

ԱՐԺՈՒԹԱՅԻՆ ՓՈԽԱՐԺԵՔԻ ԶԵՎԱՎՈՐՄԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ԳՈՐԾՈՆՆԵՐԻ  
ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆՈՒՄ

Է.Մ. Սանդոյան

*տ.գ.դ., պրոֆեսոր, Տնտեսագիտության և բիզնեսի ինստիտուտի տնօրեն, Հայ-ռուսական համալսարան*  
[edward.sandoyan@rau.am](mailto:edward.sandoyan@rau.am)

Մ.Հ. Ոսկանյան

*տ.գ.դ., դոցենտ, Էկոնոմիկայի և ֆինանսների ամբիոնի վարիչ, Հայ-ռուսական համալսարան*  
[mariam.voskanyan@rau.am](mailto:mariam.voskanyan@rau.am)

Ա.Հ. Գալստյան

*Էկոնոմիկայի և ֆինանսների ամբիոնի հայցորդ, Հայ-ռուսական համալսարան*  
[ani.galstyan@rau.am](mailto:ani.galstyan@rau.am)

Հայաստանում իրականացվող արժույթային քաղաքականությունը, հատկապես 2014թ.-ից մինչ օրս, որը նպատակ ունի ապահովել ազգային արժույթի կայուն փոխարժեք՝ չնայած արտարժույթի ներհոսքի ու արտահոսքի կառուցվածքի և մեծության փոփոխություններին, հանգեցրել է երկրի տնտեսության արտահանման ներուժի զգալի կորստի: Մասնավորապես, ԵԱՏՄ մյուս երկրների արժույթների համեմատ հայկական դրամի առավել կայուն փոխարժեքի հասնելու հետևանքով հայրենական ապրանքներն ու ծառայությունները կորցրել են իրենց մրցակցային առավելություններն ընդհանուր եվրասիական շուկայում: Ընդ որում, համապատասխան արժույթային քաղաքականությունը, հիմնված ազատ լողացող արժույթային փոխարժեքի ռեժիմի վրա, կարող էր ապահովել դեպի ՌԴ արտահանման զգալի աճ, հատկապես Ռուսաստանի Դաշնության նկատմամբ Արևմուտքի կողմից կիրառվող Էմբարգոյի քաղաքականության պայմաններում կարող էր հայկական ապրանքների համար նոր նիշաներ բացել ռուսական շուկայում, ինչն էլ իր հերթին թույլ կտար չեզոքացնել արժույթային փոխարժեքի արժեզրկման բացասական հետևանքները (ինչպես սոցիալական, այնպես էլ ֆինանսական):

Անհրաժեշտ է նաև նշել, որ Հայաստանի Կենտրոնական բանկի անարդյունավետ դրամավարկային քաղաքականության և արժույթային կարգավորման պատճառով չհաջողվեց հասնել բնակչության և ֆինանսական շուկայի մասնակիցների կողմից ազգային արժույթի նկատմամբ վստահության ամրապնդման, ինչի մասին վկայում է բնակչության խնայողությունների, և, ընդհանուր առմամբ, դրամական զանգվածի դոլարացման բարձր մակարդակը:

Եվ վերջապես, դրամական առաջարկի աճի զսպումը դրամավարկային քաղաքականության մեխանիզմներով, և ազգային արժույթի կայուն փոխարժեքի պահպանումը՝

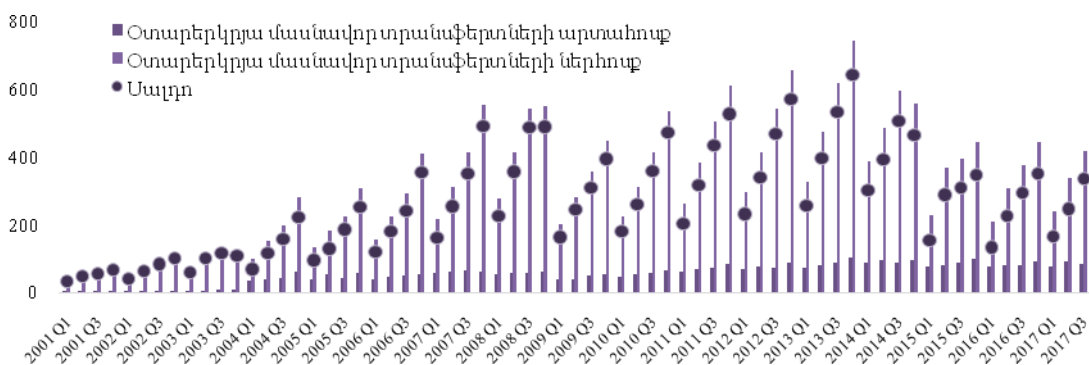
բանկային արտարժույթային պարտավորությունների պարտադիր պահուստավորման աննախադեպ բարձր դրույքների կիրառմամբ, պայմանավորել են տնտեսական աճի տեմպերի դանդաղումը վերջին 9 տարիների ընթացքում, ինչն էլ ավելի է խորացրել 2008-2009թթ. և 2014-2015թթ. համաշխարհային և տարածաշրջանային ճգնաժամերի բացասական հետևանքները Հայաստանի տնտեսության համար:

Ակնհայտ է, որ անհրաժեշտ է վերանայել Հայաստանի արժույթային քաղաքականությունը, իսկ համապատասխան մոտեցման մշակման համար, առաջին հերթին, պետք է գնահատել արժույթային փոխարժեքի ձևավորման հիմնական գործոնները:

**Փոխարժեքի ձևավորման հիմնական գործոնները Հայաստանում**

Գոյություն ունեն մի շարք գործոններ, որոնք ազդում են ազգային արժույթի փոխարժեքի ձևավորման վրա: Հայաստանը, լինելով փոքր բաց տնտեսությամբ երկիր, ենթակա է արտաքին գործոնների ազդեցության, այդ թվում նաև արժույթային շուկայի տեսանկյունից: Հաշվի առնելով արտահանման գծով Հայաստանի բավականին թույլ դիրքերը, որն էլ, որպես կանոն, հանդիսանում է դեպի երկիր արտարժույթի ներհոսքի հիմնական ուղիներից մեկը՝ արտարժույթի ներհոսքի մնացած նշանակալի ուղիներում կարելի է առանձնացնել հետևյալները՝ օտարերկրյա ուղղակի ներդրումներ, օտարերկրյա պաշտոնական և մասնավոր դրամական տրանսֆերտներ:

Հայաստանի տնտեսության առանձնահատկություններից է հանդիսանում օտարերկրյա դրամական տրանսֆերտների բարձր նշանակալիությունը, որոնց տարեկան ծավալը կազմում է միջինում ՀՆԱ-ի շուրջ 20%-ը: Լինելով ամբողջովին արտաձին գործոն՝ օտարերկրյա մասնավոր տրանսֆերտների ներհոսքը հիմնականում կախված է դոնոր երկրներում տիրող տնտեսական իրավիճակից, հետևաբար զգալիորեն կրճատվում է դրանց ճգնաժամային ժամանակաշրջաններում՝ համապատասխանաբար արտացոլվելով Հայաստանում դրամական ագրեգատների արժույթային կառուցվածքի վրա, և հետևաբար, ուժեղ ազդեցություն ունենալով երկրում արժույթային փոխարժեքի ձևավորման վրա:

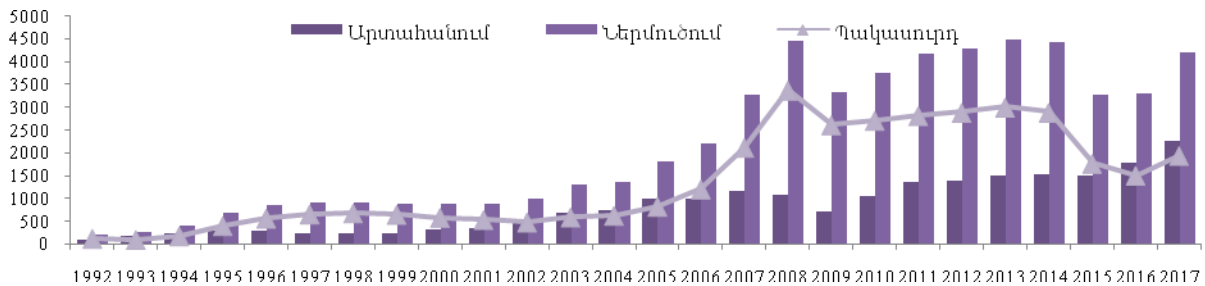


**Նկ. 1. Օտարերկրյա մասնավոր տրանսֆերտների ներհոսքն ու արտահոսքը Հայաստանում, եռամսյակային, մլն USD.**

Աղբյուր: ՀՀ Կենտրոնական Բանկի տվյալների բազա - <http://www.cba.am/>

Նկ.1-ից երևում է, որ մինչև ճգնաժամային 2008թ.-ը դեպի ՀՀ դրամական փոխանցումների ծավալն անընդհատ աճում էր, ինչը բնակչության եկամուտների աճի շնորհիվ դրսևորվում է որպես գնաճային ճնշում սպառողական շուկայի վրա և ստեղծում է Հայաստանի համար ավանդական դարձած «հոլանդական հիվանդության» ռիսկեր: 2009թ.-ի սկզբին դրամական փոխանցումների ներհոսքը կտրուկ կրճատվեց, ինչն առաջին հերթին պայմանավորված էր դոնոր երկրներում տնտեսական ճգնաժամով: Տրանսֆերտների կրճատման ևս մի դեպք դիտարկվեց 2014թ.-ին, որն էլ առաջին հերթին պայմանավորված էր Ռուսաստանում տիրող ճգնաժամային իրավիճակով, որին բաժին է ընկնում դեպի Հայաստան դրամական փոխանցումների գերակշռող մասնաբաժինը: Սակայն օտարերկրյա մասնավոր դրամական տրանսֆերտների դինամիկան միշտ չէ, որ հետևողականորեն արտացոլվում է դրամի փոխարժեքի տատանողականության վրա, ինչը նույնպես վկայում է Հայաստանում արժույթային փոխարժեքի ձևավորման արհեստական բնույթի մասին:

Ինչպես հայտնի է վճարային հաշվեկշռի վիճակն անմիջական ազդեցություն ունի երկրի ազգային արժույթի փոխարժեքի տատանողականության վրա: Առաջին հերթին դա վերաբերում է հենց առևտրային հաշվեկշռին (նկ.2):



Նկ. 2. Արտահանում և ներմուծում, եռամսյակային, մլն USD

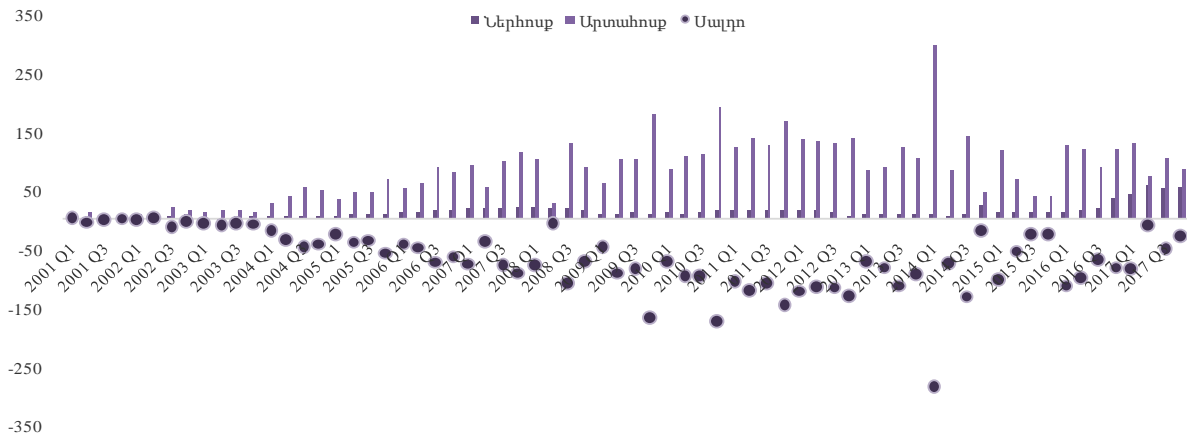
Աղբյուր: ՀՀ Կենտրոնական Բանկի տվյալների բազա - <http://www.cba.am/>

Հատկանշական է, որ առևտրային հաշվեկշռի ամենաբարձր պիկը գրանցվել է լավագույն մինչճգնաժամային տարում՝ 2008թ.-ին, որին է վերագրվում նաև մինչ օրս Հայաստանի ՀՆԱ-ի ամենաբարձր ցուցանիշը: Ընդ որում, 2008թ.-ին է գրանցվել նաև 2008-2018թթ. ընթացքում զուտ օտարերկրյա մասնավոր տրանսֆերտների և զուտ օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ամենաբարձր ծավալը: Այսպիսով, բնակչության եկամուտների աճը՝ ի շնորհիվ օտարերկրյա մասնավոր տրանսֆերտների ներհոսքի, կորելացվում է ներմուծման աճի հետ, և հակառակը, զուտ ներհոսքի կրճատումն արտացոլվում է ներմուծման կրճատման վրա (այդպես է եղել, օրինակ, 2009թ., 2015թ., 2016թ. ընթացքում): Հայաստանի տնտեսության արտաքին առևտրային առանձնահատկությունների մանրամասն մեկնաբանության մեջ չխորանալով՝ ընդգծենք

առևտրային հաշվեկշռի խիստ կախվածությունը գուտ օտարերկրյա մասնավոր տրանսֆերտների և գուտ օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների մեծությունից:

Այսպիսով, Ռուսաստանի Կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող բացահայտ շուկայական քաղաքականության պայմաններում, երբ Հայաստանում շարունակում են իրականացնել կայուն արժույթային փոխարժեքի ավանդական ռեժիմը՝ չնայած արտարժույթի գուտ ներհոսքի բարձր տատանողականությանը՝ ձևավորվում է տնտեսական աճը զսպող մակրոտնտեսական միջավայր: Նման պայմաններում կրճատվում է Հայաստանի տնտեսության արտահանման ներուժը՝ ուղղված եվրասիական երկրների՝ առաջին հերթին ՌԴ շուկաներ:

Նույն ճգնաժամային տարիներին և նույն պատճառներով կրճատվեց նաև դեպի ՀՀ օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ներհոսքը (նկ.3):



Նկ. 3. Ներդրումների ներհոսք և արտահոսք, սալդո (կապիտալի փախուստ):

Աղբյուր: ՀՀ Կենտրոնական Բանկի տվյալների բազա - <http://www.cba.am/>

Անհրաժեշտ է նաև հաշվի առնել արտարժույթի արտահոսքի ավանդական ուղին՝ անօրինական ֆինանսական արտահոսքը, որի գծով Հայաստանից տարեկան արտահոսում է ՀՆԱ մոտ 11-12%<sup>1</sup>-ին հավասար արտարժույթ:

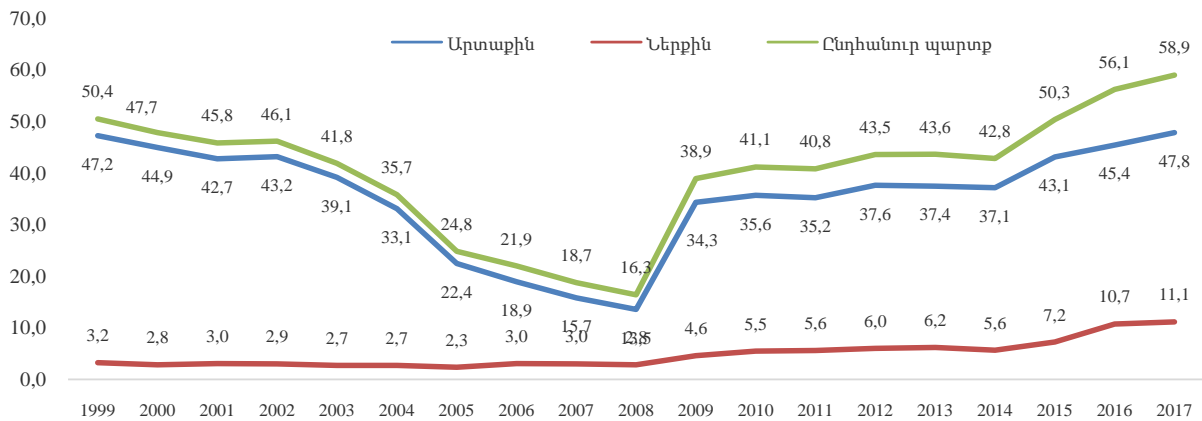
Դեպի երկիր արտարժույթի ներհոսքի կարևոր ուղի է նաև արտաքին պարտքը: Հայաստանում արտաքին ազգային պարտքի ավելի քան 50%-ը կազմում է Կառավարության և Կենտրոնական բանկի համախառն պարտքը: Ընդ որում, դրա սպասարկումն առաջիկա տարիներին զգալի բեռ է ներկայացնում, հատկապես երկրի պետական բյուջեի համար:

Ազգային արժույթի փոխարժեքի վրա ազդեցության տեսանկյունից ակնհայտ է, որ արտաքին փոխառությունների ծավալների զգալի ավելացումը 2008թ.-ից հետո, պետք է արտացոլվեր նաև արժույթային քաղաքականության վրա:

Նկ.4-ից երևում է, որ սկսած 2009թ.-ից Հայաստանի կառավարությունն անընդհատ մեծացնում է արտաքին փոխառությունների ներգրավումը: Ընդհանուր պետական պարտքը

<sup>1</sup>Global Financial Integrity: <http://www.gfintegrity.org/report/illicit-financial-flows-from-developing-countries-2004-2013/>

2017թ.-ի վերջի դրությամբ մոտեցել է ՀՆԱ-ի նկատմամբ 60% կրիտիկական սահմանին: Ավելին, արտաքին պարտքն ունի աճի միտում (նկ.4), ինչը դեպի երկիր արտարժույթի ներհոսքի նշանակալի ուղի է: Ընդ որում, 2015թ. հունվարից մինչև 2018թ. հունիսի վերջ հայկական դրամի փոխարժեքի տատանողականությունը եղել է զրոյի շուրջ 1 տոկոսի սահմաններում, ինչը նորից վկայում է երկրում իրականացվող արժույթային փոխարժեքի նպատակադրման քաղաքականության մասին՝ չնայած դրամական ագրեգատների արժույթային կառուցվածքի փոփոխության դինամիկային և միտումներին:



Նկ. 4. ՀՀ պետական պարտքը (ՀՆԱ-ի %).

Աղբյուր: ՀՀ Ֆինանսների նախարարություն, պետական պարտքի մասին հաշվետվություն

Հաշվի առնելով Հայաստանում դրամավարկային կարգավորման առանձնահատկությունը՝ դրամի արժույթային փոխարժեքի վրա զգալի ազդեցություն ունեցող գործոնների շրջանում անհրաժեշտ է նշել նաև հենց արժույթային և դրամավարկային կարգավորումը, որն իրականացվում է ՀՀ ԿԲ-ի կողմից:



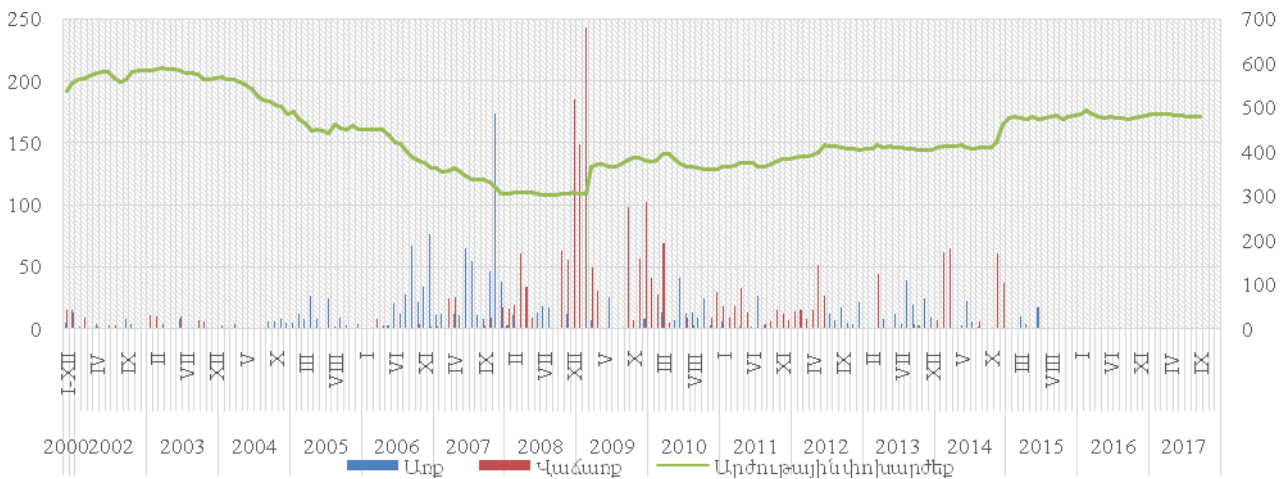
Նկ. 5. Արտարժույթային բանկային պարտավորությունների պարտադիր պահուստավորման նորման ՀՀ-ում:

Աղբյուր: ՀՀ Կենտրոնական Բանկի տվյալների բազա - <http://www.cba.am/>

«Դրամական իշխանությունների» կողմից արժույթային շուկայի վրա ազդեցության վառ օրինակ է արտարժույթային բանկային պարտավորությունների պարտադիր պահուստավորման քաղաքականությունը, որը 2014թ.-ի դեկտեմբերին փաստացիորեն կանգնեցրեց արժույթային

ճգնաժամը, որն առաջացել էր արտաձին գործոնների ազդեցության ներքո՝ կապված ռուսական ռուբլու ցնցումային արժեզրկման հետ (նկ.5):

Ավելի վաղ, հատկապես սկսած 2005թ.-ի վերջից մինչև 2014թ.-ի վերջը երկարաժամկետում արժույթային շուկայի վրա ազդեցության առավել գործուն գործիք էր արժույթային ինտերվենցիաները, որոնք ՀՀ ԿԲ-ը պարբերաբար կիրառում էր դրամավարկային քաղաքականության իրականացման ամբողջ ընթացքում (նկ.6):

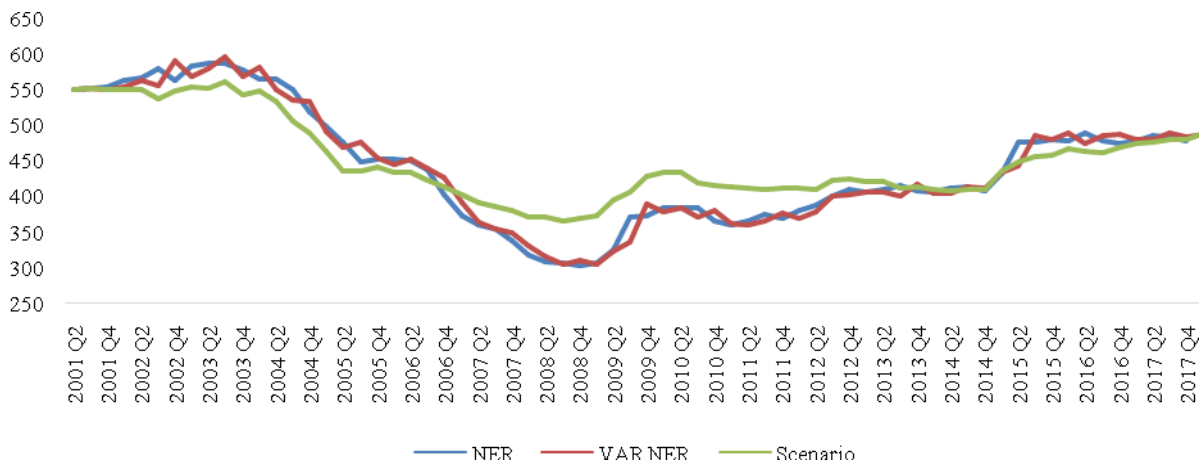


Նկ. 6. ՀՀ ԿԲ-ի արժույթային ինտերվենցիաները:

Աղբյուր: ՀՀ Կենտրոնական Բանկի տվյալների բազա - <http://www.cba.am/>

Այսպես, ամփոփելով վերը գրվածը՝ կարելի է ասել, որ ՀՀ դրամի արժույթային փոխարժեքի վրա անմիջական ազդեցություն ունեցող գործոններում կարելի է առանձնացնել ինչպես շուկայական ուղիներ, այնպես էլ «դրամական իշխանությունների» կողմից ազդեցության մեխանիզմներ, որոնք կրում են ոչ շուկայական բնույթ:

ՀՀ դրամի արժույթային փոխարժեքի ձևավորման գործոնների գնահատման նպատակով հեղինակների կողմից կառուցվել է 2 լազով VAR մոդել:



Նկ.7. ՀՀ դրամի արժույթային փոխարժեքի փաստացի և գնահատված արժեքները:

Մոդելում ներառվել են հետևյալ ցուցանիշները՝ արտարժույթով ավանդներ, ներմուծման ծավալ, ՀՀ ԿԲ-ի միջազգային պահուստներ, օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ներհոսք, օտարերկրյա մասնավոր տրանսֆերտների ներհոսք և արտահոսք, ինչպես նաև բինար փոփոխական կենտրոնական բանկի կողմից արժույթային շուկայում իրականացվող միջամտությունների համար: Նկ.7-ն ամփոփում է կառուցված մոդելի միջոցով ստացված արդյունքները և ներկայացնում է ՀՀ դրամի արժույթային փոխարժեքի փաստացի արժեքները (NER), կառուցված VAR(2) մոդելի միջոցով գնահատված արժեքները (VAR NER), ինչպես նաև սցենարը, որը ենթադրում է, որ կենտրոնական բանկը չի միջամտել արժույթային շուկայում:

Այսպիսով, ակնհայտ է, որ կայուն փոխարժեքի քաղաքականությունը ստեղծում է խորը և դժվար հաղթահարելի խնդիրներ: Բացառապես ազգային արժույթի շուկայական փոխարժեքը թույլ կտա վերականգնել հայկական ապրանքների մրցունակության համարժեքությունը ռուսական շուկայում և բարելավել ներքին շուկայում ազգային արտադրողների համեմատական առավելությունները, ինչպես նաև գործի դնել ԵԱՏՄ-ին անդամակցման հետ կապված բոլոր առավելությունները<sup>2</sup>: Այս նպատակով անհրաժեշտ է.

1. Վերանայել իրականացվող դրամավարկային քաղաքականությունը, պահպանել երկրում իրական գնաճին համապատասխանող թիրախ՝ տնտեսական աճի խթանման նպատակով: Ընդ որում, անհրաժեշտ է նպատակադրել դրամի արժեզրկումից գնաճի զգալիորեն հետ մնալը, ինչը կապահովի արտահանման խթանում, ինչպես նաև տրանսֆերտներից կախվածություն ունեցող անձանց իրական եկամուտների աճ:

2. Հրաժարվել արժույթային փոխարժեքի կայունության ապահովման ոչ շուկայական մեխանիզմներից և իրականացնել ազատ լողացող արժույթային փոխարժեքի և չմիջամտության (արժույթային ինտերվենցիաներ թույլ տալ միայն պիկային թռիչքների հարթեցման և արժույթային շուկայում աժոտաժային պահանջարկ թույլ չտալու նպատակով) քաղաքականություն, ինչը թույլ կտա կարճաժամկետում ապահովել Հայաստանի ֆինանսական շուկաների պաշտպանություն արտաճին ռիսկերից և արտաքին շուկաներում, առաջին հերթին Ռուսաստանում, հայկական ապրանքների մրցունակության վերականգնում: Ընդ որում, անհրաժեշտ է իրականացնել համապատասխան հաշվարկներ «հարցի գինը» բացահայտելու համար, այսինքն դրամի արժեզրկման ազդեցության ներքո գնաճի աճի հետևանքով հնարավոր կորուստների փոխհատուցմանն ուղղելու համար անհրաժեշտ ռեսուրսների ծավալների սահմանում:

---

<sup>2</sup> Չ.Մ.Սանդոյան. Перспективы выбора альтернативных подходов к политике валютного регулирования в Армении. Журнал «Финансы: теория и практика», N 1 - 2017