

ՊԵՏԱԿԱՆ ՊԱՐՏՔԻ ԿԱՌԱՎԱՐՈՒՄԸ ԵՎ ԲԱՆԿԱՅԻՆ ՍԵՆՅՈՐԱԺԻ ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՓՈՐՁԸ

Սամվել ՔՈԹԱՆՋՅԱՆ

ՀՀ ԳԱԱ Մ.Քոթանյանի անվ.Տնտեսագիտության
ինստիտուտի ասպիրանտ

Բանալի բառեր. փողի թողարկում, արտաքին պարտք, պարտքի կառավարում

Փողի թողարկումը Կենտրոնական բանկի բացառիկ իրավունքն է: Նա նոր փող թողարկում է առևտրային բանկերի հայտերի հիման վրա: Փոխառությունները և փողի թողարկումը միևնույն սկզբնապատճառն ունեն, այն է՝ բյուջեի դեֆիցիտ: Կենտրոնական բանկին արգելված է ծածկել դեֆիցիտը՝ ուղղակիորեն վարկավորելով կառավարությանը կամ զնելով պետական արժեթղթեր առաջնային շուկայում: Պետական արժեթղթեր զնում են հիմնականում առևտրային բանկերը և նրանց ոչինչ չի խանգարում դրանք վաճառել Կենտրոնական բանկին:

Երբ ԿԲ-ն զնում է պետական արժեթղթեր, դրանց դիմաց վճարում է նոր թողարկված փողերով: Դա կոչվում է պարտքի դրամայնացում (մոնետիզացիա): Առևտրային բանկերի հաշվեկշռում պետական արժեթղթերի փոխարեն հայտնվում է փող: Բանկային վարկն էժամանում է, ոչ բանկային հատվածը ծախսում է ավելին, իսկ տնտեսությունն ավելի արագ է աճում: Երբ ԿԲ-ն առևտրային բանկերին պետական արժեթղթեր է վաճառում, նա փող է դուրս բերում շրջանառությունից: Դա կոչվում է պարտքի արժեթղթավորում (սեկյուրիտիզացիա): Առևտրային բանկերի հաշվեկշռում փողի փոխարեն ի հայտ են գալիս պետական արժեթղթեր: Բանկային վարկը թանկանում է, ոչ բանկային հատվածն ավելի քիչ է ծախսում, իսկ տնտեսությունն ավելի դանդաղ է աճում: Պետական արժեթղթերով ԿԲ-ի գործարքները կոչվում են բաց շուկայական գործարքներ և հանդիսանում են նրա դրամային քաղաքականության հիմնական գործիքը :

Դրամայնացումը (և միայն դա) պետությանը հնարավորություն է տալիս ծախսերը ֆինանսավորել առանց հարկեր հավաքելու, քանի որ փողի էմիսիայի ժամանակ առաջանում է սենյորաժ (տարբերությունը՝ մետաղադրամի և թղթադրամի անվանական արժեքների և դրանց պատրաստման ու տեղափոխման ծախսերի միջև): Սենյորաժը համարվում է պետության եկա-

մուտը, սակայն, ի տարբերություն հարկերի, այն մասնավորից պետական հատված ռեսուրսների անցման արդյունք չէ: Սենյորաժն փողի թողարկման պետական մեծաշնորհի, ինչպես նաև բնակչության՝ իր ունեցվածքի մի մասը փողի տեսքով պահելու պատրաստակամության արդյունք է:

Հետաքրքիր է տեղեկանալ, օրինակ, թե ինչպես է դրսևորվում սենյորաժն Կանադայում: Այս երկրում ֆինանսների նախարարությունը թագավորական տպագրատանն ընդամենը 12 ցեմտ է վճարում 1 կանադական դոլար պատրաստելու համար: Վարկային հաստատությունները փողը գնում են անվանական արժեքով: Հետևաբար, կանադական յուրաքանչյուր մանատիպ մետաղադրամը կառավարությանը բերում է 88 ցեմտի եկամուտ: Եվ, քանի որ մետաղադրամները բավական երկար են շրջանառում, իսկ ավելցուկային մետաղադրամները չեն մարվում, սենյորաժնից ծագած եկամուտը հաշվեգրվում է կառավարությանը՝ վարկային հաստատություններին դրանց վաճառքի պահին: Թղթադրամի էմիսիայի համար պատասխանատու է կենտրոնական դրամատունը՝ Կանադայի բանկը: Վարկային հաստատությունները կարող են ավելցուկային թղթադրամները մարման համար վերադարձնել Կանադայի բանկին: Հետևաբար, թղթադրամները Կանադայի բանկի համար հանդիսանում են պարտավորություններ, իսկ «թղթա-դրամային» սենյորաժն տարբերվում է «մետաղադրամային» սենյորաժնից: Կանադայի բանկի հաշվապահական հաշվեկշռում թղթադրամների էմիսիան (պասիվ) հավասարակշռվում է պետական արժեթղթերի գնմամբ (ակտիվ): Սենյորաժն սահմանվում է որպես տարբերություն՝ պետական արժեթղթերի տոկոսային եկամուտների և թղթադրամի պատրաստման և տեղափոխման ծախսերի միջև: Նման սենյորաժն կառավարության կողմից մաս առ մաս հավաքվում է մի քանի տարվա ընթացքում:

Օրինակ, 20 դոլարանոց թղթադրամը, Կանադայի բանկի հաշվեկշռի պետական արժեթղթերի փաթեթի 5% եկամտաբերության պայմաններում, տարեկան ապահովում է մոտ 1 կանադական դոլարի եկամուտ: Տարեկան պահանջվում է միջինը 4 ցեմտ՝ այդ թղթադրամը պատրաստելու, մատակարարելու և շրջանառությունից դուրս բերելու համար: Հետևաբար, յուրաքանչյուր 20 դոլարանոցից միջին տարեկան սենյորաժն կազմում է 96 ցեմտ: Վերջին տարիներին Կանադային բանկը շրջանառության մեջ է դրել 35 մլրդ կանադական դոլար, պետական արժեթղթերը տարեկան բանկին բերել են 1.7-2.2 մլրդ: Դրա ոչ այնքան մեծ մասը՝ 130 մլն. դոլար, ծախսվել է բանկի գործարքային ծախսերը ֆինանսավորելու համար: Մնացածը մուտքագրվել է դաշնային բյուջե:

Այսպիսով, հարկային ճնշումն ուժեղացնելու և պետական արժեթղթերի տոկոսները վճարելու փոխարեն, պետությունը կարող է իր ծախսերը ֆինանսավորել սենյորաժով:

“Առողջ ֆինանսները”, վեցերորդ կանոնի տեսքով, խորհուրդ են տալիս այդպես վարվել ճգնաժամի պայմաններում: Քանի որ դրամական զագվածը ֆինանսավորման չափազանց գաթակղիչ աղբյուր է, թղթադրամներ տպելը և դրանք առևտրային բանկերին անվանական բարձր արժեքով վաճառելը շատ ավելի հեշտ է, արագ և էժան, քան հարկեր հավաքելը, միջազգային ֆինանսական կազմակերպություններից կամ ֆինանսական շուկայից պարտք վերցնելը: Քեյնսը համարում էր, որ դրամայնացումը “խելամիտ և կիրառական” է, իհարկե, ոչ թե՛ որպես հարկերի այլընտրանք, այլ որպես տոկոսադրույքի (մինչև լրիվ զբաղվածությանը համապատասխանող մակարդակ) իջեցման միջոց:

Սակայն հանրահայտ մեկ այլ՝ փողի քանակական տեսության համաձայն, պետության մոնետար խթանիչ քաղաքականությունը գնաճի հիմնական սկզբնապատճառն է: Այդ տեսությունը հաջողությամբ գործում է իրական աշխարհի տարաբնույթ պայմաններում: Այն կանխատեսում է, որ երկար ժամկետում խթանիչ մոնետար քաղաքականությունը ինֆլյացիայի աճի տեմպի վրա ազդում է 1/1 հարաբերակցությամբ, և չի ազդում արտադրության աճի տեմպի վրա: M2 դրամական զագվածի ագրեգատի 1% աճը հանգեցնում է գրեթե 1% գնաճի (տրանդն ունի 45 աստիճան դրական թեքման անկյուն): Պարզ կորելյացիան հավասար է 0,95-ի (գծապատկեր 2-3): Ահա, թե ինչու է նոր փողերով ծախսերի ֆինանսավորումը անընդունելի տնտեսագետների համար: Մոնետար խթանող քաղաքականության ընդունելի այլընտրանքը փոխառություններն են: “Փոխառությունները հակազնաճային միջոց են,- գրում է Յենրի Սայմոնը,- գնողունակության բարձրացման նպատակով նոր փողերի օգտագործումը նույնն է, թե՛ բենզին ենք այրում, այն դեպքում, երբ առկա է ավելի լավ, անվճար այլ վառելիք”:

Եթե փողի էմիսիան հարուցում է գնաճ, ապա այն կարելի է անուղղակի հարկ համարել փող ունեցողների համար: Պետությունը կարող էր նրանց ուղղակիորեն հարկել, սակայն դա ավելի թանկ կարժենար: Ավելի էժան է աստիճանաբար փողի գնողունակության նվազեցումը՝ փողի էմիսիայի միջոցով ինֆլյացիա առաջացնելու ճանապարհով: Քանի որ փողի էմիսիան հարկ է, ապա տեղին է հիշել նաև հավելյալ հարկային բեռի մասին:

Սակայն փողի էմիսիան հարկ է ոչ միայն փող տիրապետողների համար: Գնաճի հետևանքով կորուստ են ունենում նաև պետական արժեթղթերի

տերերը: Եթե պետությունն ունի անվանական պարտք, ապա գնաճը ժամկետից շուտ և աննկատ կերպով չեզոքացնում է այն՝ կրճատելով փոխառումիջոցների գնողունակությունը: “Անվանական պարտքը դա բաց հրավեր է ստեղծել անսպասելի գնաճ և քայքայման ենթարկել պարտքի իրական արժեքը”, - համոզված են Կրիստիան Խոուկսբին և Ջուլիան Ռայթը: Նման պնդումը տեղին է, եթե պետական արժեթղթերի գնման պահին վարկառուները թերագնահատում են սպասվող ինֆլացիան:

Այս իմաստով նաև կարևոր է անդրադառնալ գնաճի ճանապարհով պարտքի չեզոքացման ԱՄՆ մեթոդին: 1970 թ. ԱՄՆ կառավարության անվանական պարտքը 370 մլրդ դոլար էր: 1970-1982թթ. ԱՄՆ-ում գներն աճեցին 150%-ով, հետևաբար, այդ ժամանակահատվածում պարտքը՝ 1970թ. գներով, կրճատվել է մինչև 148 մլրդ դոլարի կամ 54%-ով: Արդյոք դա նշանակում է, որ ինֆլացիան չեզոքացրեց պարտքի 54%-ը: Պատասխանը կախված է այն բանից, թե ինչ պայմաններով է բաշխվել պարտքը: Ենթադրենք՝ ներդրողը 1977-ին գնել է ԱՄՆ կառավարության եռամյա պարտատոմսեր, որոնց եկամտաբերությունն այն ժամանակ կազմում էր 7%: Այսինքն, 1980-ին մարելու դեպքում, այն 7 դոլար կբերեր յուրաքանչյուր 100 դոլար անվանական արժեքի դիմաց: 3%-ը համարելով իրական տոկոսադրույք՝ կարող ենք եզրակացնել, որ ներդրողը, գնելով եռամյա պարտատոմս, կանխատեսում էր 4%-անոց գնաճ: Իրական 3% ստանալու համար նա դրան հավելում է նաև 4% գնաճային սպասումները և արդյունքում ստանում 7% եկամտաբերություն, որով էլ կառավարությունը տեղաբաշխել էր իր եռամյա պարտատոմսերը:

Սակայն, սպասված 4%-ի փոխարեն, 1977-1980թթ. գնաճը կազմեց 8% և ներդրողը կորցրեց 1%: Այդ կորուստը, սակայն, հարկատուների համար վերածվեց եկամտի, քանի որ նրանք ավելի հարստացան շնորհիվ այն բանի, որ կառավարությունը պարտքը և դրա դիմաց տոկոսները վճարեց արժեզրկված դոլարներով: Ինֆլացիայի հետևանքով կառավարությունը ակնհայտորեն եռամյա պարտատոմսերի գծով իր պարտավորությունները չի կատարել: Նա մասնավոր հատված է ուղղել ավելի քիչ ռեսուրսներ, քան այնտեղից ներգրավել է: Եթե ինֆլացիան և իրական տոկոսադրույքը 1970-1980թթ. լինեին այնպիսին, ինչպիսին 1977-1980թթ., իսկ կրեդիտորները նույն կերպ սխալվեին գնաճի գնահատման հարցում, ապա հնարավոր կլիներ ասել, որ ինֆլացիան չեզոքացրել է պարտքի 54%-ը:

Կչեզոքացնի արդյոք ինֆլացիան պարտքը՝ կախված է գնաճային սպասումների ճշգրտությունից: Իսկ այդ ճշգրտությունը կախված է պարտքի

Ժամկետային կառուցվածքից: Ժամկետային կառուցվածք ասածը պարտքի տրոհումն է՝ ըստ փոխառության ժամկետների: Ինֆլյացիան օգնում է հասկանալու, թե ինչու է կառավարությունը հետաքրքրություն ցուցաբերում երկարաժամկետ փոխառությունների նկատմամբ: Որքան կարճ է տոկոսադրույքը, պնդում է Ի. Ֆիշերը, այնքան լրիվությամբ է այն արտացոլում նոր գնաճային սպասումները: Այդ դեպքում գնաճից առավել խոցելի և պետությանն առավել ձեռնտու պարտքը բաղկացած կլինի երկարաժամկետ փոխառություններից: Երկար ժամկետով վարկավորելով պետությանը՝ ներդրողները պակաս ճշգրտությամբ են գնահատում գնաճը, այսինքն՝ ավելի շատ են կորցնում իրական հաշվարկներում: Այնպես որ, պետությունը (հանձին ֆինանսաների նախարարության) ինֆլյացիայի խնդրին չի վերաբերվում անվերապահորեն, սակայն դրա մասին չի հայտարարում:

Ընդհանուր առմամբ, կարևոր է նաև պարզել, թե ինչպես է գնաճը վնասում կառավարությանը վարկավորողներին: Այս իմաստով հետաքրքիր է վերլուծել Ռուսաստանի օրինակը: Այստեղ գնաճը տարեցտարի ժամկետից շուտ և աննկատ կերպով է չեզոքացնում երկրի ներքին պարտքը: Միջազգային ֆինանսական հարաբերությունների դեպարտամենտի տնօրենի նախկին տեղակալ Ա.Չունաչենկոն խոստովանում է, որ «2003-2004թթ. պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը հաստատվել է ընթացիկ գնաճը բնութագրող ցուցանիշներից ցածր մակարդակում»: Կարևոր է հաշվի առնել նաև պետական կարճաժամկետ, ոչ կտրոնային պարտատոմսերի և դաշնային փոխառության պարտատոմսերի եկամտաբերության արդյունավետությունը, այսինքն՝ մարման եկամտաբերությունը՝ հանած սպառողական գների ինդեքսի փոփոխությունը: 2001-2004թթ այն, փոքրաթիվ բացառություններով, եղել է բացասական: Չունաչենկոյին արձագանքում է պաշտոնում նրան հաջորդած Ա.Շերբակովը. «2003-2005թթ. պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության մակարդակը եղել է ինֆլյացիան բնութագրող ցուցանիշներից զգալիորեն ցածր: Եթե խոսենք իրական եկամտաբերության մասին, ապա կարելի է լրիվ վստահությամբ ասել, որ բացասական իրական եկամտաբերությունը կպահպանվի ամբողջ տարվա ընթացքում»:

Ընդ որում, բացասական իրական եկամտաբերությունն արդյունք է ֆինանսների նախարարության կանխամտածված գործողությունների, այլ ոչ թե՝ շուկայական ուժերի ազատ գործողության, երբ պետությունը հանգիստ ընդունում է այն, ինչ իրեն առաջարկում են գնաճային սպասումներում մշտապես սխալվող բազմաթիվ վարկատուներ: Ֆինանսների նախարարությունը պետական արժեթղթերի տեղաբաշխման ժամանակ այնպիսի բարձր գին է սահմանում, որ իրական եկամտաբերությունը դառնում է բացասական:

Երկարաժամկետ փոխառությունների նկատմամբ իր հետաքրքրությունը ֆինանսների նախարարությունը ավելին քան բավարարել է: Արդեն մի քանի տարի է՝ նա չի թողարկում պետական կարճաժամկետ պարտատոմսեր, փոխարենը հաջողությամբ թողարկում է դաշնային փոխառության պարտատոմսեր, որոնց մարման ժամկետը մեկ տարուց ավելի է: Ամփոփելով՝ կարելի է նկատել, որ յոթերորդ կանոնին կարող է հետևել այն պետությունը, որին հասանելի են զարգացած վարկային շուկաները: Նման հասանելիությունից զրկված պետությունը դատապարտված է կախված մնալ Կենտրոնական բանկի վարկերից և օտարերկրյա օգնությունից: Այստեղից հետևում է պարտքային ֆինանսավորման ևս մեկ պատճառ, այն է՝ լիարժեք ֆինանսական շուկա ունենալու պետության ձգտումը:

Samvel KOTANJYAN

STATE DEBT MANAGEMENT AND BANKING SEIGNORAGE INTERNATIONAL EXPERIENCE

Key words: printing money, foreign debt, debt management

We intend to establish the link between current developments and the real essence and value of money, as well as the history of monetary relations, and provide a more comprehensive and clearly articulated analysis of the financial crisis, compared to the information disclosed to the general public by means of mass-media, generally describing the chronology of events with less connection to its roots.

Самвел КОТАНДЖЯН

УПРАВЛЕНИЕ ГОСУДАРСТВЕННЫМ ДОЛГОМ И ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ СЕНИОРАЖА

Ключевые слова: эмиссия денег, внешний долг, управление долгом

Мы намерены установить связь между текущими развития и реальной сущности и стоимости денег, а также истории денежных отношений, а также обеспечить более полный и четко сформулированной анализ финансового кризиса, по сравнению с раскрываемой информации для широкой публики с помощью СМИ, как правило, описывая хронологию событий с меньшим подключения к своим корням.

Սամվել ԲՈՅԱՆՋՅԱՆ

ՊԵՏԱԿԱՆ ՊԱՐՏՔԻ ԿԱՌԱՎԱՐՈՒՄԸ ԵՎ ԲԱՆԿԱՅԻՆ ՍԵՆՅՈՐԱԺԻ ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՓՈՐՁԸ

Բանալի բառեր. փողի թողարկում, արտաքին պարտք, պարտքի կառավարում

Դրամայնացումը պետությանը հնարավորություն է տալիս ծախսերը ֆինանսավորել առանց հարկեր հավաքելու, քանի որ փողի էմիսիայի ժամանակ առաջանում է սենյորաժ (տարբերությունը՝ մետաղադրամի և թղթադրամի անվանական արժեքների և դրանց պատրաստման ու տեղափոխման ծախսերի միջև): Սենյորաժը համարվում է պետության եկամուտը, սակայն, ի տարբերություն հարկերի, այն մասնավորից պետական հատված ռեսուրսների անցման արդյունք չէ: