

26

ՀՈՒՆՎԱՐԻ
2023

Luys



Lnyu®

ՀՀ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ԱՃԻ ԿԱՌՈՒՑՎԱԾՔԻ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆ
(ՀԵՌԱՆԿԱՐԱՅԻՆ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՀԱՄԱՏԵՔՍՏՈՒՄ)

ՀՀ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ԱՃԻ ԿԱՌՈՒՑՎԱԾՔԻ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆ (ՀԵՌԱՆԿԱՐԱՅԻՆ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՀԱՄԱՏԵՔՍՈՒՄ)



ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

| | |
|--|----|
| ՀԱՊԱՎՈՒՄՆԵՐ | 1 |
| ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ | 2 |
| 1. ՀՀ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ԱՃԻ ԿԱՌՈՒՑՎԱԾՔԸ | 4 |
| 2. ՀԱՄԱԽԱՈՆ ՆԵՐՔԻՆ ԱՐԴՅՈՒՆՔԻ ԿԱՌՈՒՑՎԱԾՔԻ ՄԻՋԵՐԿՐԱՅԻՆ ՀԱՄԵՄԱՏԱԿԱՆՆԵՐ | 9 |
| 3. ԿԱՊԻՏԱԼԻ ԶՈՒՏ ՆԵՐՀՈՍՔԻ ԿՏՈՒԿ ԱՃԻ ՀԵՏԵՎԱՆՔՆԵՐԸ ԵՎ ՄԱԿՐՈՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՀՆԱՐԱՎՈՐ ԱՐՁԱԳԱՆՔԸ | 14 |
| ԱՄՓՈՓՈՒՄ | 32 |

ՀԱՊԱՎՈՒՄՆԵՐ

| | |
|--------------|--|
| ԿԲ | Կենտրոնական բանկ |
| ԱՄՀ | Արժույթի միջազգային հիմնադրամ |
| ՀԲ | Համաշխարհային բանկ |
| ՀՀ | Հայաստանի Հանրապետություն |
| ՀՆԱ | Համախառն ներքին արդյունք |
| ՀԲ ՄԲԵ խումբ | Համաշխարհային բանկի միջինից բարձր եկամտով երկրների խումբ |

ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ

Տնտեսական քաղաքականության առանցքային նպատակներից է բարձր և կայուն տնտեսական աճի ապահովումը, որի պայմաններում հնարավոր է ապահովել երկրի զարգացումը և բնակչության կենսամակարդակի շարունակական բարելավումը: ՀՀ կառավարությունը ևս իր հնգամյա ծրագրով թիրախավորել է բարձր տնտեսական աճի ապահովումը, որը պետք է հիմք հանդիսանա սոցիալական թիրախների ապահովման համար: Այնուամենայնիվ, հաճախ տնտեսական աճի տեմպից առավել կարևոր է դրա կայունությունը, քանի որ ոչ կայուն աճի պայմաններում նվազում է կանխատեսելիությունը և վտանգվում է երկարաժամկետ զարգացմանը միտված ներդրումային ծրագրերի իրագործումը:

Տնտեսական աճի կայունությունը մեծապես կախված է աճի հիմքում ընկած գործոնների կայունությունից: Մասնավորապես, եթե բարձր տնտեսական աճ ապահովող որոշակի գործոններ մեծ հավանականությամբ կարող են չեզոքանալ, ապա այդպիսի տնտեսական աճը չի կարելի համարել կայուն: Նմանատիպ իրավիճակ է լինում, երբ տնտեսական աճը հիմնված է լինում ներքին պահանջարկի վրա, և աճը գեներացվում է տնտեսության «ոչ արտահանելի» ճյուղերում (շինարարություն, առևտուր, ծառայություններ): Այս դեպքում ներքին պահանջարկի ցանկացած շոկ (որը հաճախ առաջանում է արտաքին գործոնների փոփոխության ազդեցությամբ) կարող է հանգեցնել տնտեսական աճի զգալի դանդաղման կամ նույնիսկ տնտեսական անկման (ինչպես արձանագրվել է ՀՀ տնտեսությունում 2009, 2016 և 2020 թվականներին): Հետևաբար, տնտեսական աճի կայունության վերաբերյալ դատողություններ անելու համար, անհրաժեշտ է ուսումնասիրել աճի կառուցվածքը՝ ըստ տնտեսության ճյուղերի, և աճի հիմքում ընկած հիմնական գործոնները:

Սույն հետազոտությունը նվիրված է ՀՀ տնտեսության զարգացման օպտիմալ հետազոծի վերհանման նպատակով տնտեսական աճի համակողմանի վերլուծությանը: Այդ նպատակով նախ իրականացվել է ՀՀ ներկա իրավիճակի և զարգացման դինամիկայի վերլուծություն, նշվել են վերջին տարիներին տեղի ունեցած առավել էական փոփոխությունները և տնտեսական աճի վրա դրանց հավանական ազդեցությունները: Մասնավորապես, ընդգծվել է, որ տարիների ընթացքում տնտեսական աճը գնալով ավելի ու ավելի շատ է պայմանավորված լինում ծառայությունների և առևտրի ոլորտներով: Ըստ էության, դիտարկվող ժամանակաշրջանում **ՀՆԱ-ում զգալիորեն աճել է տնտեսության «ոչ արտահանելի» և նվազել «արտահանելի» հատվածների տեսակարար կշիռը: Փոխվել է նաև ՀՆԱ-ի բաղադրիչներից յուրաքանչյուրի ավելացված արժեք «գեներացնելու» «կարողությունը»:**

Նկատի ունենալով, որ վերջին տարիներին տնտեսական զարգացումը, ըստ էության, ընթանում է առանց արդյունաբերության և գյուղատնտեսության «նշանակալի մասնակցության» (փոխարենն ավելացել են տնտեսական աճին ծառայությունների, առևտրի և շինարարության ոլորտների նպաստումները), աշխատանքում անդրադարձ է կատարված այդպիսի տնտեսական աճի հեռանկարներին ու վտանգներին: Այդ նպատակով ՀՀ տնտեսության կառուցվածքը համեմատվել է ՀԲ դասակարգմամբ միջինից բարձր եկամտով երկրների խմբում մեր երկրի խմբակից և, միաժամանակ, մոտավորապես նույն մակրոտնտեսական պայմաններով երկրների հետ: **Համեմատությունը ցույց է տվել, որ գյուղատնտեսության և արդյունաբերության ոլորտի մասնաբաժինների կրճատումը և ծառայությունների ոլորտի մասնաբաժնի ավելացումն առավել հաճախ զուգորդվում են ճգնաժամերի նկատմամբ այդ երկրների դիմադրողականության անկմամբ:**

Բացի այդ, վերլուծությունում անդրադարձ է կատարվել ՀՀ տնտեսության վրա կապիտալի ներհոսքի (արտաքին դրամական փոխանցումներ) աճի ազդեցությանը՝ 2022թ. զարգացումների համատեքստում: Մասնավորապես, 2022թ. կապիտալի զուտ ներհոսքի կտրուկ աճը հանգեցրել է պահանջարկի կտրուկ աճին, ՀՀ ազգային արժույթի արժևորմանը և տնտեսության ոչ «արտահանելի» հատվածի առաջանցիկ աճին, ինչը միջնաժամկետում կարող է առաջացնել տնտեսության «գերտաքացում», արտաքին շուկաներում մրցունակության անկում և տնտեսության դիմադրողականության նվազում: Հաշվի առնելով, այդ հանգամանքը, աշխատանքում ներկայացվել է նախկինում նմանատիպ խնդիր ունեցած մի քանի (Հարավարևելյան Ասիայի) երկրների՝ իրավիճակը հաղթահարելու ուղղությամբ ձեռնարկված քայլերը, այդ քայլերից յուրաքանչյուրի առավելություններն ու թերությունները, կիրառման դժվարությունները և այլն: Ուսումնասիրությունը ցույց է տվել, որ կապիտալի զուտ ներհոսքի աճի բացասական հետևանքները չեզոքացնելու(մեղմելու) նպատակով դիտարկվող բոլոր երկրներում միմյանց հետ համաձայնեցված կերպով կիրառվել են մի քանի գործիքներ, և այդ գործում ներգրավված են եղել ինչպես կենտրոնական (ազգային) բանկը, այնպես էլ կառավարությունը: Մինչդեռ, տպավորությունն այնպիսին է, որ Հայաստանում դեռևս ակտիվ դերակատարում ունի դրամավարկային քաղաքականությունը՝ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի շարունակական բարձրացման մասով, իսկ հարկաբյուջետային քաղաքականության միջոցառումները տեսանելի չեն: ՀՀ դեպքում անհրաժեշտ է ավելի ակտիվացնել հարկաբյուջետային քաղաքականության միջոցառումները՝ շեշտադրվելով մակրոտնտեսական կայունության ամրապնդումը, ռեսուրսների վերաբաշխումը «գերտաքացող»

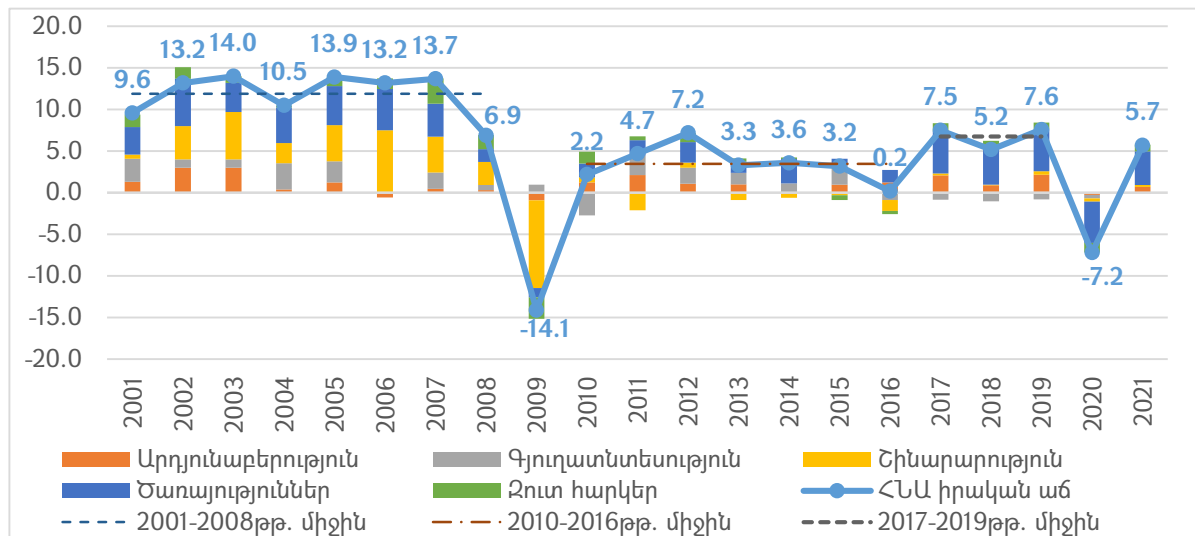
ուղորտներից «արտահանելի» ուղորտներ, ինչպես նաև մեծացնելով ներդրումները ենթակառուցվածքներում:

1. ՀՀ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ԱՃԻ ԿԱՌՈՒՑՎԱԾՔԸ

Բարձր տնտեսական աճը երկրի սոցիալ-տնտեսական զարգացման և բնակչության բարեկեցության բարելավման առանցքային գործոններից է: Միևնույն ժամանակ, կարևոր է նաև տնտեսական աճի կառուցվածքը, քանի որ ոչ կայուն հիմքերի վրա գեներացվող բարձր աճերը հետագայում ավարտվում են կտրուկ անկմամբ՝ ցավոտ հետևանքներ ունենալով տնտեսության և բնակչության համար: Այս առումով, բարձր, բայց տատանողական աճերից ավելի նախընտրելի է համեստ, բայց կայուն տնտեսական աճի ապահովումը:

ՀՀ-ում տնտեսական աճը բավական բարձր տեմպով առանձնանում է 2001-2008թթ. ժամանակահատվածում, երբ իրական աճի միջին տարեկան տեմպը կազմել է 11.9%՝ հիմնականում պայմանավորված շինարարության բարձր աճով, որն էլ իր հերթին արդյունք էր էապես բարձր արտաքին դրամական փոխանցումների: Այդ տարիներին արձանագրվում էր մեծ ծավալով արտաքին դրամական միջոցների ներհոսք, որը հանգեցնում էր ՀՀ դրամի շարունակական արժևորման և «ոչ արտահանելի» ճյուղերի առաջանցիկ աճին: Որպես կանոն, «ոչ արտահանելի» ճյուղերը, օրինակ՝ բնակարանային շինարարությունը և առևտուրը, գրեթե չեն նպաստում տնտեսության ներուժի աճին, իսկ իրավիճակի փոփոխության դեպքում դրանց աճը կարող է կտրուկ կանգ առնել՝ հանգեցնելով ինչպես այդ ուղորտի, այնպես էլ հարակից սպասարկող ուղորտների անկմանը: Այդ իսկ պատճառով, կայուն տնտեսական աճի տեսանկյունից կարևորվում է «արտահանելի» ճյուղերի աճը (օրինակ՝ արդյունաբերության և գյուղատնտեսության), որոնք պակաս զգայուն են արտաքին ցնցումների հետևանքով ներքին պահանջարկի փոփոխության նկատմամբ, և որոնց զարգացումը հանգեցնում է երկրի մրցունակության բարձրացմանը:

Գծապատկեր 1. Իրական ՀՆԱ-ի աճը (%) և տնտեսության ճյուղերի նպաստումները (տոկոսային կետեր)¹



«Ոչ արտահանելի» ճյուղերի մի քանի տարի շարունակ արձանագրված բարձր աճից հետո ՀՀ-ում 2009-ին կտրուկ անկում արձանագրվեց, երբ դրամական փոխանցումների (արտաքին կապիտալի) ներհոսքի կտրուկ նվազումը (համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի արդյունքում) հանգեցրեց բավական լուրջ՝ 14.1% տնտեսական անկման: Նկատենք, որ տնտեսական անկմանը մեծապես նպաստել էր շինարարության ճյուղը՝ «ապահովելով» անկման շուրջ 10.5 տոկոսային կետը:

2009 թվականից հետո ՀՀ տնտեսությունում տեղի են ունեցել կառուցվածքային փոփոխություններ, և տնտեսական աճի տեմպն էականորեն դանդաղել է՝ 2010-2016 թվականներին կազմելով միջին հաշվով 3.5%: Շինարարության ոլորտը, որը նախկինում տնտեսական աճի հիմնական շարժիչ ուժն էր, այս փուլում իրական ՀՆԱ-ի աճին ունեցել է զրոյական կամ բացասական նպաստում:

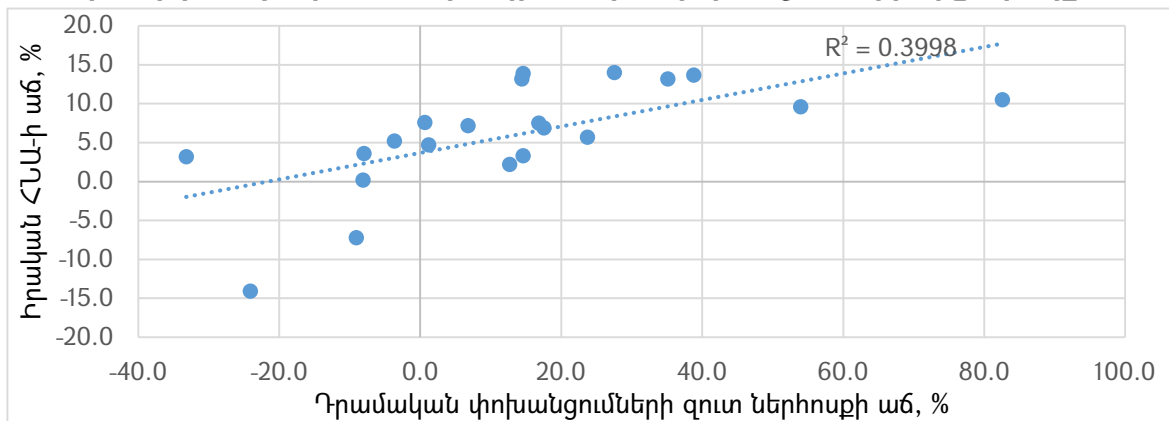
Տնտեսական աճի որոշակի արագացում է նկատվել նաև 2017-2019 թվականներին (միջին հաշվով՝ 6.8%)՝ սակայն այս դեպքում հիմնականում պայմանավորված ծառայությունների աճով: Մասնավորապես, այս տարիներին հիմնականում աճում էին խաղային ոլորտի ծառայությունները, որոնք առավելապես հիմնված են ներքին պահանջարկի վրա, հետևաբար, այս տարիների աճը նույնպես իր «որակով» բավարար չէր: Նմանատիպ տնտեսական կառուցվածքի պայմաններում, 2020թ. ճգնաժամը ՀՀ տնտեսության վրա ունեցավ բավական խորը ազդեցություն: ՀՀ տնտեսական անկումը կազմեց շուրջ 7.2%, որն ամենաբարձրերից է տարածաշրջանի և ՀՀ-ին համադրելի այլ երկրների շարքում

¹ Աղբյուրը՝ ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի տվյալներ և հեղինակի հաշվարկներ:

(ավելի խորը տնտեսական անկում նախկին խորհրդային հանրապետություններից գրանցվել է միայն Ղրղզստանում՝ 8.4% և Մոլդովայում՝ 7.4%):

Հատկանշական է, որ ՀՀ տնտեսական աճը զգալիորեն կոռելացված է արտաքին դրամական փոխանցումների հետ: Գծապատկեր 2-ում ներկայացված է այդ ցուցանիշների կապը, որտեղ երևում է, որ ՀՀ-ում բարձր տնտեսական աճ գրանցված տարիներին հիմնականում գրանցվել է նաև դրամական փոխանցումների բարձր աճ: Իսկ այն տարիներին, երբ արտաքին դրամական փոխանցումները նվազել են, տնտեսական աճը եղել է բավական ցածր կամ գրանցվել է տնտեսական անկում: Սա նույնպես այն երևույթի հետևանքն է, որ ՀՀ-ում բարձր տնտեսական աճերը հիմնականում գրանցվել են ներքին պահանջարկի աճի արդյունքում, իսկ ներքին պահանջարկը հիմնականում էական աճ գրանցել է արտաքին դրամական փոխանցումների հաշվին:

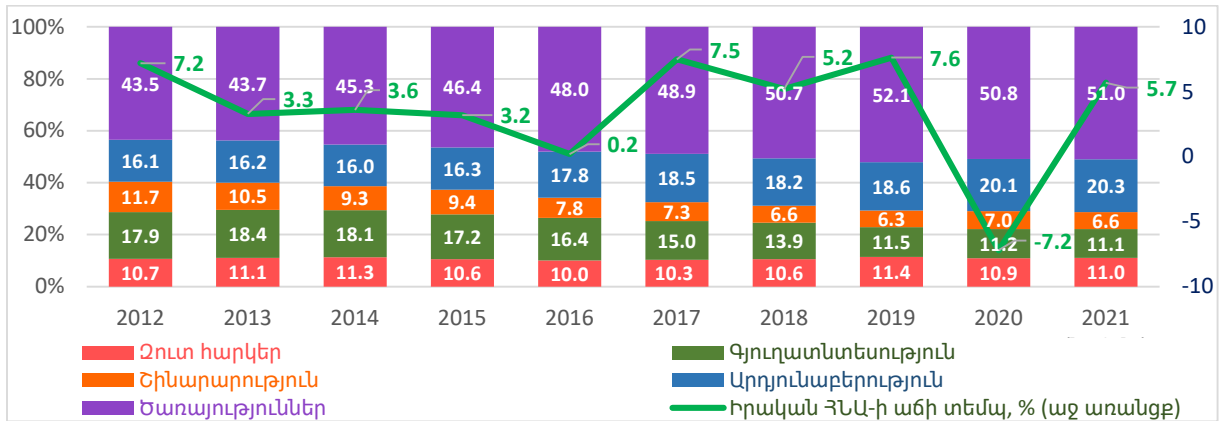
Գծապատկեր 2. Իրական ՀՆԱ-ի և դրամական փոխանցումների միջև կապը²



Վերոնշյալ զարգացումների արդյունքում, ՀՆԱ-ի կառուցվածքը ենթարկվել է զգալի փոփոխությունների (Գծապատկեր 3): Մասնավորապես, ծառայությունների տեսակարար կշիռն աճել է՝ 2012 թվականի 43.5%-ի համեմատ 2021 թվականին կազմելով 51.0%: Փոխարենը գյուղատնտեսության տեսակարար կշիռը նույն ժամանակահատվածում, ընդհակառակը, նվազել է՝ 2012 թվականի 17.9%-ի համեմատ 2021 թվականին կազմելով 11.1%: Ինչպես և սպասելի էր, տնտեսական աճը պայմանավորող գործոնների ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ ՀՆԱ-ում զգալիորեն աճել է տնտեսության «ոչ արտահանելի» և նվազել «արտահանելի» հատվածների տեսակարար կշիռը:

² Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ (ՀՀ բանկերի միջոցով ֆիզիկական անձանց անունով արտերկրից ստացված և ՀՀ-ից ֆիզիկական անձանց կողմից արտերկիր իրականացված փոխանցումներ) և ՀՀ ՎԿ տվյալներ և հեղինակների հաշվարկներ:

Գծապատկեր 3. ՀՆԱ կառուցվածքի դինամիկան, %³



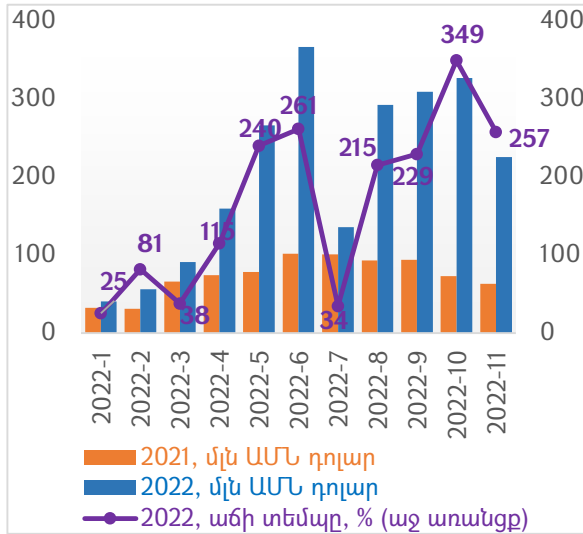
Նմանատիպ իրավիճակ է արձանագրվում նաև 2022 թվականին: Մասնավորապես, 2022 թվականի ընթացքում առևտրի և ծառայությունների զգալի աճը մեծապես պայմանավորված է ռուս-ուկրաինական հակամարտության հետևանքով մարդկանց և կապիտալի մեծ ներհոսքով (այս մասին բազմիցս նշվել են «Լոյս» հիմնադրամի հրապարակումներում⁴): Այս պայմաններում կտրուկ աճել է դեպի ՀՀ կապիտալի ներհոսքը, ինչը հանգեցրել է տնտեսական աճի էական արագացման:

³ Աղբյուրը՝ ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի պաշտոնական կայք՝ <https://armstat.am/am/?nid=12&id=01001> (այցելվել է 18.01.2023թ.) և ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի «Հայաստանը թվերով» ամենամյա պաշտոնական հրապարակումներ. <https://armstat.am/am/?nid=82> (այցելվել է 18.01.2023թ.):

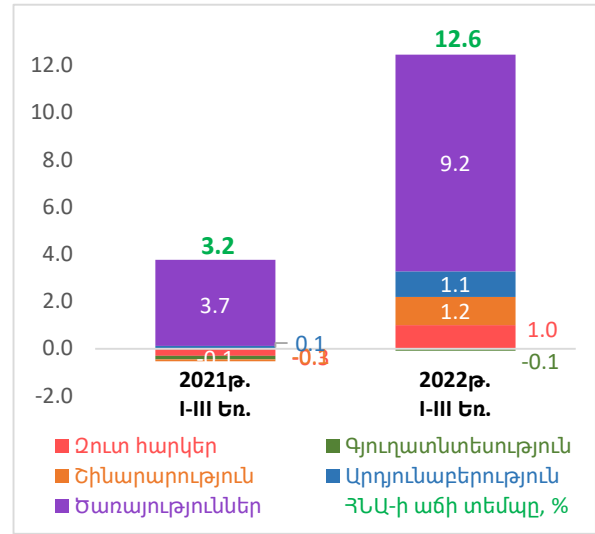
⁴ Ստորև ներկայացվում է հրապարակումների ոչ ամբողջական ցանկը.

1. «ՀՀ տնտեսության սոցիալ-տնտեսական զարգացումները 2022 թվականի հունվար-հուլիս ամիսներին. ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի կողմից հրապարակված տվյալների վերաբերյալ վերլուծություն», <https://www.luys.am/img/artpic/small/6e...1-1-7.pdf>
2. «Տեղեկանք 2022թ. առաջին կիսամյակում ՀՀ պետական բյուջեի կատարման հաշվետվության վերաբերյալ», <https://www.luys.am/img/artpic/small...86.pdf>
3. «ՀՀ տնտեսության սոցիալ-տնտեսական զարգացումները 2022 թվականի հունվար-հունիս ամիսներին. ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի կողմից հրապարակված տվյալների վերաբերյալ վերլուծություն», <https://www.luys.am/img/artpic/small/ef...86.pdf>

Գծապատկեր 4. ՀՀ բանկերի միջոցով իրականացվող դրամական փոխանցումների զուտ ներհոսքը



Գծապատկեր 5. ՀՆԱ-ի աճին դրա բաղադրիչների նպաստումները, տոկոսային կետ⁵



Ինչպես 2001-2008 թվականներին, տնտեսական աճն այժմ նույնպես պայմանավորված է «ոչ արտահանելի» ճյուղերի աճով: Մասնավորապես՝ 12.6% տնտեսական աճին ծառայությունների նպաստումը կազմել է շուրջ 9.2%, իսկ շինարարության նպաստումը՝ 1.2%: Բացի այդ, դրամական ներհոսքի հետևանքով զգալիորեն արժևորվել է ՀՀ դրամը, ինչը խոչընդոտում է տնտեսության «արտահանելի» հատվածի աճին ու զարգացմանը:

Վերոշարադրյալի հիման վրա կարելի է եզրահանգել, որ ՀՀ տնտեսական աճը շարունակում է առավելապես պայմանավորված լինել ներքին պահանջարկով: Հայտնի է, որ վերջինս կտրուկ աճում է հիմնականում արտաքին դրամական փոխանցումների ավելացման դեպքում՝ հանգեցնելով տնտեսական աճի: Իսկ կապիտալ հոսքերի կրճատման պարագայում տնտեսական աճը կտրուկ դանդաղում է, կամ գրանցվում է անկում: Մինչդեռ, եթե տնտեսական աճը պայմանավորված լիներ «արտահանելի» հատվածների աճով (օրինակ՝ արդյունաբերության և գյուղատնտեսության), ապա կախվածությունն արտաքին ֆինանսական ռեսուրսներից ավելի թույլ կլիներ, իսկ տնտեսական աճը՝ ավելի կայուն: Երկարաժամկետ հեռանկարում, այսպիսի բացասական հետևանքներից հնարավորինս խուսափելու համար **կառավարությունը պետք է շոշափելի կերպով աջակցի տնտեսության «արտահանելի» հատվածի ոլորտներին, որպեսզի ծառայությունների ոլորտի համար հնարավոր բացասական միտումների դեպքում դրանք տնտեսական աճի համար կատարեն «բուֆերի» դեր:**

⁵ Աղբյուրը՝ ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի պաշտոնական տվյալների հիման վրա կատարված սեփական հաշվարկներ:

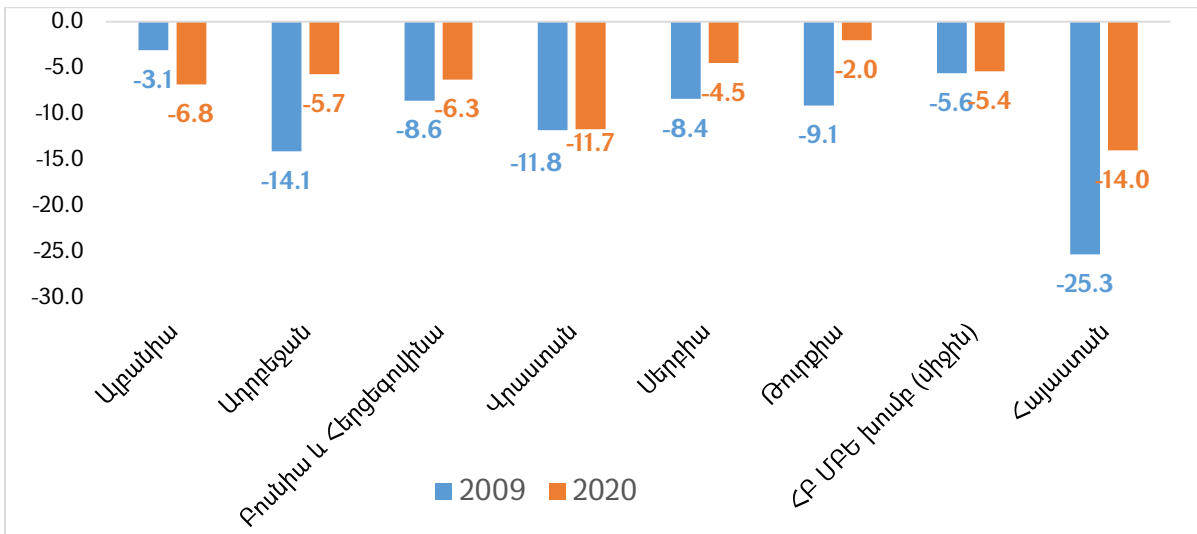
2. ՀԱՄԱԽԱՌՆ ՆԵՐՔԻՆ ԱՐԴՅՈՒՆՔԻ ԿԱՌՈՒՑՎԱԾՔԻ ՄԻՋԵՐԿՐԱՅԻՆ ՀԱՄԵՄԱՏԱԿԱՆՆԵՐ

Հետազոտությամբ վեր հանված խնդիրների շրջանակում կատարվել է համադրելի երկրների հետ Հայաստանի ՀՆԱ-ի կառուցվածքի համեմատական ուսումնասիրություն: Այս առումով, առանձնացվել և ուսումնասիրվել է այն երկրների փորձը, որոնք առավել հաջող են կարողացել դիմակայել վերջին տարիների գլոբալ տնտեսական ցնցումներին (այդպիսիք դիտարկվել են 2008-2009թթ. համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամը և 2020թ.՝ կորոնավիրուսային համավարակով պայմանավորված ճգնաժամը): Որպես համադրելի երկրներ ուսումնասիրվել են ՀԲ ՄԲԵ խմբում ընդգրկված (Հայաստանը ևս այդ խմբում է)՝ Հայաստանի հարակից կամ մոտավորապես նույն մակրոտնտեսական պայմաններով երկրներ (Աղյուսակ 1):

Երկրները հիմնականում ընտրվել են հաշվի առնելով այն, որ, նախ՝ դրանք իրենց մակրոտնտեսական վիճակով համադրելի լինեն ՀՀ-ի հետ, երկրորդ՝ դրանցում տնտեսական աճի տեմպի նվազումը 2009 թվականին (դիտարկվող երկու ճգնաժամային ժամանակահատվածներից առաջինը) նախորդող երեք նախաճգնաժամային տարիների տնտեսական աճի միջին տարեկան տեմպի համեմատ 10.0 տոկոսային կետից ավելի չլինի (Հայաստանում 2009թ. գրանցվել է 14.1% տնտեսական անկում, այսինքն՝ 2006-2008 թվականների միջին տարեկան տնտեսական աճի 11.2% տեմպի համեմատ նվազումը 2009 թվականին կազմել է 25.3 տոկոսային կետ): Այսպիսի ընտրության նպատակն է եղել բացառել համադրելի երկրների ցանկում այնպիսի երկրներ ընդգրկումը, որոնց վրա վերոհիշյալ տարիները չափից ավելի բացասական («ցավոտ») ազդեցություն են ունեցել: Դիտարկվել են նաև Վրաստանն ու Ադրբեջանը՝ որպես ՀՀ-ի հետ նույն տարածաշրջանում գտնվող երկրներ:

Ընտրված երկրներից հինգում (բացառությամբ Վրաստանի) նախորդող երեք տարիների միջինի համեմատ տնտեսական աճի տեմպի նվազումը 2020 թվականին ևս 10.0 տոկոսային կետից ավելի չի եղել (Հայաստանում 2020թ. գրանցվել է 7.2% տնտեսական անկում, որը 2017-2019թթ. միջին տարեկան 6.8% տնտեսական աճից պակաս է 14.0 տոկոսային կետով):

Գծապատկեր 6. Ընտրված երկրների տնտեսական աճերի՝ դիտարկվող ճգնաժամերին նախորդող երեք տարիների միջին տարեկան աճի տեմպի համեմատ շեղումը, տոկոսային կետ⁶



Գծապատկեր 6-ում ներկայացված է առանձին երկրներում 2009 և 2020 թվականներին արձանագրված տնտեսական կորուստների չափերը, որոնք հաշվարկվել են որպես այդ տարում արձանագրված տնտեսական աճի ցուցանիշի՝ նախորդող երեք տարիների միջին տարեկան աճի տեմպի համեմատ շեղում: Գծապատկերից երևում է, որ ընտրված երկրների շարքում ամենամեծ կորուստը և՛ 2009, և՛ 2020 թվականներին գրանցվել է ՀՀ-ում: Ուշագրավ է այն հանգամանքը, որ դիտարկվող երկրներից յուրաքանչյուրում երկու ճգնաժամերի ընթացքում ունեցած տնտեսական կորուստները հիմնականում համադրելի են (երկրների միջև համեմատության տեսանկյունից), ինչը նշանակում է, որ ցածր անկում գրանցած տնտեսությունների դիմադրողականությունն արտաքին շոկերի նկատմամբ առավել բարձր է: Վերջինս պայմանավորված է մի շարք գործոններով, որոնց շարքում, ինչպես նշվել է նախորդ բաժնում, առանձնակի կարևորություն ունի նաև տնտեսության կառուցվածքը:

⁶ Աղբյուրը՝ ՀՀ պաշտոնական կայքի՝ <https://data.worldbank.org/> (այցելվել է 19.01.2023թ.) տվյալների հիման վրա կատարված սեփական հաշվարկներ:

Աղյուսակ 1. Ընտրված երկրների տնտեսությունների կառուցվածքները և ճյուղերի նպաստումները դիտարկվող ճգնաժամային տարիներին⁷

| | 2009 | | 2020 | |
|--|----------------------------|---|----------------------------|---|
| | Աճը (%) / նպաստումը (տ.կ.) | Ճգնաժամին նախորդող տարվա տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ում, (%) | Աճը (%) / նպաստումը (տ.կ.) | Ճգնաժամին նախորդող տարվա տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ում, (%) |
| Ալբանիա | | | | |
| ՀՆԱ, այդ թվում՝ | 3.4 | 100.0 | -3.5 | 100.0 |
| Գյուղատնտեսություն | 0.3 | 16.8 | 0.2 | 18.4 |
| Արդյունաբերություն (ներառյալ շինարարություն) | 0.5 | 25.2 | -1.0 | 20.6 |
| Ծառայություններ | 2.4 | 44.7 | -1.9 | 48.4 |
| Ադրբեջան | | | | |
| ՀՆԱ, այդ թվում՝ | 9.3 | 100.0 | -4.3 | 100.0 |
| Գյուղատնտեսություն | 0.2 | 5.6 | 0.2 | 5.7 |
| Արդյունաբերություն (ներառյալ շինարարություն) | 6.8 | 65.7 | -2.9 | 48.8 |
| Ծառայություններ | 2.0 | 23.4 | -1.4 | 36.5 |
| Բոսնիա և Հերցեգովինա | | | | |
| ՀՆԱ, այդ թվում՝ | -3.0 | 100.0 | -3.1 | 100.0 |
| Գյուղատնտեսություն | -0.1 | 7.2 | 0.4 | 5.6 |
| Արդյունաբերություն (ներառյալ շինարարություն) | -1.1 | 23.2 | -0.4 | 24.0 |
| Ծառայություններ | -1.0 | 53.7 | -2.2 | 55.7 |
| Վրաստան | | | | |
| ՀՆԱ, այդ թվում՝ | -3.7 | 100.0 | -6.8 | 100.0 |
| Գյուղատնտեսություն | -0.5 | 8.1 | 0.5 | 6.8 |
| Արդյունաբերություն (ներառյալ շինարարություն) | -0.7 | 18.9 | -1.4 | 20.3 |
| Ծառայություններ | -2.7 | 60.7 | -4.9 | 60.8 |
| Սերբիա | | | | |
| ՀՆԱ, այդ թվում՝ | -2.7 | 100.0 | -0.9 | 100.0 |
| Գյուղատնտեսություն | 0.1 | 7.4 | 0.1 | 6.0 |
| Արդյունաբերություն (ներառյալ շինարարություն) | -2.7 | 27.6 | -0.2 | 25.6 |
| Ծառայություններ | 0.8 | 48.6 | -0.6 | 51.3 |
| Թուրքիա | | | | |
| ՀՆԱ, այդ թվում՝ | -4.8 | 100.0 | 1.8 | 100.0 |
| Գյուղատնտեսություն | 0.3 | 7.4 | 0.4 | 6.4 |
| Արդյունաբերություն (ներառյալ շինարարություն) | -2.7 | 26.1 | -0.9 | 27.2 |
| Ծառայություններ | -1.3 | 55.5 | 0.4 | 56.4 |
| ՀՐ ՄԲԵ խումբ (միջին) | | | | |
| ՀՆԱ, այդ թվում՝ | 2.7 | 100.0 | -0.6 | 100.0 |

⁷ Աղբյուրը՝ ՀՐ պաշտոնական կայքի՝ <https://data.worldbank.org/> (այցելվել է 19.01.2023թ.) տվյալների հիման վրա կատարված սեփական հաշվարկներ:

| | 2009 | | 2020 | |
|--|----------------------------|---|----------------------------|---|
| | Աճը (%) / նպաստումը (տ.կ.) | Ճգնաժամին նախորդող տարվա տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ում, (%) | Աճը (%) / նպաստումը (տ.կ.) | Ճգնաժամին նախորդող տարվա տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ում, (%) |
| Գյուղատնտեսություն | 0.1 | 7.0 | 0.2 | 6.2 |
| Արդյունաբերություն (ներառյալ շինարարություն) | 1.1 | 37.1 | 0.0 | 34.5 |
| Ծառայություններ | 1.8 | 49.4 | -0.4 | 55.7 |
| Հայաստան | | | | |
| ՀՆԱ, այդ թվում՝ | -14.2 | 100.0 | -7.2 | 100.0 |
| Գյուղատնտեսություն | 0.0 | 16.3 | -0.5 | 11.5 |
| Արդյունաբերություն (ներառյալ շինարարություն) | -11.8 | 38.6 | -1.8 | 25.0 |
| Ծառայություններ | 0.0 | 36.2 | -4.7 | 54.0 |

Պայմանական նշաններ՝

- Տնտեսական աճ
- Տնտեսական անկում
- Բաղադրիչի տեսակարար կշիռը տվյալ երկրի ՀՆԱ-ում մոտավորապես նույնն է, ինչ ՀՀ ՀՆԱ-ում
- Բաղադրիչի տեսակարար կշիռը տվյալ երկրի ՀՆԱ-ում ավելի մեծ է, քան ՀՀ ՀՆԱ-ում
- Բաղադրիչի տեսակարար կշիռը տվյալ երկրի ՀՆԱ-ում ավելի փոքր է, քան ՀՀ ՀՆԱ-ում

Աղյուսակ 1-ից և Գծապատկեր 6-ից երևում է, որ.

- Ալբանիայում 2008 թվականի համեմատ 2019 թվականին փոքր չափով աճել էին գյուղատնտեսության և ծառայությունների ոլորտի ավելացված արժեքների մասնաբաժինները և նվազել էր արդյունաբերության մասնաբաժինը, իսկ 2020 թվականին տնտեսական աճի տեմպը նախորդ երեք տարիների միջինացված արժեքի համեմատ նույնպես փոքր չափով վատթարացել էր:
- Ադրբեջանի համար նույն համեմատության արդյունքներն այսպիսին են՝ գյուղատնտեսության մասնաբաժինը նշված ժամանակահատվածներում գրեթե չի փոխվել, արդյունաբերության մասնաբաժինը զգալիորեն նվազել, ծառայություններինը՝ աճել է, իսկ երկրորդ ճգնաժամային տարում՝ 2020 թվականին, նախորդ երեք տարիների միջինացված արժեքի համեմատ տնտեսական աճի տեմպի նվազումն առաջին ճգնաժամային տարվա (2009թ.) նույն ցուցանիշի համեմատ դանդաղել և կազմել է 5.7 տոկոսային կետ (2009 թվականին այս ցուցանիշը կազմում էր 14.1 տոկոսային կետ): Գծապատկերից կարող է թյուր կարծիք ստեղծվել, որ Ադրբեջանի վրա երկրորդ ճգնաժամը պակաս «ցավոտ» է ազդել, քան առաջինը: Իրականում, այստեղ պարտադիր պետք է հաշվի առնել որոշ նրբություններ: Նախ, ճիշտ

է, 2009 թվականին տնտեսական աճը նախորդ երեք տարիների համեմատ միջին հաշվով դանդաղել է 14.1 տոկոսային կետով (ինչն առաջին հայացքից կարող է բավական լուրջ անկման մասին տպավորություն ստեղծել), սակայն 2006-2008թթ. գրանցվել էր շատ բարձր տնտեսական աճ, որից հետո 2009-ի նույնպես բարձր, սակայն նախորդ տարիների ցուցանիշին էապես զիջող 9.3% տնտեսական աճի պարագայում ՀՆԱ-ի աճի տեմպը կտրուկ դանդաղել էր: Եվ ընդհակառակը՝ 2020 թվականին այն նախորդ երեք տարիների համեմատ դանդաղել է ընդամենը 5.7 տոկոսային կետով, և կարող է թյուր տպավորություն ստեղծվել, որ դանդաղումը համեմատաբար փոքր է եղել: Իրականում, 2017-2019թթ. գրանցվել էր բավական համեստ (տարեկան միջին հաշվով՝ 1.4%) տնտեսական աճ, և այս պարագայում տնտեսական աճի տեմպի 2020 թվականին 2019 թվականի համեմատ 5.7 տոկոսային կետով դանդաղումն իսկապես կարող է վկայել լուրջ տնտեսական անկման մասին: Այս իմաստով, երկրորդ ճգնաժամային տարում տնտեսական աճի առումով վիճակի էական բարելավման մասին խոսելը թերևս սխալ կլինի: Ավելին, պետք է նաև հաշվի առնել, որ 44-օրյա պատերազմի հետևանքները գումարվել են համավարակով պայմանավորված ճգնաժամի հետևանքներին, և, անվիճելիորեն, էապես ծանրացրել են համավարակի պատճառով ստեղծված արդեն իսկ բարդ իրավիճակը:

- Բոսնիա և Հերցեգովինայում և Վրաստանում առաջինի համեմատ երկրորդ ճգնաժամային տարում թե՛ ՀՆԱ կառուցվածքը և թե՛ տնտեսական աճի տեմպի նվազումը (նախորդ երեք տարիների միջինացված արժեքի համեմատ) լուրջ փոփոխություններ չեն կրել:
- Սերբիայում 2008 թվականի համեմատ 2019 թվականին փոքր չափով նվազել էին գյուղատնտեսության և արդյունաբերության մասնաբաժինները և աճել (նույնպես փոքր չափով) ծառայությունների ոլորտի մասնաբաժինը: Միևնույն ժամանակ, 2020 թվականին տնտեսական աճի տեմպի նախորդ երեք տարիների միջինացված արժեքի համեմատ նվազումը 2009 թվականի նույն ցուցանիշի հետ համեմատաբար դանդաղել էր:
- Թուրքիայում ՀՆԱ կառուցվածքը 2019 թվականին 2008 թվականի համեմատ լուրջ փոփոխություններ չի կրել, սակայն նախորդ երեք տարիների միջինացված արժեքի համեմատ 2020 թվականին տնտեսական աճի տեմպի նվազումը 2009 թվականի նույն ցուցանիշի համեմատ դանդաղել է:

Աղյուսակ 1-ից և Գծապատկեր 6-ից երևում է նաև, որ փոքր և մեծ տնտեսական կորուստ ունեցած երկրներում առկա են որոշակի տարբերություններ: Մասնավորապես, համաշխարհային բանկի

դասակարգմամբ միջինից բարձր եկամուտ ունեցող երկրներում միջին հաշվով գրանցվել է էապես ավելի փոքր տնտեսական կորուստ՝ շուրջ 5.6% 2009-ին, 5.4% 2020-ին, քան համեմատվող մյուս երկրներում: Տնտեսության կառուցվածքի տեսանկյունից, միջինից բարձր եկամուտ ունեցող երկրները հիմնականում առանձնանում են արդյունաբերության⁸ էապես բարձր կշռով: Արդյունաբերության կշիռը ՀՆԱ-ում այդ խմբի երկրներում 2008թ. եղել է միջին հաշվով 37.1%, իսկ 2019-ին՝ 34.5%: ՀՀ-ում նույնպես, արդյունաբերության կշիռը էապես ցածր է եղել, սակայն, քանի որ ՀԲ տվյալներում արդյունաբերության մեջ ներառված է նաև շինարարությունը՝ առավել «մաքուր» համեմատական պատկերը տեսանելի չէ: Այս միտումը նկատվում է նաև առանձին երկրների տնտեսական կառուցվածքի փոփոխության առումով:

Վերոհիշյալ համեմատական վերլուծության հիման վրա թերևս կարելի է գալ այն եզրահանգմանը, որ **արդյունաբերության (որոշ դեպքերում՝ նաև գյուղատնտեսության) ոլորտի մասնաբաժինների կրճատումը և ծառայությունների ոլորտի մասնաբաժնի ավելացումը առավել հաճախ (բացառություն է հանդիսանում միայն Սերբիան) զուգորդվում է ճգնաժամների նկատմամբ այդ երկրների դիմադրողականության անկմամբ:**

3. ԿԱՊԻՏԱԼԻ ԶՈՒՏ ՆԵՐՈՍՔԻ ԿՏՈՒԿ ԱՃԻ ՀԵՏԵՎԱՆՔՆԵՐԸ ԵՎ ՄԱԿՐՈՏԵՏԵՍԱԿԱՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՀՆԱՐԱՎՈՐ ԱՐՁԱԳԱՆՔԸ

Անհերքելի է զարգացող երկրների տնտեսական զարգացման և աճի համար կապիտալի ներհոսքի կարևոր նշանակությունը: Մասնավորապես, այն հանդիսանում է ներդրումների ֆինանսավորման էական աղբյուր, նպաստում է սպառման աճին, ռիսկերի դիվերսիֆիկացմանը և տնտեսական հնարավորությունների ընդլայնմանը: Կապիտալի ներհոսքն էական կարևորություն ունի նաև ՀՀ տնտեսության համար, որը հաստատվում է առաջին բաժնում ներկայացված վերլուծությամբ:

Տնտեսության կառուցվածքային փոփոխությունները նույնպես, սովորաբար, զգալիորեն արագանում են կապիտալի զուտ ներհոսքի կտրուկ փոփոխության պարագայում: Հարկ է նշել, սակայն, որ կապիտալի ներհոսքը, որը պայմանավորված չէ արտաքին առևտրի՝ մասնավորապես արտահանման աճով,

⁸ ՀԲ-ի տեղեկատվական բազայից վերցված վերոհիշյալ բոլոր երկրների տվյալներում արդյունաբերության ավելացված արժեքի տեսակարար կշռի մեջ ներառված է նաև շինարարությունը, որը տարանջատելու դեպքում նշված կշիռները որոշակիորեն կփոխվեն:

սովորաբար հանգեցնում է տնտեսության կառուցվածքի վատթարացմանը՝ նպաստելով «ոչ արտահանելի» ճյուղերի առաջանցիկ աճին:

Այնուամենայնիվ, **անկախ տնտեսության կառուցվածքի վրա հնարավոր ազդեցությունից, կասկածից վեր է, որ կապիտալի մեծ ներհոսքը, եթե ճիշտ չկառավարվի, կարող է կապիտալ ստացող երկրների համար ունենալ լուրջ բացասական հետևանքներ: Մասնավորապես, որոշ մասնագետների⁹ կարծիքով այն կարող է առաջացնել առնվազն երեք տեսակի ռիսկեր.**

- **Մակրոտնտեսական ռիսկ** - Կապիտալի ներհոսքը կարող է արագացնել ներքին վարկի աճը, առաջացնել տնտեսական «գերտաքացում», գնաճի տեմպի արագացում և իրական փոխարժեքի աճ և, դրանով իսկ, որոշ դեպքերում, փոխել մակրոտնտեսական զարգացման հետագիծը՝ այն հակադրելով տվյալ ժամանակահատվածում վարվող ներքին քաղաքականության նպատակներին:
- **Ֆինանսական անկայունության ռիսկ** - Կապիտալի ներհոսքը առաջացնում է բանկային համակարգում արտարժույթային կարճաժամկետ պարտավորությունների աճ, մինչդեռ դրանց դիմաց բանկերը տրամադրում են երկարաժամկետ վարկեր՝ հիմնականում ազգային արժույթով: Այս պայմաններում խզումներ են առաջանում ինչպես պարտավորությունների և ակտիվների ժամկետայնության, այնպես էլ արժույթային կառուցվածքների միջև, ինչը հետագայում՝ կապիտալ հոսքերի նվազման դեպքում, կարող է առաջացնել ֆինանսական անկայունություն:
- **Կապիտալի հոսքի «հակադարձման» ռիսկ** - Կապիտալի ներհոսքը կարող է արագ դադարել կամ նույնիսկ վերածվել արտահոսքի՝ հանգեցնելով պահուստների կրճատման և/կամ ազգային արժույթի կտրուկ արժեզրկման: Այս պայմաններում իրավիճակը բարդացնող է այն հանգամանքը, որ կապիտալի ներհոսքի և փոխարժեքի արժևորման պայմաններում տնտեսության «արտահանելի» հատվածը տուժում է և կրճատվում, իսկ գործընթացի հակադարձման դեպքում էական անկում է գրանցվում «ոչ արտահանելի» հատվածում: Կապիտալի ներհոսքի դադարեցման պայմաններում ստացվում է, որ «արտահանելի» հատվածն արդեն ունակ չէ ապահովել տնտեսական աճ, իսկ «ոչ արտահանելի» հատվածը զրկվել է աճ գեներացնող գործոնից:

Ինչպես արդեն նշվել է աշխատանքի առաջին բաժնում, ՀՀ-ում 2022թ. կտրուկ աճել են կապիտալի ներհոսքի ծավալները՝ պայմանավորված ռուս-ուկրաինական հակամարտության սրմամբ, ինչն, ըստ էության, ՀՀ-ում առաջացրել է այդ երևույթին բնորոշ բոլոր հատկանիշները: Մասնավորապես, նկատվում են «ոչ

⁹ Օրինակ՝ Kawai, Masahiro, Shinji Takagi. A Survey of the Literature on Managing Capital Inflows. ADB Institute Discussion Paper No. 100 (March). Tokyo: Asian Development Bank Institute. 2008.

արտահանելի» հատվածի ճյուղերի (ծառայություններ, առևտուր, շինարարություն) առաջանցիկ աճեր, փոխարժեքի կտրուկ արժևորում (ՀՀ դրամը դեկտեմբերի վերջի դրությամբ տարեսկզբի համեմատ արժևորվել է 22.0%-ով¹⁰): Բացի կարճաժամկետ էֆեկտից, միջնաժամկետ հեռանկարում դա կարող է նաև խորացնել տնտեսության անցանկալի «դեֆորմացիան»: Այս պայմաններում, կառավարությունը պետք է իրականացնի միջոցառումներ դրական զարգացումներ ունեցող ոլորտներն առավել արդյունավետ հարկելու և տուժող ոլորտներին թիրախային աջակցություն տրամադրելու ուղղությամբ (ինչը նաև կկանխի (կմեղմի) «արտահանելի» հատվածներից դեպի «ոչ արտահանելի» հատվածներ մարդկային և ֆինանսական արտահոսքը):

Դրամական միջոցների զուտ ներհոսքն անկանոն բնույթի և տարատեսակ անկանխատեսելի գործոնների նկատմամբ սովորաբար խիստ զգայուն է լինում: Նկատի ունենալով, որ նմանատիպ անկանխատեսելի գործոնները Հայաստանի դեպքում օբյեկտիվորեն սովորականից ավելի շատ են, քաղաքականություն մշակողները ստիպված են դիտարկել զարգացման սովորականից ավելի մեծ թվով սցենարներ: Մասնավորապես, օրինակ, ադրբեջանական վերջին ագրեսիան ցույց տվեց, թե որքան փխրուն է Հայաստանի տնտեսությունում արձանագրվող դրական դինամիկան (ագրեսիայի երկու օրերի ընթացքում ՀՀ դրամն արժեզրկվեց 5-6 տոկոսով, իսկ ռազմական գործողությունները դադարելուց հետո մի քանի օրվա ընթացքում այն գրեթե նույն չափով արժևորվեց): Ռազմական գործողությունների մի քանի օրով ավելի երկար տևելու դեպքում տնտեսության վրա բացասական ազդեցությունը շատ ավելի խորը կլիներ: Այս պարագայում, դժվար է կանխատեսել, թե ինչպիսի վարքագիծ կդրսևորի կապիտալի զուտ ներհոսքն առաջիկա ամիսներին:

Մասնագետների մեծ մասը¹¹ համակարծիք է, որ կապիտալի մեծածավալ ներհոսքը (հատկապես, եթե այն անկանոն է, արտարժուրային է և պատշաճ կերպով «ապահովագրված» չի արտարժուրային ռիսկից) կարող է հանգեցնել «գերտաքացման» և ֆինանսական ռիսկերի: Այնուամենայնիվ, պետք է նշել, որ

¹⁰ ՀՀ կենտրոնական բանկի պաշտոնական տվյալներ՝ <https://www.cba.am/am/SitePages/ExchangeArchive.aspx?DateFrom=2021-12-30&DateTo=2022-12-30&ISOCodes=USD> (այցելվել է 23.01.2023թ.)

¹¹ Օրինակ՝ 1. Mckinnon, R.I. and H. Pill, “Credible Economic Liberalizations and Overborrowing”, The American Economic Review, 87(2), May 1997, pp. 189-203.

2. Mishkin, F.S., “International Capital Movements, Financial Volatility and Financial Instability”, Working Paper 6390, National Bureau of Economic Research, January 1998.

3. Montiel, P.J., “Managing Economic Policy in the Face of Large Capital Inflows: What Have We Learned?”, Institute for International Economics, Osterreichische Nationalbank, Viena, September 7-9 1995.

կարծիքների նույնպիսի «կոնսենսուս» չկա դրա անբարենպաստ հետևանքները մեղմելու (չեզոքացնելու) ուղղությամբ կառավարության անելիքների առումով:

«Գերտաքացումն» ու ֆինանսական անկայունությունը մասնագետների մեծ մասի կողմից¹² ընդունվում են որպես ֆինանսատնտեսական ճգնաժամերի առաջացման հիմնական նախադրյալներ: Փորձը ցույց է տալիս, որ ազգային արժույթի արժևորումը, ներքին վարկի չափից ավելի ընդլայնումը և միջազգային պահուստների համեմատ դրամական զանգվածի արագ աճն առավել հաճախ արտարժույթային շուկայում խոցելիության ի հայտ գալու ազդակներ են: Ասիական երկրներում կապիտալի մեծ ներհոսքի վերաբերյալ հրապարակումներից մեկում¹³ նշվում է, որ այդ երկրներում 1990-ականների ընթացքում կապիտալի խոշոր ներհոսքի դեպքերի մոտ 15%-ն ավարտվել է ճգնաժամով: Սա թերևս հաստատում է այն պնդումը, որ հատկապես զարգացող երկրներում պետությունը պետք է կարողանա արդյունավետ կերպով կառավարել վերոհիշյալ ռիսկերը, որպեսզի ապահովի կապիտալի ներհոսքի ընձեռած դրական հնարավորությունների արդյունավետ օգտագործումը:

ՀՀ տնտեսության վրա կապիտալի զուտ ներհոսքի կտրուկ աճի հնարավոր ազդեցությունը հասկանալու և բացասական հետևանքները մեղմելուն (չեզոքացնելուն) ուղղված միջոցառումների մշակման և իրականացման համար նպատակահարմար է ուսումնասիրել նախկինում նույնպիսի խնդիր ունեցած երկրներում ստեղծված իրավիճակը և դա հաղթահարելու առումով առկա փորձը: ՀՀ-ում ներկայիս իրավիճակը շատ բանով նման է Հարավարևելյան Ասիայի մի քանի երկրներում 1997-1998 թվականների ճգնաժամին նախորդած տարիների իրավիճակին: Այդ պատճառով ուսումնասիրվել է Հարավարևելյան Ասիայի հինգ երկրների՝ Ինդոնեզիայի, Մալայզիայի, Հարավային Կորեայի, Ֆիլիպինների և Թաիլանդի փորձը:

Նշենք, որ դիտարկվող բոլոր երկրներում էլ ճգնաժամի հաղթահարման գործում էական (որոշ երկրներում՝ վճռորոշ) ազդեցություն է ունեցել ԱՄՀ ֆինանսական և տեխնիկական աջակցությունը:

¹² Օրինակ՝ 1. Obstfeld, M., “The Logic of Currency Crises”, Working Paper n. 4640, National Bureau of Economic Research, September 1994.

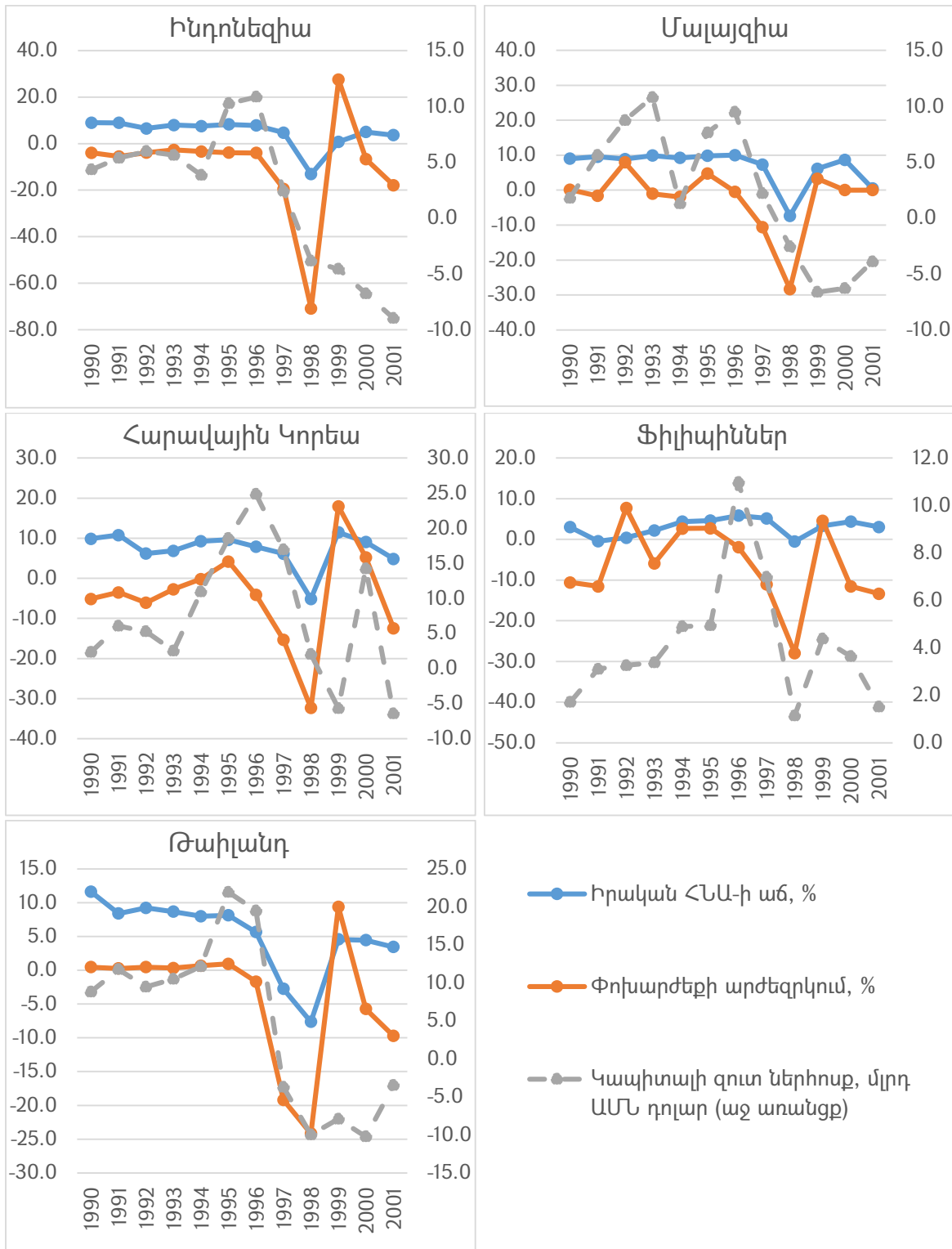
2. Dooley, M.P.: “A Survey on Academic Literature on Controls over International Capital Transactions”, Working Paper 5352, National Bureau of Economic Research, November 1995.

3. Corsetti, G., P. Pesenti and N. Roubini, “What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?”, Working Papers 6833 and 6834, National Bureau of Economic Research, December 1998.

4. Krugman, P., “What Happened to Asia?”, Massachusetts Institute of Technology, mimeo, 1998.

¹³ Schadler, Susan. 2008. Managing Large Capital Inflows: Taking Stock of International Experiences. ADB Institute Discussion Paper No. 97 (March). Tokyo: Asian Development Bank Institute.

Գծապատկեր 7. Դիտարկվող երկրներում տնտեսական աճի և փոխարժեքի շարժընթացները 1990-2001 թվականներին¹⁴



Գծապատկեր 7-ից երևում է, որ ասիական ճգնաժամին (1997-1998թթ.) նախորդող տարիներին (1990-1996թթ.) դիտարկվող հինգ երկրներից չորսում (բացառությամբ Ֆիլիպինների) արձանագրվել են իրական ՀՆԱ-ի աճի բավական

¹⁴ Աղբյուրը՝ ՀԲ պաշտոնական կայք՝ <https://data.worldbank.org/> (այցելվել է 19.01.2023թ.):

տպավորիչ տեմպեր, ինչը կարող է վկայել «գերտաքացման» մասին: Վերջինս պայմանավորված է այդ երկրներում կապիտալի մեծ ներհոսքի առկայությամբ, որը պայմանավորել է տնտեսական աճի բարձր տեմպերը: Այնուհետև, 1998թ. ասիական ճգնաժամի տարիներին կապիտալի ներհոսքը բոլոր երկրներում կտրուկ նվազել է, ինչի արդյունքում գրանցվել է տնտեսական անկում և փոխարժեքի կտրուկ արժեզրկում: Ճգնաժամի հաղթահարումից հետո՝ հաջորդող երեք տարիներին (1999-2001թթ.), արձանագրվել են վերականգնման դարձյալ տպավորիչ տեմպեր (թերևս դարձյալ՝ բացառությամբ Ֆիլիպինների, որտեղ, «գերտաքացման» և անկման տեմպերի պես, վերականգնման տեմպերը ևս չափավոր էին):

Վերոհիշյալ երկրների փորձի ուսումնասիրության հիման վրա իմաստ ունի նաև նշել այդ երկրներում կապիտալի մեծ ներհոսքի առավել էական բացասական ազդեցությունները.

- **«Գերտաքացում»**

Ինչպես նշվեց վերը, այս երևույթը դրսևորվել է դիտարկվող հինգ երկրներից չորսում (բացառությամբ Ֆիլիպինների, ինչը սակայն չօգնեց, որպեսզի ճգնաժամի բացասական հետևանքներն այդ երկրում ավելի մեղմ լինեին, քան մյուս չորսում): Ինչպես նշվել էր վերը, «գերտաքացումն» այդ երկրներում առավելապես հետևանք էր կապիտալի զուտ ներհոսքի կտրուկ աճի: Թաիլանդում, օրինակ, այն 1995 թվականին 1987 թվականի համեմատ 20 անգամ ավելի մեծ է եղել (1,1 միլիարդ դոլար՝ 1987 թվականին, 21,9 միլիարդ դոլար՝ 1995 թվականին), իսկ Մալայզիայում 1988թ. 2 միլիարդ դոլար բացասական մեծությունից 1996-ին այն հասել է 9.5 միլիարդ դոլարի: Արդյունքում, այդ երկրներում զգալիորեն աճել էր ներքին պահանջարկը՝ հանգեցնելով տնտեսական աճի արագացմանը:

- **Ազգային արժույթի փոխարժեքի կտրուկ տատանումներ**

Թաիլանդում, Ինդոնեզիայում և Մալայզիայում նախաճգնաժամային տարիներին փոխարժեքը կայուն է եղել, քանի որ այդ երկրներում նշված ժամանակաշրջանում գործում էր հաստատագրված փոխարժեքի ռեժիմ: Սակայն, ճգնաժամի և հետճգնաժամային տարիներին ազգային արժույթի արժեզրկման ուղղությամբ չափազանց մեծ ճնշումներով պայմանավորված՝ այդ երկրներում անցում կատարվեց փոխարժեքի ավելի ազատական ռեժիմների, ինչը «թույլ տվեց» որպեսզի ազգային արժույթը կտրուկ արժեզրկվի: Արդյունքում, նշված երկրներում կապիտալի զուտ ներհոսքի կտրուկ կրճատումը հանգեցրեց ազգային արժույթի էական արժեզրկման, որի չափը Ինդոնեզիայում հասավ մինչև 71%-ի:

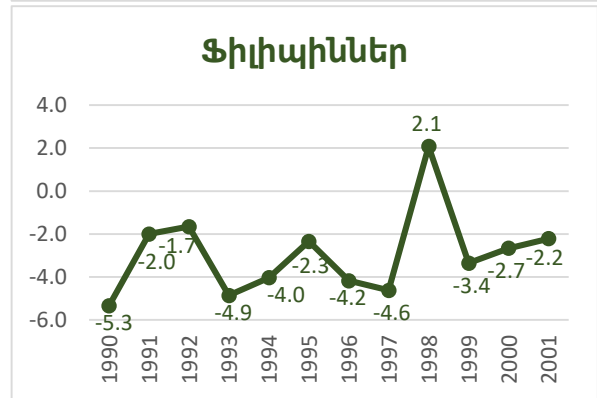
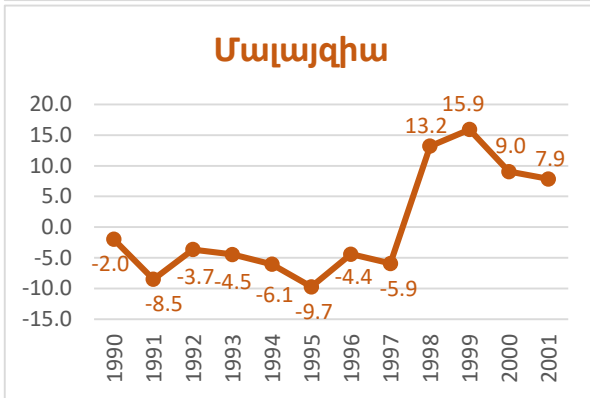
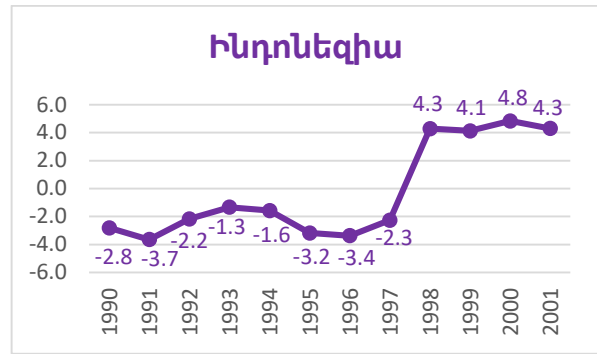
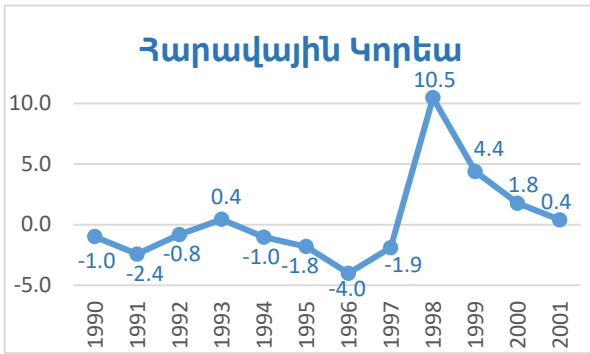
Ֆիլիպիններում նախաճգնաժամային տարիներին լողացող փոխարժեքի ռեժիմ էր գործում, և կապիտալի զուտ ներհոսքի կտրուկ աճով պայմանավորված՝ 1987-1996թթ. ֆիլիպինյան պեսոն արժևորվել էր 30 տոկոսով, իսկ ճգնաժամի տարում՝ 1998-ին վերջինս արժեզրկվեց շուրջ 28%-ով: Հարավային Կորեայում 1980-ականներին ազգային արժույթը կապակցված էր ԱՄՆ դոլարի հետ (այսինքն, ըստ էության, կարճատև ժամանակահատվածում ֆիքսված էր): Իսկ 1990 թվականից գործող համակարգի համաձայն՝ կորեական վոնի փոխարժեքը ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ որոշվում էր շուկայում, սակայն կարող էր տատանվել միայն նախորդ օրվա միջբանկային միջին կշռված փոխարժեքի շուրջ՝ սահմանված որոշակի միջակայքում: 1997-ին այդ կապակցումը ևս վերացվեց և անցում կատարվեց լողացող փոխարժեքի ռեժիմի¹⁵: Հարավային Կորեայում նույնպես, ճգնաժամի տարիներին արտաքին կապիտալի զուտ ներհոսքի կրճատման պայմաններում, գրանցվեց փոխարժեքի կտրուկ արժեզրկում՝ շուրջ 32.2%-ով, որին հաջորդեց փոխարժեքի մեծ տատանողականություն:

- **Ընթացիկ հաշվի մնացորդի վատթարացում՝ մեծ ծավալներով կապիտալի զուտ ներհոսքի տարիներին**

Գծապատկեր 8-ում ներկայացված է դիտարկվող երկրներում ընթացիկ հաշվի մնացորդ/ՀՆԱ ցուցանիշի դինամիկան 1990-2001թթ. ժամանակաշրջանում:

¹⁵ Աղբյուրը՝ <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/foreign-exchange/south-korean-won-krw/> (այցելվել է 23.01.2023թ.):

Գծապատկեր 8. Դիտարկվող երկրներում «ընթացիկ հաշվի մնացորդ/ՀՆԱ» ցուցանիշի դինամիկան 1990-2001թթ. ժամանակաշրջանում, %¹⁶



Գծապատկերից երևում է, որ դիտարկվող բոլոր երկրներում 1990-1997թթ. ժամանակաշրջանում «ընթացիկ հաշվի մնացորդ/ՀՆԱ» ցուցանիշը բացասական է եղել (բացառությամբ Հարավային Կորեայի 1993-ի աննշան դրական մեծության), իսկ 1998 թվականից սկսած այն նկատելիորեն բարելավվել է: Ընդ որում, դիտարկվող բոլոր երկրներում 1998 թվականին արձանագրվել է հավելուրդ (նախորդ տարիների պակասուրդից հետո): Ավելին, հինգ երկրներից չորսում՝ բացի Ֆիլիպիններից, դիտարկվող հետագա տարիներին ևս ընթացիկ հաշիվը շարունակել է մնալ հավելուրդային: Ստացվում է, որ նախաճգնաժամային ժամանակահատվածում փոխարժեքի արժևորման և մրցունակության անկման հետևանքով այդ երկրներում գրանցվում էր արտահանման նկատմամբ ներմուծման զգալի բարձր ցուցանիշ, ինչի հետևանքով ընթացիկ հաշվի մնացորդը

¹⁶ Աղբյուրը՝ ՀԲ պաշտոնական կայք՝ <https://data.worldbank.org/> (այցելվել է 23.01.2023թ.):

բացասական էր: Այնուհետև, փոխարժեքի արժեզրկումից հետո, կտրուկ նվազել է ներմուծումը՝ հանգեցնելով ընթացիկ հաշվի բարելավմանը:

- **Ֆինանսական «փխրունության» ավելացում**, մասնավորապես՝ մի շարք ֆինանսական ռիսկերի աճ.

○ Նախաճգնաժամային տարիներին դիտարկվող բոլոր երկրներում արձանագրվել է արտաքին պարտքի զգալի աճ: Ընդ որում, ավելի արագ է աճել հատկապես մարման համեմատաբար կարճ ժամկետով պարտքը: Մասնավորապես, օրինակ՝ Հարավային Կորեայի արտաքին պարտքը 1993 թվականից մինչև 1997 թվականի սեպտեմբեր (ճգնաժամի սկիզբը) 44 միլիարդ դոլարից հասել էր 120 միլիարդ դոլարի: Թեև այդ մեծությունը կազմում էր 1996 թվականի ՀՆԱ-ի ընդամենը 22%-ը, սակայն շատ ավելի լուրջ խնդիր էր այն, որ դրա շուրջ 60%-ը կարճաժամկետ (մինչև մեկ տարի մարման ժամկետով) պարտքերն էին¹⁷, ինչն անխուսափելիորեն հանգեցրեց **իրացվելիության ռիսկի** կտրուկ աճի: Իհարկե, բնական է, որ իրացվելիության ռիսկը սովորաբար գոյություն ունի նույնիսկ կապիտալի ներհոսքի բացակայության դեպքում, սակայն կասկածից վեր է, որ կապիտալի մեծ ներհոսքն էապես ավելացնում է այդ ռիսկը:

○ Ուսումնասիրվող երկրներում խորությամբ դրսևորվեց նաև **վարկային ռիսկը**: Մասնավորապես, դիտարկվող երկրներում կապիտալի զգալի ներհոսքի պատճառով բանկերի վարկային պորտֆելում բավական մեծ կշիռ ունեին «ոչ այնքան» որակյալ, ինչպես նաև տնտեսության ոչ իրական հատվածին տրամադրված վարկերը: Արդյունքում, ճգնաժամի պատճառով շատ վարկառուներ չկարողացան մարել արտարժույթային (կամ նույնիսկ ազգային արժույթով տրամադրված, սակայն արտարժույթով ներդրումները ֆինանսավորելու նպատակով ստացված) վարկերը: Խնդիրն ավելի բարդացավ այդ երկրներում ազգային արժույթի արժեզրկմամբ, ինչը, բնականաբար, մեծացրեց պարտքի մարման իրական բեռը:

Ընդհանրապես, նշենք, որ դիտարկվող երկրներում հնարավոր կլինեք էապես մեղմել վարկային ռիսկի աճը մակրոպրոլեկցիայի կարգավորման արդյունավետ մեխանիզմների առկայության պարագայում (ուսումնասիրվող երկրներում, դիտարկվող ժամանակահատվածում դրանք որպես այդպիսին գրեթե բացակայում էին): Այս իմաստով, ներկայումս ՀՀ բանկային համակարգը գտնվում է էապես ավելի շահեկան վիճակում, և, վարկային ռիսկի կտրուկ աճի առումով, կարծում ենք, մեր տնտեսությունը գտնվում է ավելի շահեկան վիճակում:

Կապիտալի մեծ ներհոսքի բացասական ազդեցության դեմ վերը թվարկված երկրներում տարբեր ժամանակաշրջաններում և տարբեր տևողություններով

¹⁷ Աղբյուրը՝ <https://www.researchgate.net/publication/...> (այցելվել է 23.01.2023թ.):

կիրառված պետական կարգավորման միջոցառումները ներկայացված են Աղյուսակ 2-ում:

Աղյուսակ 2. Հարավարևելյան Ասիայի երկրներում կիրառված պետական կարգավորման միջոցառումները

| N | Նպատակ | Միջոցառում | Նկարագրություն | Առավելություն | Թերություն | Երկիր, ժամանակաշրջան |
|----|--|---|--|---|---|-------------------------------------|
| 1. | Կապիտալի զուտ ներհոսքի կրճատում/կամ դրա կառուցվածքի փոփոխում | Կապիտալի ներհոսքի նկատմամբ վերահսկողություն | Կապիտալի ներհոսքի նկատմամբ կիրառվում են քանակական կամ այլ սահմանափակումներ: Օրինակներ ¹⁸ <ul style="list-style-type: none"> արտաքին փոխառություններ ստանալու նկատմամբ սահմանափակումներ (Թաիլանդ, 1995-1997թթ.) ոչ ռեզիդենտներին կարճ փողերի վաճառքի արգելք (Մալայզիա, 1994թ.) առևտրային բանկերի արտարժույթային դիրքի սահմանափակման խստացում (Մալայզիա, 1994թ.) հանրային հատվածի ձեռնարկությունների կողմից արտաքին պարտքի ստացման արգելք (Ինդոնեզիա, 1991թ.) | <ul style="list-style-type: none"> Ամենակարևոր առավելությունն այն է, որ այն գործում է մեխանիկորեն: Սա բավական ճկուն միջոց է, այն իմաստով, որ անհրաժեշտության դեպքում համեմատաբար հեշտ և արագ կարելի է վերադարձ կատարել կապիտալի ազատ շարժի քաղաքականությանը: Այս միջոցառման իրականացումը կապիտալի զուտ ներհոսքի կարգավորման այլ միջոցառումների (օրինակ՝ ստերիլիզացիայի) հետ կարող է նվազագույնի հասցնել դրանց բացասական հետևանքները: | <ul style="list-style-type: none"> Այս միջոցառման իրականացումը սովորաբար չի վայելում միջազգային հանրության աջակցությունը, քանի որ սահմանափակում է արտաքին ներդրողների հնարավորությունները: Վերահսկողությունը կարող է բացասաբար ազդել ֆինանսական կարգապահության վրա: Կապիտալի ներհոսքի նկատմամբ վերահսկողության միջոցառումների արդյունավետությունը երբեմն կարող է արտահայտվել միայն կարճաժամկետ կտրվածքով և փոխել կապիտալի ներհոսքի կառուցվածքը, սակայն ոչ դրա ծավալը (այդ իսկ պատճառով, այս միջոցառումները սովորաբար նվազեցնում են ֆինանսական ռիսկերը, բայց ոչ «գերտաքացումը»): Այս միջոցառումները արտաքին ներդրողների մոտ կարող են այնպիսի տպավորություն ստեղծել, որ կառավարությունը հրաժարվում է այն քաղաքականությունից, որն ի սկզբանե զրավել էր նրանց, ինչը կարող է առաջացնել ֆինանսական խուճապ՝ ընդհուպ մինչև լիարժեք ֆինանսական ճգնաժամ: | Մալայզիա, 1994թ. Թաիլանդ, 1990թ. |

¹⁸ Աղբյուրը՝ Peter J. Montiel, The Capital Inflow Problem, Economic Development Institute, The World Bank, 1998, <http://web.worldbank.org/archive/website01006/WEB/IMAGES/WBI37135.PDF>:

| | | | | | | |
|----|-------------------------------------|--|--|---|---|---|
| 2. | | Կապիտալի արտահոսքի խթանում | Դյուրինացվում է (խրախուսվում) կապիտալի արտահոսքը: | <ul style="list-style-type: none"> • Այս միջոցառումը նպաստում է նեգիդետիվների պորտֆելների դիվերսիֆիկացմանը: • Այն կարող է նպաստել ներքին ֆինանսական շուկայի արդյունավետության բարձրացմանը: | <ul style="list-style-type: none"> • Հաճախ երկրներն արդեն իսկ ֆինանսապես գրեթե կատարյալ ազատականացված են, և հետագա ազատականացումը պարզապես իրագործելի չէ: • Որոշ մասնագետներ գտնում են, որ կապիտալի արտահոսքի սահմանափակումների մեղմացումը, կապիտալի՝ այլ երկրներ տեղափոխման հնարավորության վերաբերյալ անորոշությունների նվազեցման հաշվին, նույնիսկ կարող է ավելացնել օտարերկրյա կապիտալի ներհոսքը: | Թաիլանդ, 1990-1994թթ.՝ Մալայզիա, 1988-1994թթ.՝ Ինդոնեզիա, 1994թ.՝ Հարավային Կորեա, 1997թ. |
| 3. | <u>Դրամական բազայի ահմանափակում</u> | Ստերիլիզացիա | Կենտրոնական (Ազգային) բանկը վաճառում է արժեթղթեր, որպեսզի շրջանառությունից դուրս քաշի ազգային արժույթի շատ բարձր արժևորում (կապիտալի մեծ ներհոսքի պատճառով)՝ թույլ չտալու նպատակով գնված արտարժույթի դիմաց վճարված ազգային արժույթը: | <ul style="list-style-type: none"> • Այն բավական ճկուն միջոց է, և դրա իրականացման միջոցով կառավարությունը կարող է «ժամանակ շահել»՝ կապիտալի ներհոսքի առանձնահատկություններն ուսումնասիրելու և արդյունավետ սահմանափակող միջոցառում մշակելու ու իրականացնելու համար: | <ul style="list-style-type: none"> • Հաստատագրված (կամ դրան մոտ) փոխանակային կուրսի ռեժիմի դեպքում ստերիլիզացիան կարող է անարդյունավետ լինել, քանի որ համաձայն Մանդեյլ-Ֆլեմինգի մոդելի դրամավարկային անկախության, կապիտալի կատարյալ ազատ շարժի և հաստատագրված փոխարժեքի միաժամանակյա գոյությունը հնարավոր չէ: • Ստերիլիզացիայի արդյունքում տոկոսադրույքը կարող է աճել, ինչը (կապիտալի բավականաչափ ազատ շարժի դեպքում) կարող է հանգեցնել օտարերկրյա կապիտալի ավելի մեծ ներհոսքի: | Թաիլանդ, 1987-1995թթ.՝ Մալայզիա, 1989-1993թթ.՝ Ինդոնեզիա, 1990-1993թթ. և 1996թ. |
| 4. | | Առևտրային բանկերի վերաֆինանսավորման հասանելիության սահմանափակում | Կենտրոնական (Ազգային) բանկը բարձրացնում է վերաֆինանսավորման դրույքաչափը կամ վարչական լծակներով դժվարացնում է առևտրային բանկերի վերաֆինանսավորումը: | <ul style="list-style-type: none"> • Այս միջոցառումը համեմատաբար արագ է հանգեցնում դրամական բազայի կրճատման: | <ul style="list-style-type: none"> • Այս գործիքն այնքան ճկուն չէ, որքան ստերիլիզացիան, հատկապես այն երկրներում, որտեղ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքն օգտագործվում է որպես գերակա ոլորտների էժան վարկավորման լծակ: • Այլ տոկոսադրույքների հետ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի | Թաիլանդ, 1990թ., 1994թ. և 1995թթ.՝ Մալայզիա, 1988-1991թթ. և 1995-1996թթ. |

| | | | | | | |
|----|--|---|---|--|---|--|
| | | | | | <p>կապի թույլ լինելու դեպքում այն դառնում է ոչ այնքան արդյունավետ գործիք:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Այլ տոկոսադրույքների հետ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի կապի ուժեղ լինելու դեպքում էլ այս գործիքը կարող է հակաարդյունավետ դառնալ, քանի որ որոշ դեպքերում կարող է հանգեցնել օտարերկրյա կապիտալի ավելի մեծ ներհոսքի: • Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի աճը կարող է ունենալ այսպես կոչված «դուրսմղման էֆեկտ»՝ ներդրումները կարող են կրճատվել կամ տնտեսության իրական հատվածից հոսել ոչ իրական հատված: | <p>Ինդոնեզիա, 1990թ. և 1994-1995թթ. Ֆիլիպիններ, 1997թ. Հարավային Կորեա, 1997թ.</p> |
| 5. | <u>Դրամական զանգվածի աճի սահմանափակում</u> | Պարտադիր պահուստավորման նորմի բարձրացում | Կենտրոնական (Ազգային) բանկը բարձրացնում է պարտադիր պահուստավորման նորմը: | <ul style="list-style-type: none"> • Ինչպես և ստերիլիզացիան, սա նույնպես բավական ճկուն միջոց է: | <p>Այս նպատակի իրականացմանն ուղղված բոլոր միջոցառումներն էլ ունեն նույն թերությունը՝</p> <ul style="list-style-type: none"> • հայեցողական (դիսկրեցիոն) քաղաքականության շրջանակներում կիրառման դեպքում կարող են ավելի խորացնել ֆինանսական «փխրունությունը», քանի որ բանկերի համար ավելի են դժվարացնում պորտֆելի կառավարումը: | <p>Թաիլանդ, 1995թ. և 1996թ. Մալայզիա, 1989-1992թթ. և 1994-1996թթ. Հարավային Կորեա, 1988-1990թթ. Ֆիլիպիններ, 1990թ.</p> |
| 6. | | «Վարկեր/դեպոզիտներ» հարաբերակցության առաստաղի սահմանում | Կենտրոնական (Ազգային) բանկը սահմանում է վարկեր/դեպոզիտներ հարաբերակցության վերին սահման, որի նպատակը տրամադրվող վարկերի ծավալի աճի զսպումն է: | <ul style="list-style-type: none"> • Այս միջոցները որոշ չափով նվազեցնում են ներդրումների գրավչությունը (որը կարող էր «գերտաքացման» պատճառ հանդիսանալ): • Մինևնույն ժամանակ, եթե այս միջոցներն ուղղված լինեն վարկերի որոշակի տեսակների աճի կանխմանը, դրանք կարող են նպաստել ֆինանսական փխրունության կանխմանը: Փաստորեն, այս | | <p>Թաիլանդ, 1995թ. և 1996թ.</p> |
| 7. | | Որոշ ապրանքատեսակների՝ վարկային քարտերով կամ | Վարկերի աճը զսպելու նպատակով արգելք է սահմանվում որոշ ապրանքատեսակների՝ | | | <p>Մալայզիա, 1989-1992թթ. և 1994-1996թթ.</p> |

| | | | | | | |
|----|--|---|---|--|--|--|
| | | ապառիկով գնման արգելք | վարկային քարտերով կամ ապառիկով գնման վրա | միջոցառումները կարող են կրկնակի արդյունավետություն ունենալ՝ կանխելով կապիտալի հետագա ներհոսքը և ռիսկային միջնորդությունը: | | |
| 8. | <u>Ներքին պահանջարկի աճի սահմանափակում</u> | Հարկաբյուջետային (ֆիսկալ) կրճատում | Պետական ծախսերի կրճատման կամ հարկերի ավելացման միջոցով կրճատվում է բյուջեի դեֆիցիտը: | <ul style="list-style-type: none"> • Հարկաբյուջետային կրճատման արդյունավետությունն անառարկելի է, քանի որ այն ներքին պահանջարկի վրա ներգործում է մեխանիկորեն՝ անկախ կապիտալի ներհոսքի պատճառներից, ֆինանսական բացության աստիճանից կամ փոխանակային կուրսի ռեժիմից: | <ul style="list-style-type: none"> • Հարկաբյուջետային կրճատումը կարող է ամրապնդել օտարերկրյա ներդրողների վստահությունը կառավարության հակաինֆլացիոն դիրքորոշման նկատմամբ, ինչը կարող է հանգեցնել կապիտալի ներհոսքի աճի: • Հարկաբյուջետային կրճատումը կարող է հանգեցնել պետական ծախսերի փոխարինման՝ մասնավոր սպառումով, ներդրումներով և/կամ ներմուծումով, ինչը նույնպես կարող է հանգեցնել կապիտալի ներհոսքի աճի: | Թաիլանդ, 1988-1993թթ. Մալայզիա, 1988-1992թթ. Ինդոնեզիա, 1990-1992թթ. |
| 9. | <u>«Գերմիջնորդություն- նը» և արժույթի ու մարման ժամկետների անհամապատասխանությունները սահմանափակելու քաղաքականություն</u> | Ֆինանսական կարգավորման և վերահսկողության խստացում | Բանկային նորմատիվների (մասնավորապես՝ կապիտալի համարժեքության նորմատիվների) խստացմանը, սպառողական (հաճախ նաև որոշ ռիսկային սեկտորների) վարկավորմանը, բանկերի արտաքին պարտքի սահմանափակմանը, արտարժութային և իրացվելիության ռիսկերի սահմանափակմանն ուղղված միջոցառումների իրականացում | <ul style="list-style-type: none"> • Քանի որ կապիտալի ներհոսքի պատճառով ի հայտ եկող ֆինանսական ռիսկերի առաջացման հանգամանքներն են՝ արդյունավետ մակրոարտոդենցիալ կարգավորման և վերահսկողության բացակայությունը, ինստիտուցիոնալ երաշխիքների առկայությունը և անորոշությունը, այս «բացերից» ցանկացածի վերացումը կարող է նվազեցնել ֆինանսական համակարգի «առողջության» վրա կապիտալի ներհոսքի բացասական ազդեցությունը: | <ul style="list-style-type: none"> • Այս միջոցառման ամենալուրջ թերությունն այն է, որ հաշվի առնելով քաղաքական, սոցիալական և ինստիտուցիոնալ «կոշտությունները», արդյունավետ կարգավորման և վերահսկման համակարգի ձևավորման ու ներդրումը բավական ժամանակատար են: | Հարավային Կորեա, 1992թ. Թաիլանդ, Մալայզիա, 1990-ականների սկզբից մինչև կեսեր |

| | | | | | |
|--|--|---|--|--|--|
| | | <ul style="list-style-type: none"> • Առևտրային բանկերի կապիտալի համարժեքության նվազագույն շեմի բարձրացում (Թաիլանդ, 1995-1997թթ.) • Առևտրային բանկերի իրացվելիության կարգավորում (Մալայզիա, 1994թ.) | | | |
|--|--|---|--|--|--|

Կապիտալի ներհոսքի բացասական հետևանքների մեղմման ուղղությամբ դիտարկվող բոլոր երկրները կիրառել են մի շարք միջոցառումներ: Առավել տարածված միջոցառումներից են եղել դրամական բազայի և զանգվածի սահմանափակման միջոցառումները, որոնք տարբեր գործիքների օգնությամբ կիրառվել են բոլոր երկրներում: Այս միջոցառումները, թեև բավական ճկուն են և թույլ են տալիս արագ կարգավորել փողի առաջարկը, հետևաբար նաև ազդել պահանջարկի վրա, սակայն, խանգարում են անկախ դրամավարկային քաղաքականության իրականացմանը՝ տոկոսադրույքի սահմանմանը, և կարող են առաջացնել վերջինիս տատանողականություն: Բացի այդ, դրամական զանգվածի և բազայի կառավարումը կարող է հանգեցնել նաև որոշ խնդիրների բանկային համակարգում, օրինակ՝ բանկերի կողմից պորտֆելի կառավարման խնդիրների (հիմնականում՝ տոկոսադրույքի տատանողականության պատճառով):

Կիրառված մյուս միջոցառումները հիմնականում ուղղված են կապիտալի ներհոսքի սահմանափակմանը, և դրանց կիրառումն այդքան էլ ցանկալի չէ: Խնդիրն այն է, որ այդպիսի գործիքները կարող են կարճ ժամանակահատվածում սահմանափակել արտաքին կապիտալի ներհոսքը, սակայն երկարաժամկետ բացասական ազդեցություններ կարող են ունենալ: Մասնավորապես, կապիտալի ներհոսքի նկատմամբ կիրառվող սահմանափակումները բացասաբար կարող են ազդել ներդրողների վստահության վրա և նվազեցնել երկրի ներդրումային գրավչությունը, որի վերականգնումը կարող է բավական ժամանակատար լինել:

Ի տարբերության դիտարկվող երկրների փորձի՝ ՀՀ-ում, բացի կապիտալի ներհոսքի կտրուկ աճից, առկա են նաև այլ տնտեսական երևույթներ, որոնք պետք է հաշվի առնել մակրոտնտեսական քաղաքականության միջոցառումներն իրականացնելիս: Մասնավորապես, առանձնակի ուշադրության է արժանի ՀՀ-ում գնաճի արագացման երևույթը, որը պայմանավորված է ինչպես ներմուծվող ապրանքների գների աճով, այնպես էլ պահանջարկի առաջանցիկ աճով (պահանջարկի աճը նույնպես մասամբ պայմանավորված է կապիտալի ներհոսքի աճով): Հետևաբար, կապիտալի ներհոսքի բացասական հետևանքները, մասնավորապես՝ փոխարժեքի արժևորման չեզոքացմանն ուղղված դրամավարկային միջոցառումները (օրինակ՝ ինտերվենցիաները և ստերիլիզացիան) կարող են հանգեցնել գնաճի էլ ավելի արագացմանը:

Պետք է հաշվի առնել նաև, որ դեպի ՀՀ կապիտալի զուտ ներհոսքի աճը ուղեկցվում է նաև մարդկային ռեսուրսի ՀՀ տեղափոխմամբ: Վերջիններս հիմնականում ունեն բարձր որակավորում և մշտական բնակության հաստատման պարագայում կարող են նպաստել ՀՀ տնտեսության ներուժի ավելացմանը: Մինչդեռ կապիտալի ներհոսքը սահմանափակող միջոցառումները կարող են

հանգեցնել նաև մարդկային ռեսուրսի ներհոսքի նվազմանը, ինչը ցանկալի չէ՝ հաշվի առնելով այն, որ ՀՀ տնտեսությունը դեռևս չի վերականգնվել 2020թ. ճգնաժամից, և բարձր տնտեսական աճի ապահովումը մեծ կարևորություն ունի:

Ներկայումս ՀՀ-ում իրականացվող դրամավարկային քաղաքականությունը հիմնականում հիմնված է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի կիրառման վրա (2022 թվականի մարտ-դեկտեմբեր ամիսներին ՀՀ ԿԲ-ն վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը բարձրացրել է վեց անգամ՝ 7.75%-ից հասցնելով 10.75%-ի): ՀՀ ԿԲ-ն ավելի շատ կենտրոնանում է գնաճի թիրախի ապահովման ուղղությամբ, իսկ կապիտալի ներհոսքը «օգնում է» այդ նպատակին հասնելուն՝ փոխարժեքի արժևորման և այդ ուղիով գնաճի վրա դեպի ներքև ազդեցություն ունենալով: Միևնույն ժամանակ, վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի բարձրացման արդյունքում շուկայական տոկոսադրույքի բարձրացումն անխուսափելիորեն զսպող ազդեցություն է ունենում ամբողջական պահանջարկի այնպիսի բաղադրիչների վրա, ինչպիսիք են սպառումը և ներդրումները, որոնց կրճատումը ցանկալի չէ՝ հաշվի առնելով նախորդ տարիների տնտեսական անկումից տնտեսության վերականգնման անհրաժեշտությունը: Բացի այդ, բարձր տոկոսադրույքը կարող է հանգեցնել օտարերկրյա կապիտալի ավելի մեծ ներհոսքի՝ մեծացնելով առկա խնդիրները: Այնուամենայնիվ, պետք է նշել, որ դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը ֆինանսական շուկայի վրա, հետևաբար՝ նաև իրական հատվածի վրա, դեռևս չի արտացոլվում: Մասնավորապես, վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի շուրջ 3 տոկոսային կետով բարձրացման պայմաններում կարճաժամկետ վարկերի և ավանդների տոկոսադրույքները 2022թ. նոյեմբերին՝ նախորդ տարվա նույն ամսվա համեմատ գրեթե չեն փոխվել¹⁹:

Կառավարության կողմից ձեռնարկված միջոցառումների արդյունքների վերաբերյալ դեռևս հստակ տեղեկատվություն հասանելի չէ: 2023թ. պետական բյուջեի ուղրեձ-բացատրագրում նշվում է²⁰, որ փոխարժեքի կտրուկ արժևորման արդյունքում ՀՀ տնտեսության «արտահանելի» հատվածին աջակցելու նպատակով կառավարությունը նախատեսել է սուբսիդավորել նոր (չօգտագործված) մեքենասարքավորումներ և դրանց բաղկացուցիչ մասեր ձեռք բերելու նպատակով տնտեսավարողներին տրամադրված վարկերի և լիզինգների տոկոսադրույքները: Այսպիսի միջոցառման արդյունավետ իրականացումը դրական դեր կունենա ինչպես տնտեսության ներուժի զարգացման, այնպես էլ փոխարժեքի արժևորման

¹⁹ Ըստ ՀՀ ԿԲ տվյալների՝ դրամային վարկերի միջին տոկոսադրույքը նվազել է 0.7, իսկ դոլարայինը՝ աճել է 0.8 տոկոսային կետով: Դրամային կարճաժամկետ ավանդների տոկոսադրույքը նույն ժամանակահատվածում աճել է ընդամենը 0.3, իսկ դոլարայինը նվազել է 0.4 տոկոսային կետով:

²⁰ ՀՀ կառավարության 2023 թվականի բյուջետային ուղրեձ-բացատրագիր, էջ 80:

տեմպի զսպման գործում: Վերջինս պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ նոր մեքենասարքավորումներ ձեռքբերումը ենթադրում է ներմուծման աճ, հետևաբար՝ նաև կապիտալի որոշակի արտահոսք: Սակայն, այս միջոցառման փաստացի իրականացման և ծավալների վերաբերյալ տեղեկատվություն առկա չէ, հետևաբար հնարավոր չէ գնահատել դրա արդյունավետությունը:

Այնուամենայնիվ, ներկա տնտեսական զարգացումները հուշում են, որ հարկաբյուջետային քաղաքականության դերը պետք է առավել ակտիվ լինի: Մասնավորապես, ներկայումս նկատվում է տնտեսության կառուցվածքի անբարենպաստ փոփոխություն (որի մասին նշվել է նախորդ բաժիններում), ինչը կարող է մեղմվել հարկային քաղաքականությամբ, մասնավորապես՝ «գերտաքացող» ոլորտների (ծառայությունների, առևտրի և ֆինանսական) լրացուցիչ հարկմամբ: Սա, իհարկե, կարող է պահանջել ինչպես հարկային օրենսդրության փոփոխության (օրինակ՝ շրջանառության հարկի շեմի վերանայում, պրոգրեսիվ եկամտային հարկի ներդրում, ֆինանսական ոլորտում հարկային բեռի ավելացում և այլն), այնպես էլ հարկային վարչարարության բարելավման անհրաժեշտություն, որոնք կնպաստեն հարկային եկամուտների ավելացմանը և վերաբաշխման արդյունավետության բարձրացմանը:

Մյուս կողմից, անհրաժեշտ է նաև հավաքագրել լրացուցիչ ռեսուրսներ տնտեսությունից և ուղղել կարևոր միջոցառումների իրականացմանը: Այդպիսի միջոցառումներ կարող են լինել խոշորածավալ կապիտալ ծրագրերի իրականացումը կամ արտաքին պետական պարտքի մարումը: Խոշորածավալ կապիտալ ծրագրերի իրագործումը կնպաստի երկրում ենթակառուցվածքների զարգացմանը, հետևաբար՝ նաև արտադրողականության աճին, իսկ արտաքին պարտքի մարումը կնպաստի մակրոտնտեսական կայունության ամրապնդմանը և հարկաբյուջետային քաղաքականության հնարավորությունների մեծացմանը: Այս գործոնները բավական կարևոր կլինեն կապիտալի զուտ ներհոսքի նվազման պայմաններում:

Ամփոփելով կարող ենք նշել, որ կապիտալի զուտ ներհոսքի կտրուկ աճը ՀՀ տնտեսության տարբեր ոլորտների վրա տարբեր կերպ է ազդում՝ որոշ ոլորտներում խիստ դրական զարգացումներ են արձանագրվում (օրինակ՝ ծառայությունների առևտրի և ֆինանսական ոլորտում), իսկ որոշ ոլորտներում առաջանում են խնդիրներ (արդյունաբերություն, գյուղատնտեսություն, շինարարություն, դեպի ԵՄ արտահանողներ): Այս պայմաններում, կառավարության՝ հատկապես հարկաբյուջետային քաղաքականության ակտիվ միջոցառումները առանցքային նշանակություն ունեն տնտեսությունում գոյացող ռեսուրսները արդյունավետ վերաբաշխելու, տնտեսական

պոտենցիալը բարձրացնելու և մակրոտնտեսական կայունություն ապահովելու գործում:

ԱՄՓՈՓՈՒՄ

Այսպիսով.

• **ՀՀ տնտեսության զարգացման ընթացքում բարձր տնտեսական աճեր են արձանագրվել հիմնականում կապիտալի (առավելապես արտաքին դրամական փոխանցումների) զուտ ներհոսքի համեմատաբար մեծ ծավալների արձանագրման դեպքում:** Այդ պայմաններում տնտեսական աճին առավելապես նպաստել են «ոչ արտահանելի» ճյուղերը, որոնց աճը սովորաբար կայուն չէ, իսկ «արտահանելի» ճյուղերի աճը եղել է համեստ և տնտեսական աճին քիչ նպաստող: Արդյունքում արտաքին կապիտալի ներհոսքի տատանումները և մյուս արտաքին ցնցումներն առաջացրել են ներքին պահանջարկի, հետևաբար նաև տնտեսական աճի տատանումներ՝ որոշ տարիների դառնալով տնտեսական անկման կամ աճի կտրուկ դանդաղման պատճառ:

• **Միջերկրային համեմատությունները նույնպես ցույց են տալիս, որ «արտահանելի» ճյուղերի՝ գյուղատնտեսության և արդյունաբերության մասնաբաժնի կրճատումը և «ոչ արտահանելի» ճյուղերի՝ մասնավորապես ծառայությունների ոլորտի մասնաբաժնի ավելացումը կարող է հանգեցնել ճգնաժամերի նկատմամբ այդ երկրների դիմադրողականության անկման:** Մի շարք երկրների տվյալների ուսումնասիրությունը ցույց է տվել, որ միջինից բարձր եկամուտ ունեցող երկրներում, որոնցում էապես բարձր է արդյունաբերության կշիռը տնտեսությունում, համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամերի ընթացքում միջին հաշվով գրանցվել է էապես ավելի փոքր տնտեսական կորուստ, քան արդյունաբերության փոքր կշիռ ունեցող՝ համեմատվող երկրներում:

• **2022 թվականին, ռուս-ուկրաինական հակամարտության սրման պայմաններում կտրուկ ակտիվացել է դեպի ՀՀ կապիտալի և մարդկային ռեսուրսի ներհոսքը, ինչը մի կողմից դրական ազդեցություն է ունեցել տնտեսական ակտիվության վրա, մյուս կողմից հանգեցրել է ՀՀ դրամի զգալի արժևորմանը:** Այս գործոնների ազդեցությամբ տեղի է ունենում տնտեսության կառուցվածքի վատթարացում, այսինքն՝ աճում են «ոչ արտահանելի» ճյուղերը (ծառայությունները, առևտուրը, ֆինանսական հատվածը), իսկ «արտահանելի» հատվածը բախվում է լուրջ խնդիրների (արտահանման եկամուտների նվազում, ներքին արտադրողների՝ ներմուծողների համեմատ մրցունակության նվազում):

• Տնտեսության կառուցվածքի և աճի վրա կապիտալի զուտ ներհոսքի կտրուկ փոփոխության ազդեցության կարևորությամբ պայմանավորված՝ իրավիճակը հաղթահարած **դիտարկվող երկրներում** (մասնավորապես՝ Հարավարևելյան Ասիայի՝ 1990-ականների ֆինանսական ճգնաժամն անցած հինգ երկրներում)

կապիտալի զուտ ներհոսքի աճի բացասական հետևանքները չեզոքացնելու (մեղմելու) նպատակով կիրառվել են շուրջ մեկ տասնյակ խումբ միջոցառումներ (գործիքներ): Ավելին, դիտարկվող բոլոր երկրներում այդ նպատակով մի քանի գործիքներ կիրառվել են միաժամանակ, և այդ գործում միմյանց հետ համաձայնեցված կերպով ներգրավված են եղել ինչպես կենտրոնական (ազգային) բանկը, այնպես էլ կառավարությունը:

• ՀՀ-ում իրականացվող մակրոտնտեսական քաղաքականության մասով առավել ակտիվ է ԿԲ քաղաքականությունը, որն առավելապես թիրախավորում է գնաճի զսպումը, իսկ դրամի կապիտալի ներհոսքի բացասական ազդեցությունների չեզոքացման ուղղությամբ նշանակալի քայլեր չեն ձեռնարկվում, քանի որ վերջինս «օգնում է» գնաճի զսպման նպատակին հասնելուն: Այնուամենայնիվ, դրամավարկային քաղաքականության գործիքի կիրառման դեպքում անհրաժեշտ է չափազանց «զգույշ» լինել, քանի որ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի բարձրացումն անխուսափելիորեն զսպող ազդեցություն է ունենում ամբողջական պահանջարկի այնպիսի բաղադրիչների վրա, ինչպիսիք են սպառումը և ներդրումները, որոնց կրճատումը ցանկալի չէ՝ հաշվի առնելով նախորդ տարիների տնտեսական անկումից տնտեսության վերականգնման անհրաժեշտությունը: Բացի այդ, այն կարող է նույնիսկ հակաարդյունավետ դառնալ, քանի որ որոշ դեպքերում կարող է հանգեցնել օտարերկրյա կապիտալի ավելի մեծ ներհոսքի:

• **Ներկա տնտեսական զարգացումները հուշում են, որ հարկաբյուջետային քաղաքականության դերը պետք է ավելի ակտիվ լինի:** Մասնավորապես, անհրաժեշտ է հարկային քաղաքականության գործիքներով բարձրացնել «գերտաքացող» ոլորտների հարկային բեռը (օրինակ՝ շրջանառության հարկի շեմի վերանայում, պրոգրեսիվ եկամտային հարկի ներդրում, ֆինանսական ոլորտում հարկային բեռի ավելացում և այլն), որի արդյունքում գոյացած լրացուցիչ պետական ռեսուրսները ուղղել իրավիճակից տուժող ոլորտներին թիրախային աջակցության տրամադրմանը:

• **Անհրաժեշտ է նաև հավաքագրել լրացուցիչ ռեսուրսները տնտեսությունից և ուղղել ենթակառուցվածքների զարգացմանը և մակրոտնտեսական կայունության ամրապնդմանը:** Այդպիսի միջոցառումներ կարող են լինել խոշորածավալ կապիտալ ծրագրերի իրականացումը, արտաքին պետական պարտքի մարումը: Խոշորածավալ կապիտալ ծրագրերի իրագործումը կնպաստի երկրում ենթակառուցվածքների զարգացմանը, հետևաբար՝ նաև արտադրողականության աճին, իսկ արտաքին պարտքի մարումը կնպաստի մակրոտնտեսական կայունության ամրապնդմանը և հարկաբյուջետային քաղաքականության հնարավորությունների մեծացմանը: Այս գործոնները կկարևորվեն կապիտալի զուտ ներհոսքի նվազման պայմաններում:

«ԼՈՒՅՍ հիմնադրամ» գրառմամբ հրապարակված նյութը պաշտպանված է ՀՀ օրենսդրությամբ և միջազգային համաձայնագրերով: Հրապարակված նյութի բոլոր իրավունքների բացառիկ իրավատերը «ԼՈՒՅՍ» հիմնադրամն է:

Նյութի ամբողջական կամ դրանից քաղվածքների վերարտադրումը թույլատրվում է իրականացնել միայն «ԼՈՒՅՍ հիմնադրամ» գրառման և համապատասխան **ակտիվ հղման տեղադրման պայմանով՝ պահպանելով «ԼՈՒՅՍ» հիմնադրամին պատկանող նյութերի օգտագործման կարգը:**