

**ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ
ԱԶԴԵՑՈՒԹՅԱՆ ՄԵԽԱՆԻԶՄՆԵՐԸ ՏՆՏԵՍՈՒԹՅԱՆ
ԵՎ ԳՈՐԾԱՐԱՐ ՄԻՋԱՎԱՅՐԻ ՎՐԱ**

Աշոտ Թևիկյան

1. Խնդրի էությունը

Ի՞նչ է Կենտրոնական բանկի (ԿԲ) կողմից իրականացվող դրամավարկային քաղաքականության (ԴՎՔ) ազդեցության մեխանիզմը ազգային տնտեսության և գործարար միջավայրի վրա: Իրականացվող ԴՎՔ ընթացքում փողի առաջարկի փոփոխության ազդեցությունը տնտեսության վրա, որն անվանում են «փողի փոխանցումային մեխանիզմ» (ՓՓՄ) (*transmission mechanism of monetary policy*), ցույց է տալիս, թե ինչպես է դրանով պայմանավորված՝ փոխվում իրավիճակն իրական շուկայում:

Փոխանցումային մեխանիզմի տեսությունը ձևավորվեց XX դարի 30-ական թվականներին, իսկ սկսած 80-ական թվականների վերջից՝ ի հայտ եկան բազմաթիվ հետազոտություններ՝ նվիրված դրամավարկային կարգավորման փոխանցումային մեխանիզմի տարբեր կողմերին և տնտեսության իրական հատվածի վրա փողի ազդեցության բնույթին: Հարց, որի պատասխանը հետաքրքրում էր զարգացած պետություններին: Օրինակ՝ Ճապոնիան փորձում էր տարբեր փոխանցումային խողովակների մանիպուլյացիայի միջոցով դուրս հանել տնտեսությունը լճացումից, որը տևում էր երկար տարիներ: Վերջին ֆինանսական ճգնաժամը երևան բերեց բազմաթիվ հիմնախնդիրներ կենտրոնական բանկերի ԴՎՔ տեսությունում և պրակտիկայում: Անցումային տնտեսական համակարգերին բնորոշ առանձնահատկություններից է մրցակցային մեխանիզմի ձևավորման գործ-

* Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի տնտեսամաթեմատիկական մեթոդների ամբիոն, տ.գ.թ.:

ընթացք, ինչը գոյացնում է շուկաների փոխհարաբերության յուրօրինակ կազմավորում և ծնում մակրոտնտեսության վարքի առանձնահատկությունները, որոնք պետք է բազմակողմանիորեն հաշվի առնվեն տնտեսական քաղաքականության ձևավորման և իրականացման ժամանակ և որոշեն հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականությունների լավագույն համաձայնեցված տարբերակը: ԿԲ-ի կողմից իրականացվող ԴՎՔ արդյունավետությունն էապես պայմանավորված է տնտեսության իրական և փողի հատվածների միջև համագործակցության մեխանիզմի ճիշտ ընկալմամբ և, համապատասխանաբար, դրամավարկային գործիքակազմի ադեկվատ օգտագործմամբ: Դրամավարկային քաղաքականության նպատակների ընտրությունը ԿԲ-ի կողմից հիմնականում որոշվում է ՓՓՄ զարգացման մակարդակով:

2. Կենտրոնական բանկի նպատակները և դրանց կապը ՓՓՄ-ի հետ

Մինչ վերջին ֆինանսական ճգնաժամը, փողի (մոնետար) տեսությունում և պրակտիկայում ընդունված էր, որ ԿԲ-ն պատասխանատու է երեք հիմնական նպատակների համար. 1) գների կայունության պահպանում, 2) ֆինանսական կայունության ապահովում, 3) իրացվելի միջոցների տրամադրում ֆինանսական միջնորդներին ճգնաժամային պայմաններում: Այդ է հաստատում 146 ԿԲ ԴՎՔ նպատակներին բնորոշ գերակայությունների ուսումնասիրությունը, որոնք իրականացվել են Միջազգային հաշվարկային բանկի կողմից [1]: Նման մոտեցում է ցուցաբերում Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկը (ՀՀ ԿԲ)¹:

Համապատասխանաբար, ԴՎՔ նպատակներն ընդունված է բաժանել երեք մակարդակի: Առաջին մակարդակը ԿԲ-ի մասին օրենքով սահմանված նրա հիմնական խնդիրն է կամ ռազմավարական նպատակը²: ԿԲ-ն, ձգտելով հասնել այդ նպատակին, ազդում է երկրորդ մակարդակի մարտավարական նպատակների վրա: Ընդ որում, ԿԲ-ն ընտրում է բազային մոնետար փոփոխական և նպատակադրում է նրա ցանկալի արժեքը միջ-

¹ «ՀՀ ԿԲ տեսլական» և «ՀՀ ԿԲ 2012-2014թթ. ռազմավարություն»:

² ՀՀ ԿԲ հիմնական խնդիրը ՀՀ գների կայունությունն ապահովելն է:

նաժամկետ հատվածում, օրինակ՝ գնաճի, փողի ագրեգատների, փոխարժեքի¹ նպատակադրումը. այդ էլ որոշում է ԴՎՔ ռեժիմը (կարգը): Եվ հենց ՓՓՄ գործիքակազմով ԿԲ-ն կարող է ազդել ԴՎՔ միջանկյալ նպատակների վրա և նպատակադրել մոնետար փոփոխականը: Ներկայումս, առավել ճանաչված, որպես մակրոտնտեսական փոփոխության դետերմինանտ, ներառյալ գները, հաստատվել է գնաճի նպատակադրումը: Այդ պատճառով էլ ԴՎՔ ՓՓՄ-ն սահմանվում է որպես մի մեխանիզմ, որով ԿԲ գործիքակազմն ազդում է ամբողջ տնտեսության և մասնավորապես՝ գնաճի վրա: Ընթացիկ ֆինանսական տարվա մոնետար փոփոխականի կոնկրետ արժեքները ձևավորում են երրորդ մակարդակի նպատակները՝ գործնական, որոնց վերաբերվում են, օրինակ, ԱՄՆ ֆոդային բորսայի տոկոսադրույքը կամ ՀՀ ԿԲ-ի կողմից հայտարարվող վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը: Ըստ էության, դրանք զարգացման երեք փուլերն են, որոնք անցնում են տնտեսությանը ԴՎՔ-ի կողմից փոխանցվող փոփոխության ազդակները և ազդում համախառն պահանջարկի վրա:

Կենտրոնական բանկը, կառավարության հետ համատեղ, պետք է ընտրի այնպիսի ԴՎՔ կարգ, որն առավելագույնս համապատասխանի պետության սոցիալ-տնտեսական զարգացման պայմաններին ու նպատակներին՝ հաշվի առնելով ֆինանսական շուկայի հասունության մակարդակը: Համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամի ընթացքում պարզվեց, որ մեծամասնություն կազմող զարգացած պետությունների ԿԲ ԴՎՔ նպատակների գերակայությունները, այն է՝ ապահովել գների կայունությունը և տնտեսական զարգացումը, սկսեցին հակասել ոչ պակաս կարևոր նպատակին՝ ապահովել ընդհանուր ֆինանսական կայունությունը: Արտահայտվեց այն նաև ՓՓՄ-ի վրա, երբ հայտնաբերվեցին տնտեսության վրա ազդելու նրա թույլ կողմերը: Վարկերի կրճատման պայմաններում ՓՓՄ ավանդական խողովակներն արդեն չէին գործում և փոխանցում ԴՎՔ ազդակներ՝ ազդելու մասնավոր հատվածի տնտեսական ակտիվության վրա: Այն պարտադրեց բազմաթիվ ԿԲ-ների՝ դիմել ԴՎՔ ձևերին, որոնք չեն օգտագործվել մինչև ճգնաժամային փուլը. արևմտյան մասնագետները դրանք սահմանեցին որպես «ոչ ավանդական»:

¹ ՀՀ ԿԲ-ն 2006թ. նպատակադրում է գնաճը:

Օրինակ, որպեսզի թուլացվի գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամի ազդեցությունը տնտեսության և ֆինանսական համակարգի վրա, ԿԲ-ները ստիպված էին հանդես գալ որպես միջնորդներ հասարակության (խոսքը վերաբերում է նրանց ֆինանսական ակտիվներին) և ֆինանսական ինստիտուտների, առաջին հերթին՝ բանկերի միջև, վերցնելով իրենց վրա (փողի և կապիտալի շուկաների փոխարեն) ֆինանսական ռեսուրսների տեղաբաշխման ֆունկցիան:

3. Փոխանցումային մեխանիզմի տեսության հիմքերը

Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմն առաջին անգամ հայտնվեց քեյնսյան վերլուծությունում: Վերջինս փոփոխականների համակարգ էր, որոնց միջոցով փողի առաջարկն ազդում է տնտեսական ակտիվության վրա: Փոխանցումային մեխանիզմի կառուցվածքը կազմված է *խողովակներից*, որոնք ներկայացնում են մակրոտնտեսական փոփոխականների յուրահատուկ շղթա, որոնցով փոխանցվում են փոփոխությունների ազդակները: Դրամավարկային քաղաքականության ՓՓՄ վերլուծության ժամանակակից մոտեցումները հիմնված են 1970-1990 թվականների տնտեսագիտության քեյնսյան ուղղության առաջատար Ջ.Տոբինի [2] աշխատանքների վրա, որն առաջ քաշեց ներդրումների գտեսությունը՝ դրանով իսկ բացահայտելով տնտեսական ակտիվության և փողի առաջարկի միջև կախվածությունը:

Այլ մոտեցում են ցուցաբերում այդ հարցին մոնետարիստները: Մոնետար վերլուծության շրջանակներում հետազոտողների ուշադրության առարկա չի հանդիսանում այն հարցը, թե ինչ միջոցներով է փողի առաջարկն ազդում տնտեսության վրա: Դրամավարկային քաղաքականության արդյունքները հետազոտվում են փողի առաջարկի և համախառն արտադրանքի (համախառն ծախսերի) կապի խտության փոփոխության ուսումնասիրման միջոցով: Մոնետարիզմը դիտարկում է տնտեսությունը որպես «սև արկղ», որում ընթանում են անհայտ գործընթացներ. մոնետար տեսությունում ՓՓՄ-ն բացակայում է:

Առանձնացնենք երկու ընդհանուր բնորոշ գծեր, որոնք հատուկ են փոխանցումային տեսությանը: Առաջինը վերաբերում է ԿԲ հնարավորությանը՝ կարգավորելու ֆինանսական ակտիվների առաջարկը: Իրականացնելով գործառույթներ բաց շուկայում՝ ԿԲ-ն ազդում է բանկային համակարգի իրացվելիության և տոկոսադրույքի վրա, ինչը թույլ է տալիս վերահսկել ներքին և արտասահմանյան ֆինանսական ակտիվների գները: Երկրորդը տնտեսության նոմինալ կոշտություններն են, որոնք խոչընդոտում են գների անմիջական շտկմանը: Որպես հիմնական կոշտություն հանդես են գալիս «կպչուն» ապրանքային գները¹, անձկուն աշխատավարձը և ֆինանսական սեկտորի անկատարությունը, սահմանափակող տնային տնտեսությունների մուտքը ֆինանսական շուկա:

Մինչ դիտարկենք փոխանցումային տեսության տարբեր կարծիքները, նշենք, որ ԿԲ-ն վերահսկում է սուբստիտուցիաների առաջարկը (արտաքին փող)՝ կառավարելով դրամական շուկայի իրական տոկոսադրույքները, կիրառելով տարբեր մեխանիզմներ՝ ազդում է ֆինանսական շուկայի միջոցով տնային տնտեսությունների և ֆիրմաների վարքի վրա: Ըստ «դրամական տեսակետի» (*money view*), ԿԲ-ն կարճաժամկետ տոկոսադրույքի փոփոխության² միջոցով ազդում է կարևոր պարամետրերի՝ փոխարժեքի և երկարաժամկետ տոկոսադրույքի վրա: Ի տարբերություն «դրամական տեսակետի»՝ ձևավորվեց ՓՓՄ «վարկային տեսակետը» (*lending view*), որի առանցքային դրույթն այն է, որ ԿԲ-ն ազդում է ոչ միայն տոկոսադրույքի վրա, այլ նաև դրամական պարզևի (փոխառուի կողմից սկզբնական տոկոսադրույքին լրացուցիչ վճարումը) չափի վրա: Դա թույլ է տալիս ԿԲ ֆինանսական ակտիվերատորի միջոցով կարճաժամկետ ազդեցություն ունենալ տնտեսության վրա: Վերջերս առաջացավ ՓՓՄ-ի վերաբերյալ երրորդ «տեսակետ առաջարկի կողմից» (*supply view*), որտեղ ուշադրության կենտրոնում են գտնվում արտադրության առաջարկի գործոնները:

¹ Անկատար մրցակցային շուկաներում գները ճկուն չեն, դրանք կոշտ են (*rigid*) կամ, Քեյնսի տերմինաբանությամբ, կպչուն (*sticky*), այսինքն՝ կպչում են որոշ մակարդակի և չեն փոխվում որոշակի ժամանակահատված:

² Մինչև մեկ տարի մարման ժամկետով: Այն հանդիսանում է ՀՀ ԿԲ ԴՎՔ գործառնական նպատակ:

Չնայած ՓՓՄ-ի վերաբերյալ երեք տեսակետների տարբերությանը, կիրառական առումով նրանք ներդաշնակորեն լրացնում են իրար:

4. Փողի փոխանցումային մեխանիզմը և նրա փոխկապակցվածությունը տնտեսական համակարգի կառուցվածքային բնութագրերի հետ

Տնտեսության դրամավարկային և իրական հատվածների գործոնների միջև փոխկապակցվածությունն արտացոլվում է կառուցվածքային կապվածությունների ամբողջությամբ, որոնցից ամեն մեկը գործում է որոշակի պայմանների առկայության դեպքում և կարող է փոփոխվել՝ դրանով իսկ ուժեղացնելով կամ նվազեցնելով իրականացվող դրամավարկային քայլերի ազդեցության արդյունքը ԴՎՔ նպատակների վրա: Որոշակի պայմանով դրանք կարելի է բաժանել չորս խմբի [3]:

Առաջին խումբը, որն առավել կարևոր է անցումային տնտեսությունների համար, ենթադրում է տնտեսության փողայնացման մակարդակի գնահատականը (տնտեսության փողով հագեցման մակարդակը): Անցումային շրջան ապրած տնտեսությունների ներկա զարգացման փուլը թույլ է տալիս հիմնավոր կապել ՓՓՄ անարդյունավետ մակարդակը ոչ պատշաճ փողայնացման մակարդակի հետ: Դա վերաբերում է նաև Հայաստանին, որի փողայնացման մակարդակը տատանվում է շուրջ 25%:

Փողի փոխանցումային մեխանիզմի կառուցվածքային գործոնների երկրորդ խումբը կապված է ներքին պահանջարկի կառուցվածքի հետ: Սպառման ծավալների էնդոգեն (ներքին) փոփոխությունների գնահատականը, որը ԿԲ-ի կողմից իրականացվող տոկոսադրույքի քաղաքականության պատասխան արձագանքն է, թույլ է տալիս ենթադրել, որ ԴՎՔ խստացումը նվազեցնում է սպառման համախառն ծավալը, իսկ ցածր իրական տոկոսադրույքի դեպքում ձևավորվում են ապագայում սպառման աճի պայմաններ: Չնայած նման եզրակացությունները հաստատվեցին ԱՄՆ, Ճապոնիայի և Մեծ Բրիտանիայի տվյալների հիման վրա՝ զարգացող (անցումային տնտեսություններ) պետությունների համար դրանց իսկությունը ցույց տալու փորձերը հիմնականում ապարդյուն էին: Դրա պատճառ են հանդիսանում բարձր մակրոտնտեսական ռիսկերը և ցածր

մակարդակի իրական տնօրինվող եկամուտը, տնտեսվարող սուբյեկտների կողմնորոշումը՝ ընթացիկ սպառման համար օգտագործել սեփական միջոցները, և որպես արդյունք, ՓՓՄ առանցքային պարամետրերի տարբերությունը զարգացած պետությունների հանդեպ և էականորեն նվազած ԴՎՔ արդյունավետությունը:

ՓՓՄ արդյունավետությունը սահմանող կառուցվածքային գործոնների երրորդ խումբը կապված է այնպիսի խնդրի հետ, ինչպիսին է ՀՆԱ և գնաճի դինամիկայի ազդեցությունը փոխարժեքի վրա:

Չորրորդը համախմբում է ազգային ֆինանսական համակարգի կառուցվածքային բնութագրերը: Կախված ազգային ֆինանսական համակարգից՝ դրամավարկային ազդակները կարող են անցնել ՓՓՄ այս կամ այն խողովակով: Տնտեսագիտությունում տարբերում են երկու ձևի ֆինանսական համակարգեր: Առաջին՝ բանկային ֆինանսական համակարգում, ֆինանսական միջոցները բաշխվում են առավելապես տնտեսության բանկային հատվածի շնորհիվ: Երկրորդ՝ շուկայական ֆինանսական համակարգում, տնտեսության իրական հատվածի ֆինանսավորումն իրականացվում է արժեթղթերի շուկայի միջոցով: Ներկայումս շուկայական ֆինանսական համակարգն առավելապես ներկայացված է ԱՄՆ-ում, Մեծ Բրիտանիայում և Կանադայում, իսկ բանկային ֆինանսական համակարգը՝ Գերմանիայում, Ավստրիայում և Ճապոնիայում: Որպես կանոն, բանկային համակարգերն ավելի բնորոշ են զարգացող պետություններին, այն դեպքում, երբ շուկայական համակարգն ավելի բնորոշ է զարգացած պետություններին: Պետության ֆինանսական համակարգի կառուցվածքը որոշում է ՓՓՄ աշխատանքի յուրահատկությունը:

5. Փոխանցումային մեխանիզմի խողովակները

Տոկոսադրույքի խողովակն ավանդորեն համարվում է փոխանցումային մեխանիզմի գլխավոր խողովակը: Փողի քաղաքականության «մեղմացումը» կամ «խստացումն» արտացոլվում է շուկայական տոկոսադրույքի նվազման կամ բարձրացման վրա, այսինքն՝ խթանելու կամ սահմանափակելու ներդրումները և համախառն պահանջարկի այլ բաղադրիչները: Այդ խողովակը կատարում է հետևյալ պատճառահետևանքային կախվա-

ծությունը՝ $M\uparrow \rightarrow i\downarrow \rightarrow P\uparrow \rightarrow Y\uparrow$, որտեղ $M\uparrow$ — փողի առաջարկի ընդարձակումը, $i\downarrow$ — տոկոսադրույքի նվազումը, $P\uparrow$ — ներդրումային ակտիվության բարձրացումը, $Y\uparrow$ — արտադրության ծավալի ավելացումը:

Երբեմն տոկոսադրույքի խողովակը բաժանում են երկու խողովակի՝ *փոխարինման խողովակ և եկամուտի ու կանխիկ մուտքերի հոսքի խողովակ*: Առաջինի դեպքում, տոկոսադրույքի փոփոխությունը գործի է դնում միջժամանակային արբիտրաժի մեխանիզմը. տոկոսադրույքի աճն իջեցնում է տնտեսական գործակալների շարժառիթը՝ ծախսելու ընթացիկ ժամանակում սեփական միջոցները, և նրանք, ժամանակի առումով, տեղափոխվում են ավելի ուշ փուլ ($M\uparrow \rightarrow i\downarrow \rightarrow S\downarrow \rightarrow P\uparrow \rightarrow Y\uparrow$, որտեղ S — *խնայողություններ*, P — *սպառում*): Երկրորդ դեպքում տոկոսադրույքի փոփոխությունն իր ազդեցությունն է թողնում տնտեսական գործակալների եկամուտների վրա: Տոկոսադրույքի աճը վերաբաշխում է եկամուտները փոխառուից դեպի խնայող, այսինքն՝ համախառն ծախսերը նվազում են ($M\downarrow \rightarrow i\uparrow \rightarrow D\uparrow \rightarrow P\uparrow \rightarrow Y\uparrow$, որտեղ D — *բնակչության եկամուտներ*):

Անցումային տնտեսություններում առկա են մի շարք գործոններ (ֆոնդային շուկայի և ընդհանրապես ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտի անզարգացածությունը, առևտրային բանկերի վարկային քաղաքականության անճկունությունը, բնակչության վարքը, առևտրային բանկերի ցածր վերաֆինանսավորման մակարդակը), որոնք սահմանափակում են ԴՎՔ հնարավորությունը՝ օգտագործել տոկոսադրույքի՝ արտադրության վրա ազդելու խողովակը:

Վարկային խողովակ (վարկային հայացք). այստեղ առանձնացվում են երկու խողովակներ.

Վարկավորման լայն խողովակում կամ *հաշվեկշռային խողովակում* առկա են գլխավոր դերակատարություն ունեցող ֆինանսական ակտիվներ, որոնք ֆիրմաներին և տնային տնտեսություններին տրամադրվող վարկերի ապահովման համար են և հիմնված են վարկավորման ռիսկի նվազման արդյունքի վրա, երբ տնտեսությունում ավելանում է փողի ընդհանուր ծավալը ($M\uparrow \rightarrow$ *կապիտալիզացում* $\rightarrow$ *բանկի կորստի ռիսկ (տեղեկատվության ասիմետրիա)* $\downarrow \rightarrow$ *վարկեր* $\uparrow \rightarrow P\uparrow \rightarrow Y\uparrow$):

Վարկավորման նեղ խողովակում կամ կապիտալի ներգրավման ծախքերի խողովակում հիմնական տեղ է գրավում բանկային վարկավորումը: Դրա էությունն այն է, որ ԿԲ-ն, նվազեցնելով առևտրային բանկերի պահուստների ծավալը, պարտադրում է նրանց կրճատել վարկավորումը, և ֆիրմաներին ու տնային տնտեսություններին, որոնք էականորեն կախված են բանկային վարկավորումից և դրան այլընտրանք չունեն, ոչինչ չի մնում անելու, բացի իրենց ծախսերը կրճատելը ($M\uparrow \rightarrow L\uparrow \rightarrow I\uparrow \rightarrow Y\uparrow$, որտեղ L -ը բանկի վարկային միջոցների ծավալն է):

Վարկավորման խողովակի շրջանակներում առանձնացվում են հետևյալ ՓՓՄ խողովակները՝ *գների մակարդակի չնախատեսված աճ, դրամական հոսքեր, տնային տնտեսությունների իրացվելիության ազդեցությունը*: Վերջինում կարելի է առանձնացնել արտասահմանից եկած տրանսֆերտային հոսքերը (Հայաստանի համար կարևոր հանգամանք), որի արդյունքը գործում է սպառման բաղադրիչի միջոցով:

Փոխարժեքի խողովակն առանցքային տարր է հանդիսանում բաց տնտեսությունների համար ԴՎՔ մոդելներում: Այն արտահայտում է ԴՎՔ ազդեցությունը համախառն պահանջարկի և արտադրության վրա փոխարժեքի փոփոխության արդյունքում: Իրական փոխարժեքի դինամիկան անմիջական ազդեցություն ունի արտահանման և ներմուծման ծավալի վրա ($M\uparrow \rightarrow I/r\downarrow \rightarrow E\uparrow \rightarrow NX\uparrow \rightarrow Y\uparrow$, որտեղ I/r — իրական տոկոսադրույքի նվազումն է; E — ազգային ապրանքի էժանացումը ներմուծվածի համեմատ; $NX\uparrow$ — զուտ արտահանման ավելացում): Պրակտիկայում անցումային տնտեսություններին բնորոշ սահմանափակումների, մասնավորապես, ֆինանսական շուկայի անգարգացության պատճառով, փոխարժեքի խողովակը չի կարող արդյունավետ օգտագործվել ԿԲ-ի կողմից:

Ակտիվների արժեքի խողովակն առավելապես նշանակալից է զարգացած պետությունների դեպքում ($M\uparrow \rightarrow Sh\uparrow \rightarrow q\uparrow \rightarrow I\uparrow \rightarrow Y\uparrow$, որտեղ Sh — արժեթղթի գինը, q — ֆիրմաների ակտիվների շուկայական գինը): Էքսպանսիոնիստական ԴՎՔ-ն հանգեցնում է ներդրումների աճին, և տոկոսադրույքների ընդհանուր նվազումն իջեցնում է ընթացիկ սպառման գինը, սպառողական պահանջարկն աճում է ի հաշիվ մասնավոր

խնայողությունների: Արդյունքում՝ ծախսերն ավելանում են ներդրումների և սպառման տեսքով: Այսպիսով, ավելանում է համախառն պահանջարկը (դատողությունները կառուցված են փոխառությունների վարքի ենթադրությունների հիման վրա):

Բարեկեցության խողովակն առաջին անգամ նկարագրվեց Ֆ.Մոդի-լյանիի և Ա.Էնդոյի կողմից առաջարկված կենսական ցիկլի գործընթացում կուտակված խնայողությունների վարկածում: Քանի որ տոկոսադրույքի փոփոխությունն իր ազդեցությունն է թողնում երկարաժամկետ ֆինանսական ակտիվների արժեքի վրա, որոնցում տեղաբաշխված են խնայողությունները (բաժնետոմսեր, պարտատոմսեր, անշարժ գույք, թանկարժեք մետաղներ), նրա աճը կբերի բարեկեցության նվազման և սպառման անկման [4]:

*Մոնետար խողովակը*¹ նկարագրում է փողի առաջարկի ուղղակի էֆեկտն ակտիվների գնի վրա: Մոնետար խողովակում տոկոսադրույքը կարևոր դեր չի խաղում, և դրամավարկային փոփոխության ազդակները փոխանցվում են փողի բազայի միջոցով:

Հաշվի առնելով տնտեսության ազգային առանձնահատկությունները՝ գոյություն ունեն մի շարք յուրօրինակ խողովակներ: Օրինակ, *գնաճային խողովակի* միջոցով Ֆրանսիայում Պիգուի էֆեկտի տեսակետից բացատրվում է սպառման դինամիկան: Իտալական մոդելում առկա են երկու լրացուցիչ՝ *գնաճային սպասումների* և *պորտֆելային խողովակները*:

Դիտարկելով եվրոպական պետությունների ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության ՓՓՄ մոդելները՝ պետք է նշել, որ փոխարժեքի և փոխարինման խողովակներն առկա են բոլոր մոդելներում: Չնայած կապիտալի ներգրավման ծախքերի խողովակը ներկայացված է մեծամասնություն կազմող ԿԲ մոդելներում, այդ խողովակի մեխանիզմն էական տարբերություն ունի՝ մի շարք մոդելներում մասնավոր ներդրումների վրա ազդում է կարճաժամկետ, այլ մոդելներում՝ երկարաժամկետ տոկոսադրույքի էֆեկտը: Բարեկեցության խողովակն ամենաշատ բանավեճերն է առաջացնում տնտեսագետների շրջանում:

¹ Առաջարկվել է ժամանակակից մոնետարիզմի ջատագով Ա.Մելտցերի կողմից 1995թ.:

6. *Դրամավարկային փոխանցումային մեխանիզմը հայրենական տնտեսությունում*

1993 թվականի նոյեմբերից, երբ ներդրվեց ազգային արժույթը՝ դրամը, նրա լողացող փոխարժեքի պայմաններում Հայաստանը սկսեց անցկացնել անկախ ԴՎԲ: Հաշվի առնելով, որ արդեն գործում էր «Արժույթի կարգավորման և արժույթի վերահսկողության մասին» ՀՀ օրենքը, կարելի է եզրակացնել, որ պաշտոնապես ձևավորվեց փոխարժեքի խողովակը, իսկ 1996 թվականից, երբ ընդունվեցին «Կենտրոնական բանկի մասին» և «Բանկերի և բանկային գործունեության մասին» ՀՀ օրենքները, սկսեց պաշտոնապես գործել նաև վարկային խողովակը:

Սակայն փոխանցումային խողովակների մեծամասնությունը Հայաստանում տարբեր պատճառներով արդյունավետ չի գործել: Տնտեսական գործակալների բարեկեցության խողովակը չի աշխատում, քանի որ տնային տնտեսությունները և ֆիրմաները խորապես ներգրավված չեն ֆինանսական շուկաների գործառնություններում: Այդ պատճառով չի գործում հաշվեկշռային խողովակը՝ ֆինանսական ակտիվների փայաբաժինը տնային տնտեսությունների ակտիվներում աննշան է: Փոխարինման խողովակը կաշխատի, եթե տնտեսությունում լայն տարածում գտնեն սպառողական վարկերը, վարկային քարտերը և մանրածախ շուկան սպասարկող այլ ֆինանսական ծառայություններ: Բացի դրանից, անհրաժեշտ է ցածր գնաձ, որպեսզի տոկոսադրույքի չնչին փոփոխությունն ազդի սպառողական վարկերի վրա: Թվարկածից ոչ մի բան չկա Հայաստանում: Եկամուտի ու կանխիկ մուտքերի հոսքի խողովակի համար անհրաժեշտ են զարգացած ֆինանսական շուկաներ և ներդրումների մեծ փայաբաժին՝ իրականացված ձեռնարկությունների կողմից: Չի օգտագործվում գնաձային խողովակը, քանի որ որոշված չէ գնաձի մակարդակը, որն ակտիվացնում է գործարար միջավայրը և նպաստում արդյունաբերությունում համախառն շահույթի ավելացմանը:

Արդյունքում մնում են միայն ՓՓՄ երեք խողովակները՝ փոխարժեքի, բանկային վարկավորման և մոնետար: Հայաստանի տնտեսության մոդելային հետազոտությունները ցույց տվեցին, որ փոխարժեքի խողովակի

ազդեցությունը գնի վրա թույլ է, չնայած այն ուժեղանում է ապադուլարացման ընթացքում [5]: Դուլարացման մակարդակը հանրապետությունում մնում է շատ բարձր, և գնաճի նպատակադրման շրջանակներում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի՝ որպես գործառնական նպատակ օգտագործումը գտնվում է դեռ վաղ զարգացման փուլում:

Միանշանակ է, որ Հայաստանի ֆինանսական համակարգը կարելի է բնութագրել որպես բանկային ֆինանսական համակարգ: Ի՞նչ հիմնախնդիրներ են առկա ՓՓՄ տեսակետից այդ ոլորտում: Վարկային փոխանցումային ազդակներում կարելի է դիտել բավական հակասական իրավիճակ՝ վարկային շուկան մասնակի մեկուսացված է տնային տնտեսություններից, վարկավորման տոկոսադրույքը կախված չէ գնից և տնտեսական աճից, տրամադրված վարկերի ծավալը բացարձակապես չի որոշվում ԿԲ վերաֆինանսավորմամբ:

Պատճառներից կարելի է նշել ՓՓՄ գործունեության թուլությունը, խողովակների սահմանափակումը, գների կայունության ապահովման հնարավորությունը: Սա պայմանավորված է Հայաստանի տնտեսության անցումային փուլով, ինչպես նաև նրանով, որ ԿԲ մակրոտնտեսական քաղաքականությունն արդեն երկար տարիներ հիմնված է մոնետար տեսության դեդառոմների վրա, որտեղ փողի քանակի և գնաճի կապվածությունն արտահայտվում է հայտնի նույնությամբ. $PT=MV$: Այնինչ, այդ պնդումն արտահայտում է տնտեսության ստատիկ վիճակը շուկայական հավասարակշռվածության արստրակտ մոդելներում ոչ իրատես ենթադրությունների հիման վրա: Հակառակ մոնետարիստների կարծիքի, գները կարող են աճել և նվազել բոլոր մյուս պարամետրերի անփոփոխ պայմանում, ներառյալ փողի ծավալի: Նորարար տեխնոլոգիաների ներդրման արդյունքում գներն իջնում են, այն դեպքում, երբ մենաշնորհների չարաշահումները դրդում են նրանց բարձրացմանը: Դրամական քաղաքականության նման մոտեցման արդյունքում իրականացվում է մակրոտնտեսական կարգավորման սխալ մեթոդաբանությունը, և պետությունը կրում է լուրջ կորուստներ: Վերջին տարիներին, այդ թվում նման «գործունեության» արդյունքում ոչ մրցունակ դարձան նախկինում բարգավաճող ադամանդ-

ների վերամշակման ճյուղը, գյուղատնտեսական արտադրանքի ձեռնարկությունները, ագրարային հատվածը և այլն:

Ինչպե՞ս դա բացատրել: Մեջբերենք մեկ հատված ՌԴ գիտությունների ակադեմիայի ակադեմիկոս Ս.Գլազնի հոդվածից. «Պետության տնտեսական քաղաքականությունը միշտ կապված է իշխող «էլիտայի» շահերի հետ: Դրա արդյունքն արտահայտվում է ազգային եկամուտի բաշխման կառուցվածքում, որի առյուծի բաժինը ստանում են մենաշնորհի տերերը, ինչպես նաև արտասահմանյան ներդրումների և վարքերի հոսքերը կարգավորող ֆինանսական սպեկուլյանտները: Էստ էության, նրանց շահերն էլ հենց սպասարկում է փողի իշխանությունը՝ թողարկելով ազգային արժույթը՝ արտասահմանյան արժույթ գնելու համար, < > որոնց են վերաբերում հիմնականում բնական մենաշնորհները, հումք արտահանողները և բանկային հաստատությունները:

Բյուջետային միջոցները և կուտակված ֆինանսական ակտիվները նորարարական և ներդրումային ակտիվության խթանմանն ուղղելու փոխարեն, բարձրացնելով ՓՓՄ խողովակների և փոփոխության ազդակների արդյունավետությունը և դրանով իսկ ձգտելով արդիականացնել տնտեսությունը, բարձրացնել նրա արդյունավետությունը, կառավարությունը և փողի իշխանությունը, փաստորեն, սառեցնում են դրանք՝ օգտագործելով առկա փողի ստերիլիզացման մեխանիզմները հակառակ նրանց նպատակին» [6]: Մեկնաբանություններն ավելորդ են:

Չպետք է մոռանալ, որ մոնետար տեսությունում բացակայում է փոխանցումային մեխանիզմը: Այդ քաղաքականության զոհ է դառնում ներքին կողմնորոշված տնտեսության հատվածը, և տնտեսությունը կողմնորոշվում է բավարարելու արտաքին շուկայի պահանջը հումքային ապրանքներով: Հայաստանում փաստացի վերացավ գործարարների մի խավ, որը պատկերացում ուներ արդյունաբերական արտադրանքի և նյութերի մշակման մասին: Տպավորություն է ստեղծվում, որ արդյունաբերության զարգացումը սպառնում է ներկա գործարար խմբերի բարեկեցությանը, ինչպես նաև վարչակազմի վերին խավին [7]: Տնտեսության բարձր մենաշնորհային մակարդակը, տնտեսական մոդելի օլիգարխացումը, վարչա-

կան ոլորտում տիրող կոռուպցիան դարձան Հայաստանի տնտեսական զարգացմանը խոչընդոտող հիմնական արգելակները:

Ի՞նչ պետք է անել. 1. *դրամական քաղաքականությունը նորամուծության զարգացման համար* և 2. *դրամական քաղաքականությունը՝ աջակցելու գործարար միջավայրին*: Չպետք է մոռանալ, որ գործարար միջավայրը ենթադրում է պետությունում ձևավորված բարենպաստ սոցիալ-տնտեսական, քաղաքական, իրավաքաղաքական վիճակ՝ ապահովելու տնտեսական ազատություն գործունակ քաղաքացիների համար՝ զբաղվելու գործարարությամբ, բավարարելու շուկայական տնտեսության բոլոր սուբյեկտների պահանջը:

Ըստ երևույթին, պետք է ավելի վճռական լինել և ստեղծել երկարաժամկետ վարկավորման ուժեղ պետական ուղղություն՝ որպես շուկայական մեխանիզմի ստանդարտ տարր: Պետությունն այդ կառույցով ժամանակավոր կզբաղեցնի չզբաղեցրած բանկային համակարգի երկարաժամկետ վարկավորման ոլորտը՝ նրան վնաս չպատճառելով:

7. Կենտրոնական բանկերը՝ որպես տնտեսական զարգացման գործակալներ

Վերջին քսան տարիներին ԿԲ տեսական և գործնական գործունեության մոտեցումներն էականորեն փոխվել են: Որպես «լավագույն պրակտիկայի» (*best practice*) տարր ընդունվել են միջազգային ֆինանսական կազմակերպությունների, ինչպիսին է Արժույթի միջազգային հիմնադրամը, ստանդարտ հանձնարարականները. 1) ԿԲ անկախությունը, 2) գնային կայունության գերակայությունը, 3) ԴՎՔ անուղղակի կողմնակի գործիքակազմի օգտագործումը և ուղիղ գործիքների կարգավորումից հրաժարումը:

Այդ հանձնարարականների կատարումն ունի հեռուն գնացող հետևանքներ: Կենտրոնական բանկի անկախությունը, առաջին հերթին, նշանակում է, որ կառավարությունը զրկվում է հնարավորությունից՝ ճնշում գործադրելու փողի իշխանության վրա, եթե առաջանում է պետական բյուջեի պակասուրդը ֆինանսավորելու անհրաժեշտություն: Գների կայունության պահպանումը որպես ԴՎՔ հիմնական նպատակ ենթա-

դրում է, որ ԿԲ-ն չպետք է հոգա այլ նպատակներ, ինչպիսին են լիիրավ զբաղվածությունն ապահովելը, արդյունաբերական քաղաքականությանն օժանդակելը կամ տնտեսության գերակա սեկտորները վարկավորելը, դրանով իսկ նրանց զարգացումը խթանելը: ԿԲ-ն չպետք է օգտագործի նաև ԴՎՔ գործիքները կամ կապիտալի հոսքի սահմանափակումները, որպեսզի կարգավորի փոխարժեքը: Օգտագործել բացարձակապես ԴՎՔ անուղղակի գործիքակազմը՝ նշանակում է, որ ԿԲ-ն չպետք է իրականացնի տոկոսադրույքների սուբսիդավորումը, սահմանի առանձին փոխառու խմբերի համար վարկավորման «վերին սահմանը» (առավելագույն թույլատրելի ծավալը) և վերահսկի կապիտալի շարժը, որպեսզի ազդի վարկի ծավալի և կառուցվածքի վրա: Այդ քայլերն առաջարկվում է ներդնել ոչ միայն զարգացած, այլ նաև զարգացող պետություններում¹:

Սակայն նման հանձնարարականներն էականորեն տարբերվում են զարգացող և զարգացած պետություններում, երբ կառավարության ծախսերի ֆինանսավորումը և փոխարժեքի կարգավորումը տասնյակ տարիներ (եթե ոչ դարեր) հանդիսացել են ԿԲ առանցքային խնդիրները [8]:

Կենտրոնական բանկերի պատմական վերլուծությունը թույլ է տալիս դրանք բաժանել «մակրոտնտեսական կարգավորման ֆունկցիա» իրականացնող ինստիտուտների (ինչպիսին են Անգլիայի բանկը և ԱՄՆ Դաշնային պահուստային համակարգը), որոնք օգտագործել են հիմնականում ԴՎՔ անուղղակի գործիքները, և ինստիտուտների, որոնք մասնագիտացված են «տնտեսության վարկավորմամբ» (օրինակ, Ֆրանսիայի բանկը և Ճապոնիայի բանկ), որոնք աջակցում էին արդյունաբերական քաղաքականությանը: Ներկայումս առավել տարածված է, որ այդ հաստատությունները պետք է աստիճանաբար հրաժարվեն տնտեսության հատվածների նպատակադրված օժանդակության խնդրից՝ խթանելով վարկավորումը, և օգտագործեն ԴՎՔ ուղիղ գործիքակազմը:

Նման մոտեցման դեպքում անտեսվում է մի կարևոր փաստ: Գործնականում բոլոր ԿԲ-ները, այդ թվում՝ Անգլիայի բանկը և ԱՄՆ ԴՊՀ-ն, այս կամ

¹ Եթե ԿԲ գործունեությունն ուղղված է լուծելու բյուջետային հիմնախնդիրները, ապա գոյություն ունի ռիսկ, որ ԿԲ-ն կարող է կորցնել փողի առաջարկի վերահսկողությունը, երբ ԿԲ-ն կախված է կառավարության ֆինանսականությանից:

այն ձևով ներգրավված են եղել «արդյունաբերության քաղաքականության» իրականացմանը, կամ, այլ խոսքով՝ իրագործում էին «ընտրանքային նպատակադրում»: Հիմնական տարբերությունն այն էր, թե կոնկրետ տնտեսության որ հատվածներն ընտրել աջակցելու համար: Այն Կենտրոնական բանկերը, որոնց քաղաքականությունն ավելի շատ է համապատասխանում արդյունաբերական և սոցիալական զարգացմանը, զուգակցվելով կառավարության ծրագրի իրականացման հետ, ըստ երևույթին, ունենում են ավելի մեծ ավանդ տնտեսական զարգացման գործում, քան ԿԲ-ները, որոնք կոդմնորոշված են դեպի ֆինանսական հատվածի զարգացումը:

Հետազոտողների մեծամասնությունը ԿԲ հիմնական բնութագրերից¹ առանձնացնում է երեքը, որոնք հազվադեպ են հիշատակվում. առաջինը *վերաբաշխման* ֆունկցիան է՝ կապված այն բանի հետ, որ ԿԲ քաղաքականությունը կարող է տարբեր ազդեցություն ունենալ առանձին տնտեսվարող գործակալ խմբավորումների վրա: Երկրորդը *քաղաքականն է*: Ներկայումս ԿԲ քաղաքական դերը հիմնականում քննարկվում է կառավարությունից նրա անկախ լինելու ենթատեքստով: Սակայն ԿԲ քաղաքական դերն իրականում ավելի բազմակողմ է: Մեր օրերում կառավարությունից անկախ ԿԲ-ները հաճախ ներկայացնում և պաշտպանում են առանձին մասնավոր շահեր և քաղաքական գաղափարախոսություններ և, ըստ այդմ, ունեն էական ազդեցություն տնտեսական քաղաքականության մշակման և իրագործման գործում: Վերջին ժամանակներս ԿԲ-ներն ավելի են կոդմնորոշվում ֆինանսական խմբակների շահերով, այդ թվում՝ արտասահմանյան, իրականացնելով ֆինանսական ազատականացում, անցնելով գնաճի նպատակադրման և վերացնելով ֆինանսական հոսքերի սահմանափակումները: Կառավարության հետ կապված Կենտրոնական բանկերն ավելի անկախ են պետական տնտեսական զարգացման գերակայությանը համապատասխանող քաղաքականություն իրականացնելու

¹ 1. ազգային թղթադրամների թողարկումը և միասնացումը, 2. կառավարության համար բանկային գործունեության իրականացումը, 3. բանկերի բանկի ֆունկցիայի իրականացումը, 4. վերջին մակարդակի վարկառուի ֆունկցիայի կատարումն ամբողջ ֆինանսական համակարգի համար, 5. ԴՎՔ միջոցով ազդել փոխարժեքի և գների մակարդակի վրա, 6. ԴՎՔ իրականացումը պետությունում տնտեսական ակտիվության կարգավորման համար և 7. տնտեսության վարկավորման գործընթացի կարգավորումը:

գործում, ի տարբերություն անկախ Կենտրոնական բանկի: Երրորդ ֆունկցիան *վարկային ռեսուրսների տեղաբաշխումն է*: Կենտրոնական բանկը կարող է մտադրված կամ ոչ մտադրված ազդել տնտեսության տարբեր հատվածներին տրամադրվող վարկերի շահութաբերության և մատչելիության վրա: Կենտրոնական բանկի նման ֆունկցիան ամենաչգնահատվածն է վերը թվարկվածներից:

Կենտրոնական բանկերն իրենց ամբողջ պատմության ընթացքում իրականացրել են մեծ թվով տարբեր ֆունկցիաներ: Պարզ է, որ նեոլիբերալ մոտեցումն էականորեն սահմանափակել է ֆունկցիաները, որոնք իրականացվում են դրամավարկային կարգավորման մարմինների կողմից:

Այս ամենը հանգում է հետևյալ հարցին. ո՞րն է ԿԲ դերը որպես տնտեսական զարգացման գործակալ: «Գործակալ» բառի օգտագործումը մատնանշում է, որ ԿԲ-ն իրականացնում է ըմբռնելի քաղաքականություն՝ աջակցելու պետության տնտեսական զարգացմանը: Երկրորդ համաշխարհային պատերազմից հետո ԿԲ գործունեությունը զարգացող պետություններում դարձավ ավելի ակնհայտ՝ որպես տնտեսական զարգացման գործակալ: Ինչպես 1957թ. իր աշխատությունում նշում է Նյու Յորքի ԴՊՀ պատմաբան և հետազոտող Ա. Բլումֆիլդը, «Վերջին տասը տարիների ընթացքում թույլ զարգացած պետություններում ամրապնդվեց ԿԲ ինստիտուտը և ԴՎԲ-ն ավելի հաճախակի կիրառվեց որպես տնտեսական զարգացման գործիք» [9]:

Ա.Բլումֆիլդը բերում է զարգացող պետությունների ԿԲ ֆունկցիաների նկարագրումը, լիազորությունները և նպատակները. «Կենտրոնական բանկերի համար, որոնք հիմնվել են 1945 թվականից հետո ԱՄՆ ԴՊՀ խորհրդականների օգնությամբ, բնորոշ են անսովոր լայն իրավասություններ և ճկունություն՝ իրականացնելու իրենց քաղաքականությունը: Նրանց տրամադրության տակ էին գտնվում բազմաթիվ գործիքներ, որոնք թույլ էին տալիս կարգավորել տարբեր տնտեսական գործընթացները, այդ թվում՝ վարկավորման գործընթացը: Կենտրոնական բանկերն իրականացնում են լայն սպեկտրի վարկային գործընթացներ առևտրային բանկերի և առանձին դեպքերում՝ այլ ֆինանսական ինստիտուտների հետ <...>»:

Այսքան պատկառելի իրավասություններ տրվել էին ԿԲ-ին նրա համար, որպեսզի դրանք կարողանան <...> իրականացնել նպատակադրված և արդյունավետ ԴՎՔ, քան մեծամասնություն կազմող ԿԲ-ները՝ <...> հիմնված <...> 20-ական և 30-ական թվականներին <...>, որոնք, որպես կանոն, իրականացրել են պահպանողական քաղաքականություն և գործում էին սահմանափակ իրավասությունների շրջանակներում, որոնք թույլ չէին տալիս իրագործել տնտեսական զարգացումը խթանող քաղաքականություն և պահպանել ներքին կայունությունը <...>»:

Հարկ է նշել, որ իր առաջարկություններում ԱՄՆ ԴՊՀ-ն անհրաժեշտ էր համարում վերահսկել տնտեսության հավելուրդային վարկավորումը և ապահովել գնաճի չափավոր տեմպը, սակայն «զարգացող պետությունների ԿԲ գործունեությունը չպետք է գնահատել նույն մոտեցումներով, ինչպես դրանք կիրառվում են զարգացած երկրների համար, <...> ԿԲ փորձը՝ վարկավորման և խնայողության գործընթացի կարգավորմամբ հասնել զարգացման նպատակներին, միանգամայն արդարացված է»¹:

Չնայած ԿԲ-ի կողմից իրականացվող նման գործունեության առնչությամբ առանձին կասկածներին [10], ինչպես ցույց է տալիս պատմությունը, ԿԲ աջակցությունը կառավարության արդյունաբերության զարգացման ծրագրերին առանցքային գործոն հանդիսացավ XX դարի վերջում արագ զարգացող պետությունների տնտեսական աճի համար: Առանձնապես արտահայտիչ է ֆինանսական համակարգի դերն այդ պետությունների հաջողության գործում, նրանց ունակությունը՝ մոբիլիզացնել և արդյունավետ բաշխել միջնա- և երկարաժամկետ միջոցներն ինդուստրացման նպատակով: Պետության անունից ներդրումների ֆինանսավորման քաղաքականություն իրականացնող հիմնական գործակալները զարգացման բանկերն էին: Երբեմն արդյունաբերության երկարաժամկետ վարկավորման նպատակով օգտագործվում էին ամբողջ բանկային հատվածի միջոցները, որոնք նման դեպքերում փաստացի հանդես էին գալիս «միասնական զարգացման բանկի» դերում: Բազմաթիվ ԿԲ-ներ ևս ունեցել են կարևոր դեր այդ գործընթացում [11]:

¹ Իհարկե, Ա.Բլումֆիլդը զգուշացնում է, որ «նման քայլերը մեծ մասամբ արդարացված չեն, սակայն միայն այնքանով, որքանով չեն սպառնում ֆինանսական կայունությանը և չեն շեղում ԿԲ-ին իրականացնել կայունության ապահովմանն ուղղված քաղաքականություն»:

Հարցն այն չէ, թե արդյոք ԿԲ-ները պետք է իրականացնեն զարգացման քաղաքականություն, այլ, ավելի շուտ, այն, թե ինչ զարգացման քաղաքականություն պետք է իրականացնեն դրանք:

Կենտրոնական բանկերի համար, ինչպես վկայում է նրանց պատմությունը, միշտ առկա է եղել երկու խնդիրների միջև ընտրության հիմնահարցը՝ ապահովել տնտեսական զարգացումը, թե՞ կայունությունը: Ցայժմ գոյություն չունեն համոզիչ ապացույցներ, որ ԿԲ-ները պետք է ամբողջովին հրաժարվեն զարգացման ֆունկցիայից: Ավելի տխուր այլընտրանք է, երբ ԿԲ-ի կողմից ընտրվում է Արժույթի միջազգային հիմնադրամի հանձնարարականներով իրականացվող քաղաքականություն՝ ուղղված միայն ֆինանսական հատվածի զարգացմանը (ԱՄՆ և Մեծ Բրիտանիայի օրինակով), և առավելապես այնպիսի «մոդայիկ» ուղղություն, ինչպիսին է ֆոնդային (արժեթղթերի) շուկան:

2008 թվականից համաշխարհային ֆինանսական համակարգը մուտք գործեց շուկաների, պետական ֆինանսների, բոլոր ֆինանսատնտեսական հարաբերությունների երկարատև անկայուն շրջան, ինչը դեռ ճանապարհի սկիզբն է: Այդ պատճառով ԿԲ դերը և նրա ԴՎՔ-ն կարևոր են նման պայմաններում Հայաստանի տնտեսական աճն ապահովելու և նրա գործարար միջավայրի զարգացմանը նպաստելու համար:

Օգոստոս, 2011թ.

Աղբյուրներ և գրականություն

1. *С.Андрюшин, В.Кузнецова*, Приоритеты денежно-кредитной политики центральных банков в новых условиях, Вопросы экономики, 2011, N 6.
2. *Tobin J.*, Monetary Policies and the Economy The Transmission Mechanism, Southern Economic Journal, 1978.
3. *К.Н. Корищенко*, Структурные факторы механизма денежной трансмиссии: тенденции и перспективы, Экономические науки 2005, 2 (11).
4. *Моисеев С.Р.*, Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики, "Финансы и кредит" № 18, 2002.
5. *Anna Rose Bordon and Anke Weber*, The Transmission Mechanism in Armenia: New Evidence from a Regime Switching VAR Analysis¹, IMF Working Paper, 2010.
6. О практической количественной теории денег, или сколько стоит догматизм денежных властей, Вопросы экономики, 2008, № 7.
7. Мировой экономический кризис и Армения, "Голос Армении" № 84, 18 август, 2011г.

8. *Gerald Epstein*, Central Banks as Agents of Economic Development, World Institute for Development Economic Research (UNU-WIDER) Research Paper No. 2006/54, University of Massachusetts - Amherst.
9. *Bloomfield, Arthur I.* (1957). Some Problems of Central Banking in Underdeveloped Countries, *The Journal of Finance*, 12(2), p. 190-204.
10. *Brimmer, Andrew F.* (1971). Central Banking and Economic Development: The Record of Innovation, *Journal of Money, Credit and Banking*, 3(4), p. 780-792.
11. *Amsden, Alice H.* (2001). *The Rise of 'The Rest': Challenges to the West from Late-Industrializing Economies.* Oxford.

МЕХАНИЗМЫ ВЛИЯНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА ЭКОНОМИКУ И ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКУЮ СРЕДУ

Ашот Тевикийан

Резюме

В статье рассматривается действие трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики в Армении. Сделан теоретический обзор каналов трансмиссии денежно-кредитной политики, а также описаны функции импульсного отклика. В работе обсуждаются основные особенности экономики, затрудняющие трансмиссию денежно-кредитной политики в странах с переходной экономикой. В этом контексте большое внимание уделяется конкретным сдерживающим факторам и проблемам, с которыми Армения сталкивается сегодня, а также мерам, которые могли бы способствовать повышению эффективности денежно-кредитной политики. Акцентируется внимание на том, что в Армении доминирующими финансовыми посредниками в экономике и основными субъектами, передающими импульсы монетарной политики реальному сектору экономики в трансмиссионном механизме, являются банки. В последней части статьи уделяется существенное внимание проблеме выполнения центральными банками функций агентов экономического развития, подразумевающих оказание последними поддержки приоритетным секторам экономики и развития предпринимательской среды (например, через трансмиссионный механизм).