիաների զարգացման պայմաններում նվազում է տեղեկատվական անհամաչափության հիմնախնդրի սրության աստիճանը, նվազում է նաև բանկերի մրցակցային առավելության աստիճանը վարկունակության գնահատման տեսանկյունից: Ավելին, արդեն գործում են մի շարք հարթակներ համացանցում, որոնց միջոցով իրականացվում է վարկերի տրամադրում՝ առանց բանկերի ներգրավման²⁰: Վերջին տարիներին ֆինանսական գործիքների նորամուծությունները նպաստել են բանկային վարկավորման ծավալների աճին, սակայն կենտրոնական բանկի պարտավորությունների նկատմամբ պահանջարկը համանման տեմպերով չի աճում: Սա պայմանավորված է ֆինանսական նոր գործիքների ներդրմամբ, մասնավորապես՝ «վարկերի արժեթղթավորման» (securitization of loans) գործիքի տարածմամբ: Այսպես՝ բանկերը վարկեր տրամադրելուց հետո իրենց վարկային փաթեթը վերածում են արժեթղթերի և վաճառում ներդրումային ընկերությունների, որով շրջանցում են պարտադիր պահուստավորման նորմատիվի գործողության մեխանիզմը, քանի որ օրենսդրական դաշտը չի պարտադրում համանման պահուստավորում արժեթղթերի տեսքով պարտավորությունների համար: Ակնհայտ է՝ եթե էլեկտրոնային փող թողարկողները վարկերի տրամադրման հնարավորություն ունենան, սա նույնպես կարող է հանգեցնել դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության նվազման: Հետևաբար՝ էլեկտրոնային փողի կանոնակարգման դաշտի առումով սա կարևորագույն հիմնախնդիր է:

Երրորդ՝ ֆինանսական համակարգի անկայունության սպառնալիք կարող են դառնալ համակարգային ռիսկերը՝ պայմանավորված էլեկտրոնային փողերի օֆշորային թողարկմամբ: Մ. Գրինվուդ-Նիմոն ընդգծում է, որ թողարկողներն ազգային կարգավորման համակարգերը շրջանցելու նպատա-

¹⁸ Տե՛ս Հ. Մինսայան, Ֆ.Ա. Հայելի՝ փողի ապապետականացման հայեցակարգը և ժամանակակից վիրտուալ փողերը, «Բանբեր ՀՊՏՀ», 2013 (2), էջ 57:

¹⁹ Տե՛ս B. Friedman, նշվ. աշխ., էջ 14:

²⁰ Առավել տարածվածներից է www.kiva.org-ը, որը ավելի քան 70 երկրներում վարկեր է տրամադրում իր էլեկտրոնային հարթակի միջոցով:

կով կարող են իրենց գործունեությունը ծավալել օֆշորային գոտիներում, ուստի հարկ է ստեղծել էլեկտրոնային փողերի կարգավորման համընդգրկուն հայեցակարգ, որտեղ կարգավորող մարմնի դեր ունենա Միջազգային հաշվարկային բանկը (Bank for International Settlements)²¹:

Չորրորդ՝ էլեկտրոնային փողերի տարածումը կարող է հանգեցնել հասարակության որոշակի շերտերի սոցիալական տարանջատման: Լ. Վան Հոլվեն իր աշխատությունում ընդգծում է, որ դրա պատճառով հասարակության՝ բանկային հաշվեհամարներ չունեցող անդամները հնարավորություն չեն ունենա օգտվելու նոր տեխնոլոգիաներից²²: Մեր կարծիքով՝ սա անցումային ժամանակի խնդիր է, քանի որ աստիճանաբար տեխնոլոգիական մոտեցումներն ավելի կայարգվեն, մյուս կողմից՝ տեխնոլոգիական փոփոխությունների նկատմամբ ճկունության աստիճանը կմեծանա:

Հինգերորդ՝ էլեկտրոնային փողերի կիրառումը կարող է սպառնալիք դառնալ դրամավարկային հատվածի իրական վիճակագրության արտացոլման տեսանկյունից: Էլեկտրոնային փողի տարատեսակները ներառվում են փողի տարբեր ազդեցատներում. որոշ վիրտուալ փողեր անգամ չեն ընդգրկվում դրանց կազմում: Փաստորեն, դրամավարկային վիճակագրության կարևորագույն ցուցանիշներ ճշգրիտ չեն, որը կարող է խնդիրներ առաջացնել կենտրոնական բանկերի՝ հստակ քաղաքականության մշակման գործում:

Ակնհայտ է՝ բացի էլեկտրոնային փողի ազդեցությունից, ցանցային տնտեսությունում դրսևորվող նոր երևույթները նույնպես որոշակիորեն կարող են անդրադառնալ դրամավարկային քաղաքականության փոխանցման մեխանիզմի վրա: Ենթադրվում է, որ համացանցի ստեղծումը արտելրատորի դեր կկատարի դրամավարկային քաղաքականության ազդակների փոխանցման առումով՝ նվազեցնելով վերջինիս իրականացման անհրաժեշտ ներքին և արտաքին ժամանակային լագերը (խզումները):

Մեր կարծիքով՝ էլեկտրոնային փողերի՝ ժամանակակից ցանցային տնտեսությունում դրսևորվող նոր երևույթներն իրենց չափավոր ազդեցությունն արդեն ունեն դրամավարկային քաղաքականության և ընդհանուր ֆինանսական համակարգի վրա: Ինչ վերաբերում է ծայրահեղ ազդեցություններին, ապա, ըստ մեզ, կարգավորման դաշտի ներկայիս պայմաններում բուռն զարգացումների հավանականությունը բավականին փոքր է, իսկ եթե նույնիսկ ապահովվեն էլեկտրոնային փողի արագ տարածման անհրաժեշտ պայմաններ, ապա կենտրոնական բանկերը կկարողանան իրագործել համապատասխան դրամավարկային քաղաքականություն: Այդ դեպքում վերջիններս կունենա ավելի փոքր հաշվեկշիռ, և գործառնական ոլորտում կկատարվեն որոշակի փոփոխություններ:

²¹ St'u Greenwood–Nimmo M., Reassessing the „Threat” of E–Money: New Evidence from the Euro Area, Leeds University Business School, 2009, էջ 10:

²² St'u Van Hove L., Making electronic money legal tender: pros & cons, 2003, էջ 14:

АЙК МИНАСЯН

Аспирант кафедры
„Экономической теории” АГЭУ

Электронные деньги - угроза денежно-кредитной политики и финансовой стабильности.- В статье представлено потенциальное воздействие электронных денег на денежно-кредитную политику и финансовую стабильность. Проанализированы два сценария распространения электронных денег и их проникновения в общество. Первый из них представляет крайнюю позицию, согласно которой в ближайшем будущем мы будем иметь общество без наличных денег. По второму сценарию вероятность наличия безналичного общества в ближайшем будущем невелика, влияние электронных денег на денежно-кредитную политику и финансовую стабильность уже очевидно. Сделан вывод, что эти события могут быть под контролем центральных банков, если будут сделаны соответствующие поправки.

HAYK MINASYAN

Post-graduate at the Chair of
„Theory of Economics” at ASUE

Electronic Money - a Threat to the Monetary Policy and Financial Stability.- The potential impact of developments of electronic money on the monetary policy and financial stability is presented in the article. Two positions of electronic money developments and their penetration into the society are analyzed. The first one is the extreme position according to which we might have cashless societies in the near future. The second one is that, though the probability of having cashless societies in the near future is low, the impact of electronic money developments on the monetary policy and financial stability is already apparent. It is concluded that these developments can be under the control of central banks, if necessary amendments are made.