

**Միջազգային պահուստների բավարար մակարդակի ապահովումը որպես տնտեսության խոցելիությունը նվազեցնող գործոն<sup>1</sup>**

*Վարդանյան Բ. Ջ., Ավագյան Գ. Ա.*

*Հայաստանի Պետական Տնտեսագիտական Համալսարանի մակրոէկոնոմիկայի ամբիոն /Հայաստան, Երեվան/*

*Պետրոսյան Գ. Ա.*

*Հայ-ռուսական /Մլավոնական/ համալսարանի Տնտեսագիտության տեսության եվանցումային շրջանի տնտեսության հիմնախնդիրների ամբիոն /Հայաստան, Երեվան/*  
*garik.petrosyan@hotmail.com*

**Վճռորոշ բառեր՝** միջազգային պահուստներ, արտաքին շուկեր, իրական հատված, ֆինանսական հատված, տնտեսության հատվածների փոխգործակցություն, փոխարժեք, արժուրային ռեժիմ:

**Обеспечение уровня достаточности международных резервов как фактор, снижающий уязвимость экономики**

*Варданян К.Дж., Авагян Г.А.*

*Кафедра макроэкономики АГЭУ (Армения, Ереван),*

*Петросян Г.А.*

*Кафедра экономической теории и проблем экономики переходного периода  
Российско-Армянского (Славянского) Государственного Университета (Армения, Ереван)*  
*garik.petrosyan@hotmail.com*

**Резюме:** Дальнейшее развитие и углубление экономических событий в результате глобализации приводит к тому, что экономические процессы микро и макро регулирования, а так же саморегулирования национальной экономики подвержены внешней экономической неопределенности и внешним шокам. В результате возможности эффективного взаимодействия между реальным и финансовым секторами экономики нейтрализуются, а существующая разрыв между этими секторами углубляется. Подчеркнув роль международных резервов в плане эффективного взаимодействия между реальным и финансовым секторами экономики, в статье оценивался уровень достаточности международных резервов Центрального банка Армении.

**Ключевые слова:** международные резервы, внешние шоки, реальный сектор, финансовый сектор, взаимодействие экономических секторов, обменный курс, валютный режим.

**Ensuring Adequate Level of International Reserves as a Factor Decreasing External Vulnerability of the Economy**

*Vardanyan K.J., Avagyan G.A.,*

*Chair of Macroeconomics of ASUE (Armenia, Yerevan)*

*Petrosyan G.A.*

*Department of Economic Theory and Issues of Transition Period Economies,  
Russian-Armenian University (Armenia, Yerevan)*  
*garik.petrosyan@hotmail.com*

**Abstract:** Further development and deepening of economic events as a result of globalization leads to the fact that the economic processes of micro and macro regulation, as well as self-regulation of the national economy are exposed to external economic uncertainties and external shocks. As a result, the opportunities of effective cooperation between real and financial sectors of the economy are neutralized, and the existing gap between those sectors is being deepened. Highlighting the role of international reserves in terms of the effective interaction between the real and financial sectors of the economy, the article assessed the level of adequacy of international reserves of the Central Bank of Armenia.

<sup>1</sup> Հոդվածը պատրաստվել է ՀՀ ԿԳՆ ԳՊԿ «Գիտական և գիտատեխնիկական գործունեության բազային ֆինանսավորման ենթակառուցվածքի պահպանում և զարգացում» ծրագրի «ՀՀ տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների արդյունավետ փոխգործակցության հնարավորությունները» թեմայի ֆինանսավորման շրջանակներում:

**Keywords:** International reserves, external shocks, real sector, financial sector, interaction of economic sectors, exchange rate, currency regime.

20-րդ դարի երկրորդ կեսին աշխարհը մտավ զարգացման գլոբալ փուլ: Այդ ժամանակաշրջանը նշանավորվեց նոր բնույթով, կառուցվածքով ու առանձնահատկություններով համաշխարհային տնտեսության ձևավորմամբ: Համաշխարհային տնտեսության մեջ տնտեսական զարգացման տարբեր մակարդակներում գտնվող երկրների ընդգրկման գործընթացը միանշանակ բնույթ չի կրում: Մի կողմից, արտաքին գործոններից ազգային տնտեսությունների կախված լինելու հանգամանքը թույլ է տալիս այդ երկրներին ակտիվորեն մասնակցելու աշխատանքի միջազգային բաժանման գործընթացին, հասանելիություն ունենալ օտարերկրյա կապիտալին և տեխնոլոգիաներին, իրացնել իրենց մրցակցային առավելությունները համաշխարհային շուկաներում, մյուս կողմից, «բաց» տնտեսություն ունեցող երկրները ճգնաժամերի ընթացքում ենթարկվում են մեծ ռիսկերի, երբ փոխանցման մեխանիզմների և ուղիների միջոցով տնտեսական շուկերը վարակված երկրներից փոխանցվում են այլ երկրներ:

Միջազգային համագործակցության զարգացման միտումները, արտաքին ապրանքաշրջանառության անընդհատ աճող ծավալները, երկրների միջև կապիտալի հոսքերը, և այդ հոսքերի հետ արտարժույթի ներթափանցումը երկրների ներքին արժույթային շուկա պահանջում են արժույթային փոխարժեքի ձևավորման, կարգավորման և վերահսկողության համակարգված գործողություններ: Արժույթային շուկայի կարգավորման և վերահսկողության գործառույթը իրականացնող Կենտրոնական բանկի կողմից արժույթային շուկայի կարգավորման, փոխարժեքի խիստ տատանումները մեղմելու և ներքին տնտեսությունը արտաքին հատվածից եկող շուկերից պաշտպանելու համար մշակվում է համապատասխան արժույթային քաղաքականություն:

ՀՀ կենտրոնական բանկը 2006թ. Հունվարից անցում է կատարել գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանը, որպես գործառնական նպատակ սահմանվել է տոկոսադրույքը: Այդ ռազմավարության կարևոր առավելություններից է նաև դրամավարկային քաղաքականություն իրականացնող մարմինների կող-

մից ապագայի տեսլականին միտված ծրագրերի իրագործումը, ինչն էլ ենթադրում է, որ ԿԲ բոլոր գործողությունները պետք է լինեն հեռանկարային՝ ելնելով ապագայի սպասումներից: Նոր ռազմավարությունը, նախորդի համեմատ, հնարավորություն է ընձեռել խթանելու համագործակցությունը ֆինանսական շուկաների և հասարակության միջև՝ ամսական և եռամսյակային մամլո հաղորդագրությունների, շուկայի մասնագետների հետ հանդիպումների և այլ ձևաչափերով: Անցումը գնաճի նպատակադրման ռազմավարության և դրա իրականացումը ՀՀ-ում միշտ չէ, որ հարթ են ընթացել: Այդ ճանապարհին առաջացել են մի շարք խնդիրներ, որոնցից շատերն այսօր էլ մտահոգության տեղիք են տալիս: Դրանցից գլխավորն առնչվում է ֆինանսական շուկայի թերզարգացվածությանը: Ոչ պակաս կարևոր են փոխանցման մեխանիզմի անկատարություններին, հարկաբյուջետային գերակայություններին, գնաճի ամբողջական մոդելի բացակայությանը, ակտիվների գների անվերահսկելիությանը վերաբերող և այլ հիմնահարցեր<sup>1</sup>: Գնաճի նպատակադրումը սահմանափակում է կետրոնական բանկի գործողությունների ազատությունը՝ զսպելով տնտեսական աճը: Այն նաև ենթադրում է փոխարժեքի բարձր տատանում:

Ելնելով տնտեսագիտության տեսությունում հայտնի «անհնարին երրորդություն» անվանմամբ եռնտրանքից, համաձայն որի ԿԲ-ն երեք հնարավոր նպատակներից՝ կայուն փոխարժեք, գների կայունություն և կապիտալի ազատ հոսքեր, կարող է միաժամանակ ապահովել միայն երկուսը: Հիմնականում զարգացող երկրները կանգնում են բարդ երկրնտրանքի առջև՝ այն է. նախապատվությունը տալ կա՛մ գնաճի նպատակադրմանը, կա՛մ փոխարժեքի կայունությանը: Մասնավորապես՝ այն երկրների համար, որոնց համար փոխարժեքը նպատակադրվել է որպես խարիսխ, կտրուկ անցումը լողացող ռեժիմի շատ

<sup>1</sup> Թավադյան Ա. «Դրամավարկային քաղաքականությունը տնտեսական անվտանգության տեսանկյունից», 21-դար, Երևան, 2015թ. 80-89 էջ:

բարդ է<sup>2</sup>: Տնտեսության բարձր դոլարայնացումն արգելքներ է ստեղծում գնաճի նպատակադրման հաջող իրականացման համար: Հատկապես, դոլարայնացման զգալի մակարդակը բարձրացնում է փոխարժեքի կարևորությունը ներքին տոկոսադրույքների նկատմամբ:

Գնաճի նպատակադրմանն անցած որոշ երկրներ գործ ունեն կապիտալի զգալի հոսքերի հետ: Մի շարք երկրներում դրամավարկային կարգավորման մարմինները փորձեցին համատեղել գնաճի նպատակադրումը և փոխարժեքի ամրագրումը սահմանված միջակայքում: Բայց գրեթե բոլոր այդ երկրներում, ներառյալ Չիլին, Իսրայելը, Լեհաստանը և Հունգարիան, խնդիրներ առաջացան գնաճի նպատակների իրագործման և փոխարժեքի կայունության միջև, ինչն առաջ բերեց միջակայքի ընդլայնման և վերջին հաշվով դրանից հրաժարման:

Փոխարժեքի նպատակադրման դեպքում ՀՀ ԿԲ-ն նույնպես կկորցնեք մյուս երկու նպատակներից մեկը: Սակայն փոքր բաց տնտեսության համար, ինչպիսին Հայաստանն է, ֆինանսական ներհոսքերի (ուղղակի ներդրումների կամ տրանսֆերտների) սահմանափակումը հավասարազոր է երկարաժամկետ զարգացումից հրաժարվելուն, իսկ գների կայունությունը դրամավարկային քաղաքականության հիմնական նպատակն է, ինչը ամրագրված է նաև օրենքով: Հաշվի առնելով նաև այն հանգամանքը, որ գները սոցիալական առումով ավելի կարևոր ցուցանիշ են, իսկ միջազգային փորձը ցույց է տալիս, որ երկրների զարգացման համար գների կայունությունը շատ ավելի կարևոր է, քան փոխարժեքինը, ապա ՀՀ ԿԲ-ն նախապատվությունը տվեց գների կայունությանն ու կապիտալի ազատ հոսքերին:

Փոխարժեքի նպատակադրման ռազմավարության կիրառումը ՀՀ-ում նպատակահարմար չէր պայմանավորված մի շարք գործոններով,<sup>3</sup> մասնավորապես

<sup>2</sup> Գնաճի նպատակադրման ռազմավարություն որդեգրած երկրների համար պարտադիր պայման է համարվում ազատ լողացող արժույթային քաղաքականությունը  
<sup>3</sup> ՀՀ ԿԲ կողմից գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ընդունման հիմնավորում, <https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/DVQ/npatkadrum%20hajeren.pdf>

- անկախ դրամավարկային քաղաքականության իրականացումը կդառնար անհնար,

- առկա չէր արդյունավետ ամրակցելի արժույթ: Քանի որ ՀՀ հիմնական տնտեսական գործընկերներն են Ռուսաստանը և Եվրոպական Միությունը, ԱՄՆ դոլարը չի կարող ծառայել որպես այդպիսին,

- Դրամավարկային քաղաքականության մշակումն ու իրականացումն ուղեկցվում են գների կայունության ապահովմամբ, և վերջինիս «գոհաբերումը» ոչ միայն անօրինական, այլև նույնիսկ հակասահմանադրական է, ուստի, այս տեսանկյունից, փոխարժեքը չէր կարող օգտագործվել որպես համապատասխան քաղաքականության ռազմավարության անվանական խարիսխ:

Սակայն դոլարայնացման բարձր մակարդակի պատճառով ՀՀ ԿԲ հաճախ ստիպված է լինում ֆինանսական շուկայում գործառնությունների միջոցով կարգավորել փոխարժեքի մակարդակը՝ ֆինանսական կայունության և գնաճի նպատակային մակարդակի ապահովման համար: Դոլարայնացումը հատուկ է անցումային տնտեսություն ունեցող զարգացող երկրներին<sup>4</sup>: ՀՀ-ում դոլարայնացումն արմատավորվել է ազգային արժույթի ներդրման պահից, երբ դրամի նկատմամբ կար անվստահություն: ՀՀ-ում դոլարայնացումը սկզբնական շրջանում արմատավորվել է տնտեսության իրական հատվածում, այնուհետև, խորացել՝ ֆինանսական հատվածում: Հետձգնաժամային շրջանում դոլարայնացման մակարդակը բարձրացել է և տնտեսական ինստիտուտների զարգացման ու մակրոտնտեսական իրավիճակի կայունացման պայմաններում էլ դոլարայնացման մակարդակը ՀՀ-ում շարունակում է մնալ բարձր<sup>5</sup>:

<sup>4</sup> Calvo G.A., Mishkin F.S., The Mirage of Exchange Rate Regimes for Emerging Market Countries, NBER Working Paper 9808, June 2003, pp. 12-23

<sup>5</sup> Հաշվի առնելով, որ ՀՀ-ում ոչ պաշտոնական դոլարացման երևույթը արմատավորված է և դրսևորվում է ինչպես իրական, այնպես էլ ֆինանսական հատվածում ՀՀ ԿԲ-ն դոլարայնացման մակարդակը չափում է հետևյալ հինգ ուղղություններով. D1-ռեզիդենտների արտարժույթային ավանդների և փողի զանգվածի հարաբերակցություն: Սա որակական ցուցանիշ է և գնահատում է ազգային արժույթի նկատմամբ ունեցած վստահության աստիճանը: D2-ռեզիդենտների արտարժույթային ավանդների և ռեզիդենտների ընհանուր ավանդների հարաբերակցություն: Այս ցուցանիշը ցույց է տալիս

Ըստ ՀՀ ԿԲ տվյալների 2018թ. մայիսի դրությամբ դոլարայնացման մակարդակը ՀՀ-ում կազմել է համապատասխանաբար՝ 43.7, 52.5, 49.4, 63.4, 60.1 տոկոս<sup>6</sup>: Ճիշտ է, 2017թ. դեկտեմբերի նկատմամբ D1, D2, D4, D5 ցուցանիշների որոշակի նվազում արձանագրվել է, սակայն սա բավականին բարձր ցուցանիշ է, և եթե հաշվի առնենք նաև ներմուծման մեծ կշիռը ընդհանուր առևտրաշրջանառության մեջ, ապա ակնհայտ է, որ փոխարժեքի տատանողականությունը կարող է խոչընդոտել ինչպես դրամավարկային քաղաքականության հիմնական նպատակի՝ գների կայունության ապահովմանը, այնպես էլ մակրոտնտեսական կայունության ապահովմանը:

2016թ. ԱՄՆ-ի դասակարգմամբ ՀՀ ԿԲ-ն դասվել է լողացող փոխարժեքի ռեժիմ վարող ԿԲ-ների շարքում<sup>7</sup>: Սակայն, դրանից առաջ՝ 2014 և 2015 թվականներին ՀՀ ԿԲ-ն դասվել էր դե-ֆակտո սողացող հաստատագրված ռեժիմով փոխարժեքի քաղաքականություն վարողների շարքում<sup>8</sup>: Ի դեպ, երկրների կողմից որդեգրված փաստացի՝ դե-ֆակտո արժույթային ռեժիմները հաճախ տարբերվում են հայտարարված դե-յուրե ռեժիմներից: Այս անհամա-

տնտեսական գործակալների արժույթային նախապատվությունները ավանդադրման ժամանակ: D3-ռեզիդենտ ֆիզիկական անձանց արտարժույթով ցպահանջ ավանդների կշիռը ռեզիդենտ ֆիզիկական անձանց ընդհանուր ժամկետային ավանդներում: D4-ռեզիդենտ ֆիզիկական անձանց արտարժույթով ժամկետային ավանդների կշիռը ռեզիդենտ ֆիզիկական անձանց ընդհանուր ժամկետային ավանդներում: D5-ռեզիդենտ իրական հատվածին արտարժույթով տրամադրված վարկերի և ռեզիդենտ իրական հատվածին տրամադրված ընդհանուր վարկերի հարաբերակցություն:

<sup>6</sup> ՀՀ կենտրոնական բանկի տեղեկագիր, 2018, Մայիս, թիվ 5 (237) էջ 64, [https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/tex\\_V\\_18.pdf](https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/tex_V_18.pdf)

<sup>7</sup> “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2016”, International Monetary Fund Washington 2016, p. 7, available at: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2017/01/25/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2016-43741>

<sup>8</sup> “Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014”, International Monetary Fund Washington 2014, p. 5, available at: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2016/12/31/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2014-41643>

“Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2015”, International Monetary Fund Washington 2015, p. 6, available at: <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2017/01/25/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2015-42751>

պատասխանությունը Գ. Կալվոյի և Կ. Ռեյնհարտի կողմից անվանվեց «լողալուց վախ» (fearoffloating)<sup>9</sup>: Հեղինակներն ուսումնասիրել և ներկայացրել են միշարք պատճառներ, որոնք բացատրում են «լողալուց վախ» երևույթը.

- զարգացող երկրներում փոխարժեքից գնաճ փոխանցման մեխանիզմը բավականին արտահատված է, ուստի փոխարժեքի կայունությունը դիտարկվում է որպես գնաճի ցածր կայուն մակարդակի ապահովման հիմք,

- դրամավարկային և արժույթային քաղաքականություն իրականացնող մարմինների հանդեպ անվստահությունը ստիպում է նրանց մեծ ուշադրություն դարձնել փոխարժեքի կայունությանը,

- փոխարժեքի տատանումները բացասաբար են անդրադառնում արտաքին առևտրի վրա,

- զարգացող երկրներում մեծ ծավալների են հասնում մասնավոր և պետական արտաքին պարտավորությունները, և արտարժույթի կտրուկ տատանումները, հատկապես արժեզրկումը, կարող են հանգեցնել ֆինանսական համակարգի անհաշվեկշռվածության:

Վերը թվարկված պատճառներից հարց է առաջանում, թե ինչու այդ դեպքում երկրները պարզապես չեն հայտարարում և իրականացնում ֆիքսված արժույթային քաղաքականություն: Տեսաբաններ Ա. Բարաժաւը, Ա. Էրիկսոնը և Ռ. Ստեյները<sup>10</sup> ներկայացրել են «Չայտարարելու վախ» երևույթի հետևյալ հիմնական պատճառները.

- փոխարժեքի ճկունությունը որոշ երկրների համար ծառայում է որպես ճգնաժամային իրավիճակներում ապահովագրման մեխանիզմ, և դե-յուրե պահպանելով լողացող արժույթային ռեժիմ՝ այդ երկրները հնարավորություն են ունենում տնտեսության անկայուն իրավիճակներում գործել ավելի ազատ և իրավունք ունենալ ուշադրություն չդարձնել փոխարժեքի տատանումներին,

- շուկայի մասնակիցները հաճախ հնարավորություն չունեն պարզելու հայտարարված և փաստացի իրականացվող քաղաքականությունների միջև տարբերությունները, հե-

<sup>9</sup> Hausmann R., Panizza U., Stein E., “ Why Do Countries Float the Way they Float? ”, Inter-American Development bank, May 2000, Working Paper 418, p. 4-5

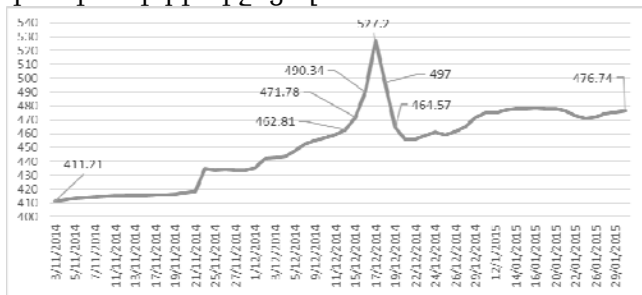
<sup>10</sup> Barajas A., Erickson A., Steiner R., “Fear of Declaring: Do Markets Care What Countries Say About Their Exchange Rate Policies?”, IMF Staff Papers, Vol. 55, No. 3

տևաբար, նրանց գործողություններն ու սպասումները դառնում են ավելի կառավարելի,

- 1990-2000թթ. զարգացող երկրներում ծագած բազմաթիվ արժույթային ճգնաժամերից հետո, ընդհանուր առմամբ, որոշակի բացասական վերաբերմունք է ձևավորվել հաստատագրված ռեժիմների նկատմամբ:

Կենտրոնական բանկի միջամտությունը փոխարժեքի ձևավորման գործընթացում ակնհայտ էր նաև 2014թ. տարեվերջին՝ սկսած նոյեմբերից, երբ արտաքին շուկերի ազդեցության հետևանքով փոխարժեքը կտրուկ արժեզրկվել էր:

2014թ.-ի նոյեմբեր-դեկտեմբեր ամիսներին ՀՀ դրամի տատանումները ներկայացնենք գծապատկերի միջոցով.



*Գծապատկեր 1. ԱՄՆ դոլար / ՀՀ դրամ փոխարժեքը 2014թ. նոյեմբեր – 2015թ. հունվար ժամանակահատվածում՝ օրական կտրվածքով*

ՀՀ դրամի արժեզրկումը ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ սկսվեց 2014 թվականի նոյեմբերի սկզբից և արագացավ նոյեմբերի 21-ից, երբ ընդամենը մեկ օրվա ընթացքում ԱՄՆ դոլարն արժևորվեց 17 դրամով՝ 418.4 դրամից դառնալով 435 ՀՀ դրամ: Դրամի արժեզրկումն էլ ավելի անկանոն դարձավ դեկտեմբերին: Մասնավորապես, դեկտեմբերի 15-ին ԱՄՆ դոլարը ՀՀ դրամի նկատմամբ՝ նախորդ աշխատանքային օրվա համեմատ արժևորվեց մոտ 9 դրամով, դեկտեմբերի 16-ին ավելի քան 20 դրամով, իսկ դեկտեմբերի 17-ին՝ հատելով 500 դրամի «հոգեբանական մակարդակը», արժևորվեց ավելի քան 36 դրամով և կազմեց 527 դրամ: Համաշխարհային շուկաներում դոլարի արժևորմամբ, տնտեսվարողների և սպառողների խուճապային վարքագծով պայմանավորված վերոնշյալ տատանումներից հետո՝ նաև Կենտրոնական Բանկի բավականաչափ միջամտությունների շնորհիվ, դրամի փոխարժեքի տատանումները որոշակիորեն

նվազեցին: ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ պահանջարկի կտրուկ աճը մասամբ նաև սպեկուլյատիվ էր, ինչն ավելի դժվարացրեց ՀՀ ԿԲ կողմից փոխարժեքի կայունության ապահովմանն ուղղված գործիքակազմի կիրառումը:

Դեկտեմբերի 18-ի օրվա ավարտին ԱՄՆ դոլարն արժեր արդեն 497 ՀՀ դրամ, դեկտեմբերի 19-ին՝ 464.57, իսկ դեկտեմբերի 20-ին՝ 455.75 ՀՀ դրամ: ՀՀ դրամը ևս մի փոքր արժեզրկվելով ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ 2015թ.-ի հունվար ամսի երկրորդ կեսից սկսեց կայունանալ՝ 1 ԱՄՆ դոլարը 470-480 ՀՀ դրամ միջակայքում:

Ինչպես հայտնի է ազգային արժույթի արժեզրկումը խթանում է տնտեսական ակտիվությունը՝ հայրենական արտադրանքն արտաքին շուկաներում դառնում է մրցունակ, արտահանման ծավալներն ավելանում են, ինչն էլ խթանում է արտադրության և արտահանման կազմակերպումը: Սակայն, հաշվի առնելով ՀՀ արտաքին առևտրի բացասական հաշվեկշիռը (տես՝ Գծապատկեր 2), ինչպես նաև դոլարայնացման բարձր մակարդակը՝ ՀՀ տնտեսությունում ազգային արժույթի արժեզրկումը կհանգեցնի ներքին գների և արտարժույթային ռիսկերի աճին, որը կարող է չեղոքացնել արտահանման խթանումից ստացված դրական արդյունքը: Ստացվում է, որ ՀՀ դրամի և՛ արժեզրկումը, և՛ արժևորումը ունենում են բացասական հետևանքներ: Հետևաբար ՀՀ տնտեսությունում կարևորվում է փոխարժեքի կայունության ապահովումը:

Փոխարժեքի կայունության ապահովումը պահանջում է համախառն արտաքին ակտիվների բավարար մակարդակի առկայություն: ՀՀ ԿԲ համախառն արտաքին ակտիվների ծավալը 2018թ. առաջին եռամսյակի վերջի դրությամբ կազմում է 2234.25 մլն ԱՄՆ դոլար<sup>11</sup>, այդ թվում՝ միջազգային պահուստները՝ 2234.15 մլն ԱՄՆ դոլար: Միջազգային պահուստները 2018թ. մայիսին միջազգային պահուստները կրճատվել են և կազմել 2007.8 մլն ԱՄՆ դոլար<sup>12</sup>: Միջազգային պահուստների գնահատումը կարևոր նշանակություն ունի երկրի արտա-

<sup>11</sup> <https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/FA%2031.03.2018.pdf>

<sup>12</sup> ՀՀ կենտրոնական բանկ, ՀՀ միջազգային պահուստների կառուցվածքը (ամսական), արտաքին հատվածի վիճակագրություն, էլ. աղբյուր՝ [https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat\\_data\\_arm/7.International%20reserves\\_arm.xls](https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/7.International%20reserves_arm.xls)

քին կայունությունը գնահատելու տեսանկյունից:

Միջազգային պահուստների բավարարելիությունը գնահատելու համար օգտագործվում են տարբեր մոտեցումներ, որոնցից ամենատարածվածներն են՝

1. Արտաքին պահուստների և ներմուծման ծավալի հարաբերակցությունը, որը ցույց է տալիս, թե շոկի ի հայտ գալու դեպքում քանի ամիս ներմուծումը կարող է իրականացվել պահուստների հաշվին:

2. Արտաքին պահուստների և կարճաժամկետ արտաքին պարտավորությունների հարաբերակցությունը<sup>13</sup>:

3. Արտաքին պահուստները պետք է գերազանցեն փողի զանգվածի 20 տոկոսը:

4. Միասնական մեթոդը, որում ներառվում են կարճաժամկետ արտաքին պարտավորությունները և ընթացիկ հաշվի բացասական մնացորդը: Մեկ այլ միասնական մեթոդ են առաջարկում Վիջնհոլդսը և Կապտեյնը՝ կարճաժամկետ արտաքին պարտավորությունների հետ միասին կիրառելով փողի բազան<sup>14</sup>:

5. Արժույթի միջազգային հիմնադրամի կողմից կիրառվող մոտեցումը, ըստ որի արտաքին պահուստների նվազագույն մակարդակը հաշվարկելու համար օգտագործվում են արտահանումից ստացվող եկամուտները, փողի բազան, կարճաժամկետ պարտքը, այլ պարտավորությունները<sup>15</sup>: Այս ցուցանիշները ազդեցություն են օգտագործվելով համապատասխան գործակիցներ, որոնք ներկայացված են Աղյուսակ 1-ում: Այսպես՝ լողացող փոխարժեքի ռեժիմ ունեցող երկրի համար արտաքին պահուստների նվազագույն մակարդակն հաշվարկելու համար արտահանումից ստացվող եկամուտների 5%-ին գումարվում է փողի բազայի 5%-ը, արտաքին երկարաժամկետ պարտքի 15%-ը և արտաքին կարճաժամկետ պարտքի 30%-ը: Հարկ է նշել, որ ԱՄՆ-ն օգտագործում է տարբեր գործակիցներ ամրագրված և լողացող փոխարժեքի ռեժիմ ունեցող երկրների համար՝ որպես հիմք ընդունելով

այն հանգամանքը, որ փոխարժեքի ամրագրումը կամ դրա ցանկալի մակարդակի ապահովումը պահանջում է հավելյալ պահուստների առկայություն:

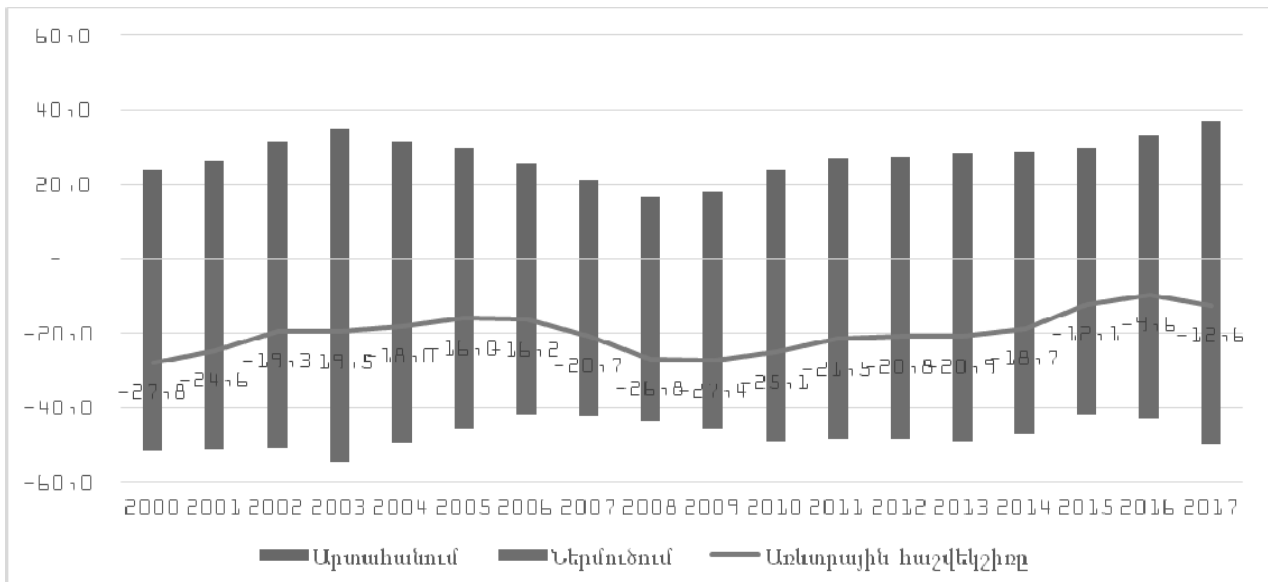
Ըստ վերոնշյալ մոտեցումների գնահատել ենք ՀՀ կենտրոնական բանկի միջազգային պահուստների բավարարելիության մակարդակը, որի արդյունքները ներկայացված են Գծապատկեր 2-ում: Միջազգային պահուստները 2018թ. մարտի վերջի դրությամբ կազմել են 2234.1 մլն ԱՄՆ դոլար, որը գերազանցում է ներմուծման 3 ամիսների միջին ծավալը, կարճաժամկետ արտաքին պարտքի 100%-ը, փողի զանգվածի 20%-ը, ինչպես նաև լողացող փոխարժեքով երկրների համար ԱՄՆ մեթոդաբանությամբ հաշվարկված պահուստների նվազագույն մակարդակը: Միևնույն ժամանակ, հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ ՀՀ տնտեսությունում փոխարժեքը հիմնականում ազատ լողացող չէ, արտաքին պահուստները պետք է նաև ավելին լինեն քան հաստատագրված փոխարժեքի ռեժիմով երկրների համար սահմանված կշիռներով հաշվարկված պահուստների նվազագույն մակարդակը, ինչը, սակայն, չենք կարող ասել ՀՀ պահուստների վերաբերյալ սկսած 2010 թվականից:

Եթե ՀՀ տնտեսության համար կիրառենք ԱՄՆ ոչ լողացող փոխարժեքի ռեժիմ ունեցող երկրների համար սահմանված մեթոդաբանությունը, ապա կարող ենք նշել, որ ՀՀ արտաքին պահուստների անհրաժեշտ նվազագույն մակարդակը 2017թ. վերջի դրությամբ կազմել է 2906.4 մլն ԱՄՆ դոլար, մինչդեռ փաստացի պահուստները եղել են 20.4 տոկոսով ավելի ցածր՝ 2314.1 մլն ԱՄՆ դոլար (տես Գծապատկեր 3): 2018թ. մարտի վերջի դրությամբ նույն մեթոդաբանությամբ հաշվարկված պահուստների նվազագույն մակարդակը կազմել է 2634.5 մլն. ԱՄՆ դոլար, իսկ փաստացի պահուստները կազմել են 2234.1 մլն. ԱՄՆ դոլար, ինչը նշանակում է, որ վերջիններս պետք է համարվեն 400.4 մլն. ԱՄՆ դոլարով կամ միջազգային պահուստները պետք է աճեն 17.9 տոկոսով:

<sup>13</sup>«Greenspan-Guidotti»-ի կանոնը

<sup>14</sup>Kapteyn A., de Beaufort W.O., Reserve Adequacy in Emerging Market Economies, IMF Working Paper 01/143, September 2001, pp. 13-24

<sup>15</sup>Guidance Note on The Assessment of Reserve Adequacy and Related Considerations, The IMF staff report, June 2016, p. 25

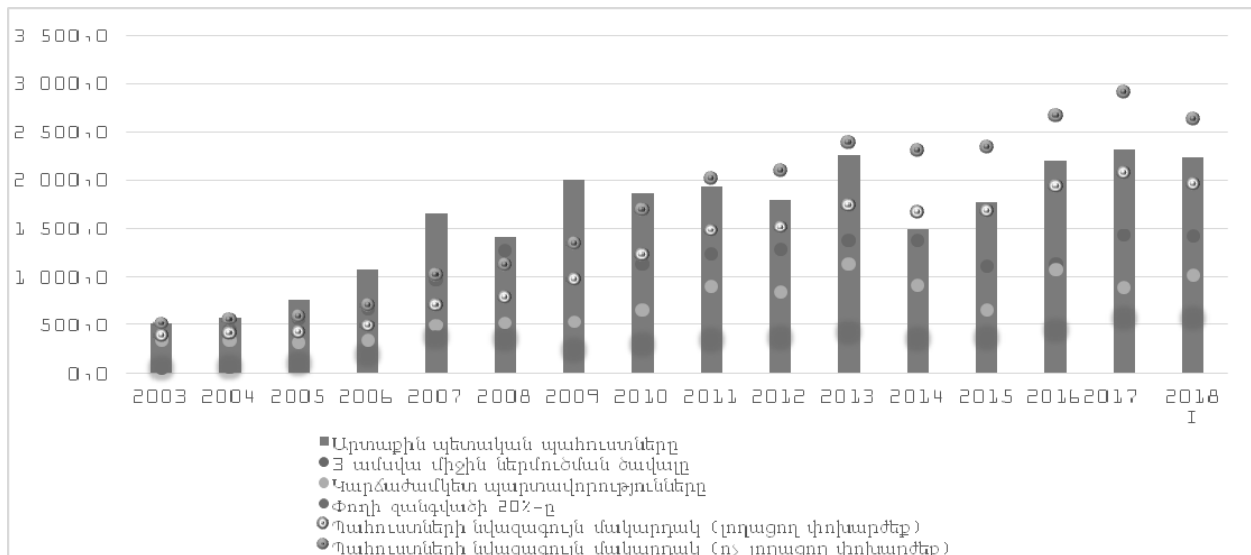


Գծապատկեր 2. ՀՀ առևտրային հաշվեկշիռը 2000-2017թթ., % ՀՆԱ-ում<sup>1</sup>

Աղյուսակ 1.

Արժույթի միջազգային հիմնադրամի կողմից արտաքին պահուստների նվազագույն մակարդակի հաշվարկման համար կիրառվող գործակիցները<sup>2</sup>, %

	Կարճաժամկետ պարտք	Երկարաժամկետ պարտք	Փողի զանգված	Արտահանում
Ամրագրված փոխարժեք	30	20	10	10
Լողացող փոխարժեք	30	15	5	5



Գծապատկեր 3. ՀՀ կենտրոնական բանկի արտարժույթային պահուստները և դրանց բավարարելիության գնահատումը 2003-2018թթ., մլն ԱՄՆ դոլար<sup>3</sup>

<sup>1</sup> ՀՀ Վճարային հաշվեկշիռ, ՀՀ ԱՎԾ Վիճակագրական տվյալների բազաներ էլ. աղբյուր՝ <http://armstat.am/am/?nid=203>  
<sup>2</sup> նույն տեղում, էջ. 13

<sup>3</sup> Աղբյուրը՝ ՀՀ ՎԲ, ՀՀ միջազգային պահուստների կառուցվածքը (ամսական)», Արտաքին հատվածի վիճակագրություն, էլ. աղբյուր՝ <https://www.cba.am/am/SitePages/statexternalsector.aspx> (մուտքը՝ 10.06.2018թ.)