

**ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՊԱՅՄԱՆՆԵՐԻ ՄԱԿԱՐԴԱԿԻ ՈՐՈՇՄԱՆ  
ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆՈՒՄ**

**Մ. Ա. ԳԱԼՍՅԱՆ**

Ցանկացած ազգային դրամական համակարգի համար երկրի ֆինանսական իշխանությունների (Կենտրոնական բանկ) կամ այլ պաշտոնական գործակալությունների միջազգային պահուստները՝ երկրի տնտեսության համար հաղիսանում են երկրի ներքին դրամական համակարգի կայունության կարևոր գրավականներից մեկը: Ասիական ճգնաժամի ժամանակ այն երկրները, որոնք ունեին միջազգային պահուստների ավելցուկային մակարդակ (Չինաստան և Հոնկոնգ), զերծ մնացին ճգնաժամի հետևանքներից, այն երկրները, որոնք ունեին միջազգային պահուստների բարձր մակարդակ (Սինգապուր և Թայվան), իրականացրեցին ազգային արժույթի չափավոր արժեզրկում: Մնացած երկրների տնտեսություններում, որոնք ունեին միջազգային պահուստների պակասություն, գրանցվեց ֆինանսական արհավիրքների ողջ փունջ՝ արժույթային, բանկային և պարտքի շուկայի:

Երկրներից շատերի անհաջող փորձի վրա հիմնվելով՝ ԱՄՆ-ի տնօրենի նախկին առաջին տեղակալ Սթենլի Ֆիշերը նշել է, որ վերջին ճգնաժամներից երկրներից շատերը քաղել են որոշակի փորձ և ներկայումս ցանկանում են ունենալ ավելի շատ պահուստներ, քան մինչ ճգնաժամը: Ասիական ճգնաժամից հետո, ինչպես երևում է աղյուսակ 1-ից, երկրների ճնշող մեծամասնությունը էապես ավելացրել է իր պահուստները: Ներկայումս նրանք առաջնորդվում են ինչքան շատ, այնքան լավ սկզբունքով: Նույնիսկ ազատ լողացող փոխարժեքի ռեժիմ ունեցող երկրներում, որոնց, ըստ էության, միջազգային պահուստներ պետք չեն, պահուստները օգտագործվում են որպես անսպասելի արհավիրքների դեմ պայքարելու միջոց:

**Աղյուսակ 1<sup>2</sup>**

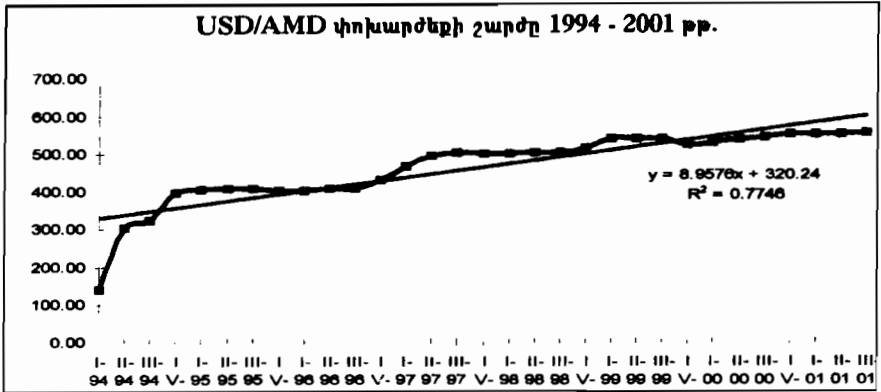
Երկիր	Մինչև ասիական ճգնաժամը, հունիս, 1997թ. (մլրդ. USD)	Ասիական ճգնաժամից հետո, հունվար, 2000թ. (մլրդ. USD)
Չինաստան	121	155
Չեղկաստան	25	32
Հոնկոնգ	68	96
Ինդոնեզիա	20	26
Ֆիլ. կորեա	33	74
Թայվան	31	34
Արգենտինա	19	26
Չիլի	17	14
Կոլումբիա	10	8
Սեքսիկա	23	31
Պերու	11	9
Վենեսուելա	13	12
Չեխիա	11	13
Հունգարիա	8	11
Լեհաստան	20	27
Ռուսաստան	20	38
Իսրայել	18	23
ՄԱԷ	14	15
ՀԱՀ	4	6

<sup>1</sup> Պետական արտարժույթային պահուստները Արժույթի միջազգային հիմնադրամի դասակարգմամբ անվանվում են միջազգային պահուստներ (foreign reserves) և ներառում են մոնետար ոսկին, փոխառության հատուկ իրավունքները, ԱՄՆ-ում պահուստային դիրքը և արտարժույթային ակտիվները:

<sup>2</sup> Աղբյուրը՝ Արժույթի միջազգային հիմնադրամի ինտերնետային էջ:

ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի որոշմամբ ՀՀ-ում ևս գործում է ազատ լողացող փոխարժեքի ռեժիմ (տես՝ գծապատկեր 1), սակայն ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ծրագրային ցուցանիշները պահպանելու (դրամական բազա), ինչպես նաև ՀՀ դրամի փոխարժեքը կտրուկ տատանումներից զերծ պահելու նպատակով կենտրոնական բանկը երբեմն միջամտում է արտարժույթային շուկայում տեղի ունեցող գործընթացների:

*Գծապատկեր 1<sup>3</sup>*



Միջազգային պահուստների ո՞ր մակարդակը կարելի է համարել ավել-ցուկային, իսկ ո՞րը՝ անբավարար: Միջազգային պահուստների օպտիմալ մա-կարդակը կախված է բազմաթիվ գործոններից.

- տնտեսության իրական հատվածի տատանողականությունից, որն ավելի բարձր է զարգացող երկրների տնտեսությունում, քան արդեն կայացած արդյունաբերական երկրներում,

- արժույթային փոխարժեքի ռեժիմից. ամրագրված փոխարժեքի ռեժիմ ունեցող տնտեսությունում միջազգային պահուստների նկատմամբ պահանջարկն անհամեմատ բարձր է, քան այն երկրներում, որոնք ունեն լողացող փո-խարժեքի ռեժիմ,

- արտաքին շուկերի և ճգնաժամերի նկատմամբ բարձր կախվածություն-ից. միջազգային պահուստների նկատմամբ պահանջարկը բարձր է արտա-քին շուկերին ավելի հակված տնտեսություններում,

- արժույթային փոխարժեքի բարձր տատանողականությունից. միջազգա-յին պահուստների նկատմամբ պահանջարկը բարձր է նաև վերոհիշյալ երկրնե-րում:

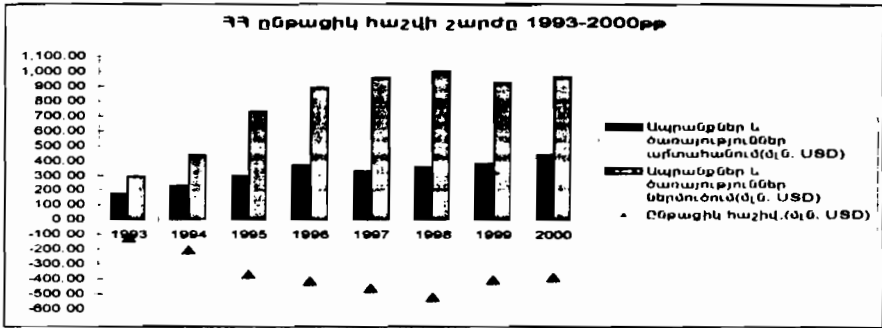
Բացի այդ, միջազգային պահուստների մակարդակի վրա ազդում է նաև երկրի միջազգային դիրքը: Միջազգային պահուստների ավելի բարձր մակար-դակ պահանջվում է այն երկրների համար, որոնք ունեն ընթացիկ հաշվի ճեղք-վածք, ոչ դիֆերսիֆիկացված արտահանում կամ թույլ առևտրային գործըն-կերներ, որոնք հակված են ճգնաժամերի և չունեն հնարավորություն ազատ մուտք գործելու միջազգային վարկային շուկա՝ անհրաժեշտ վարկային միջոց-ներ հայթայթելու նպատակով:

Հայաստանի Հանրապետության տնտեսությանը բնորոշ է վերոհիշյալ բացասական տնտեսական երևույթների ողջ ցանկը: Հարկ է նշել սակայն, որ վերջին երկու տարում ՀՀ-ում գրանցվել է վճարային հաշվեկշռի ընթացիկ հաշվի պակասորդի կրճատում և արտաքին աշխարհի հետ տնտեսական հա-րաբերությունների շրջանակի ընդլայնում: 2000 թ. ընթացիկ հաշվի պակասոր-դի կրճատումը հիմնականում պայմանավորված էր առևտրային հաշվեկշռի

<sup>3</sup> Տվյալները տրամադրել են ՀՀ կենտրոնական բանկի ԴԿԾ և ՆԻԿ բաժինները:

բարելավմամբ՝ ապրանքների արտահանման կտրուկ աճով և ներմուծման աճի տեմպերի կրճատմամբ: Վերջին տարիներին ընդլայնվել է նաև արտահանման ճյուղերի քանակը. մասնավորապես 2000 թ. արտահանման աճը հիմնականում ապահովվել է ի հաշիվ չորս ապրանքախմբի՝ «Թանկարժեք, կիսաթանկարժեք քարեր, մետաղներ և դրանցից իրեր», «Ոչ թանկարժեք մետաղներ և դրանցից պատրաստված իրեր», «Պատրաստի սննդի արտադրանք» և «Մեքենաներ, սարքավորումներ և մեխանիզմներ»: Մինչդեռ 1999 թ. արտահանման աճը իրականացվել է շնորհիվ վերը նշված ապրանքախմբերից բացառապես առաջինի: Արտահանվող երկրների ցանկում մեծ տեսակարար կշիռ ունեն ԱՊՀ երկրները, որոնք, ինչպես հայտնի է, նույնպես համարվում են անցումային տնտեսություն ունեցող երկրներ, իսկ դա ինքնին ենթադրում է տնտեսական ենթակառուցվածքների թույլ զարգացվածություն, շուկայական տնտեսությանը բնորոշ տնտեսական ինստիտուտների նոր ձևավորում և, որպես կանոն, ճգնաժամերի հակվածության բարձր աստիճան:

### Գծապատկեր<sup>2</sup>



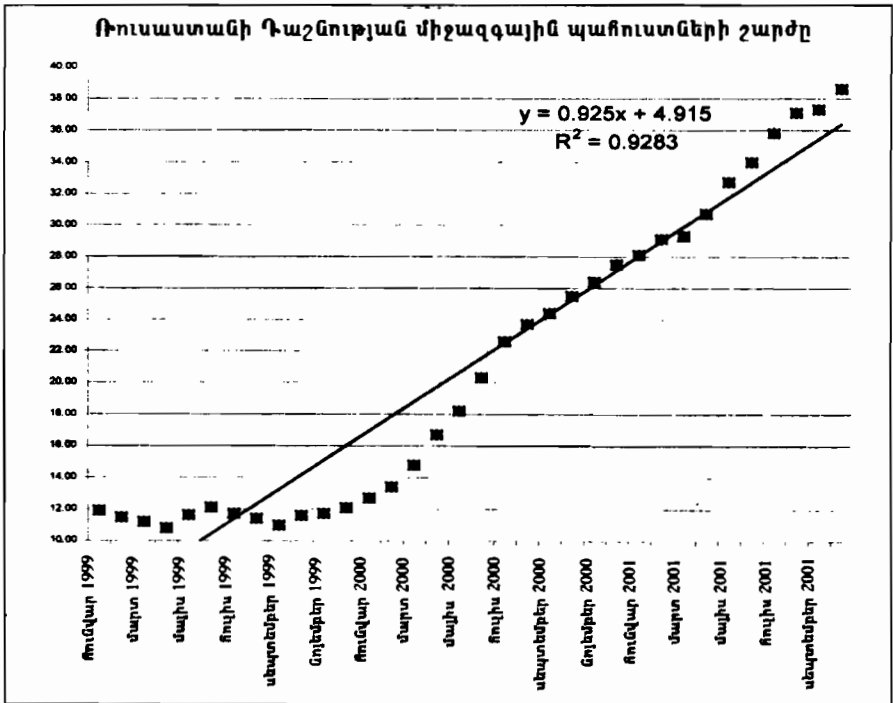
Տնտեսագետներից ոմանք (Քալիթեյն, Ռե Բուֆոր և այլն)<sup>5</sup> գտնում են, որ չի կարելի հաշվարկել միջազգային պահուստների օպտիմալ մակարդակը: Նրանց կարծիքով՝ հարկավոր է ունենալ պահուստների այնպիսի մակարդակ, որը վարկանիշային գործակալությունների և արտասահմանյան ներդրողների կողմից կհամարվի տվյալ մակրոտնտեսական իրավիճակին համապատասխան: Համապատասխանության շուկայական գնահատականի հիմքում ընկած է տարբեր երկրների միջազգային պահուստների մակարդակների համեմատումը, որը մրցակցություն է առաջացնում միջազգային ասպարեզում: Միջազգային պահուստների օպտիմալ մակարդակի հստակ ցուցանիշի բացակայության հետևանքով ներդրողների այչքում վարկարժանությունը չկորցնելու նպատակով երկրները մրցակցում են միմյանց հետ, որովհետև դրա ցածր մակարդակի դեպքում երկիրը կարող է դառնալ ֆինանսական սպեկուլյանտների հարձակումների թիրախ: Սակայն նման մրցակցությունը կարող է պատճառ դառնալ ցածր տնտեսական արդյունավետություն ունեցող ավելցուկային պահուստների կուտակման:

Կենտրոնական բանկերից շատերի համար ցանկալի է ունենալ միջազգային պահուստների այնպիսի մակարդակ, որը թույլ կտա կանխել արժուրանքային շուկայում ազգային արժույթի արժեզրկումը: Ազգային արժույթի կտրուկ արժեզրկումը կարող է հանգեցնել այնպիսի իրացվելիության, երբ ազգային արժույթով արտահայտված ակտիվների եկամտաբերության հանկարծակի անկումը անհնար է դարձնում արտաքին պարտքի սահուն սպասարկումը: Այդուհանդերձ, բավականին դժվար է կապ տեսնել երկրի միջազգային պահուստների ծավալի և իրացվելիության ճգնաժամերի հնարավորությունների միջև:

<sup>4</sup> Տե՛ս «ՀՀ ԿԲ տարեկան հաշվետվություն», 1994-2000 թթ.:  
<sup>5</sup> Տե՛ս «Reserve adequacy in emerging market economies», IMF WP 01/143:

Իրավամբ հարց է ծագում՝ իսկ ի՞նչն է պատճառը, որ ավելցուկային պահուստները միշտ չէ, որ խրախուսելի են: Բանն այն է, որ միջազգային պահուստները պահանջում են լրացուցիչ ծախսեր, որոնց հաշվարկը որոշակի բարդություններ է ստեղծում այլընտրանքային ծախսերի (opportunity costs) հաշվարկման տեսանկյունից: Այլընտրանքային ծախսերը կամ բաց թողնված հնարավորությունները ոչ այլ ինչ են, եթե ոչ այս կամ այն սուբյեկտի կայացրած տնտեսական որոշման հետևանքով կորցրած մաքսիմալ շահույթը: Օրինակ, կանխիկ միջոցներ պահելու այլընտրանքային ծախսը կարող է հավասար լինել բանկային անվանական տոկոսադրույքին: Միջազգային պահուստների մակարդակը կարող է ավելանալ վճարային հաշվեկշռի ընթացիկ հաշվի դրական սաղոյժի շնորհիվ: Այդ դեպքում երկիր են մտնում արտահանման գործառնությունների հետևանքով առաջացած արժութային միջոցները, որոնք մի կողմից կարող են համարել կենտրոնական բանկի միջազգային պահուստները, իսկ մյուս կողմից արտարժույթը կարող է փոխարկվել ազգային արժույթի և ուղղվել ազգային տնտեսություն՝ վերարտադրության խնդիրները լուծելու համար: Արտահանումից ստացված արտարժութային միջոցներով կենտրոնական բանկի միջազգային պահուստները համարելու վառ օրինակ կարող է ծառայել Ռուսաստանի Դաշնությունը, որտեղ, ըստ գործող օրենսդրության, ձեռնարկությունները պարտավոր են արտահանումից ստացված արտարժութային շահույթի 50%-ը վաճառել պետությանը: Ըստ այդմ, սկսած 2000 թ-ից Ռուսաստանում գրանցվել է միջազգային պահուստների մակարդակի աննախադեպ աճ: Սակայն, արտահանումից ստացված միջոցների հաշվին միջազգային պահուստների համարումը նպաստում է տնտեսությունում սղանի մակարդակի բարձրացմանը, իհարկե, եթե չի իրականացնում համատեղ նաև ստերիլիզացիոն քաղաքականություն:

**ՉճապատկերՅ՝**



՝ Աղբյուրը՝ Reuters տեղեկատվական համակարգ:

Միջազգային պահուստների համալրման ժամանակ դրամական միջոցները գտնվում են անշարժ վիճակում և տվյալ պահին ոչ մի օգուտ չեն բերում ազգային տնտեսությանը, երկրորդ դեպքում միջոցները օգտագործվում են ներքին ներդրումների համար և նպաստում են տնտեսական աճին: Այսպիսով, միջազգային պահուստների համալրումը հավասարազոր է ներքին ներդրումների անկմանը: Սակայն ավելցուկային պահուստների հետևանքով առաջացած կորուստների քանակական գնահատությունը բավականին դժվար է, քանի որ հնարավոր չէ հաշվարկել կապիտալի սահմանային արտադրողականությունը:

Կորուստների գնահատման ավելի հեշտ տարբերակ է քվազիֆիսկալ ծախսերի (quasi-fiscal costs) հաշվարկումը: Արտարժուրթային շուկայից ձեռք բերելով արտարժուրթ՝ Կենտրոնական բանկը իրականացնում է փողի էմիսիա, որը ընթացիկ հաշվեկշռի կայուն և մեծածավալ ավելցուկի դեպքում հանգեցնում է սղաճի: Դա բնորոշ է հատկապես ոչ զարգացած ֆինանսական համակարգ ունեցող երկրների համար, որոնք հնարավորություն չունեն կլանելու էմիսիան: Նման դեպքերում Կենտրոնական բանկը թուլացնում է արժուրթային հսկողությունը կամ ավելացնում է արտաքին պարտքի սպասարկումը, ինչ էլ նպաստում է երկրից արտարժուրթի արտահոսքին: Սակայն ամենատարածված տարբերակը ստերիլիզացված ինտերվենցիան է, այսինքն՝ արտարժուրթի առքի հետ մեկտեղ թողարկվում են պետական արժեթղթեր, որոնք էլ կլանում են էմիսիան: Ձեռք բերված արտարժուրթը նույնպես չի անշարժանում հաշիվների վրա, այլ փոխարկվում է բարձր վարկային որակ ունեցող արտասահմանյան ակտիվներով, որոնք, սակայն, ավելի ցածր եկամտաբեր են: Դրանով իսկ տեղական իշխանությունների համար առաջանում է եկամտաբերությունների բացասական տարբերություն, որը ծագում է երկրի պետական պարտատոմսերի և արտասահմանյան պարտատոմսերի եկամտաբերությունների միջև եղած տարբերության հետևանքով:

Առանձին երկրներում (Ճապոնիա, Չինաստան և Սինգապուր), որտեղ ներքին տոկոսադրույքը ցածր է միջազգայինից, բացակայում է բացասական տարբերության էֆեկտը: Ասենք նաև, որ նման երկրները, ըստ էության, բացառություն են: Սովորաբար ստերիլիզացված ինտերվենցիաների հետևանքով ունեցած կորուստները լիներ նե բավականին մեծ, ուստի շատ երկրներ հրաժարվում են նման քայլերից: Միջազգային պահուստներ ունենալու ծախսերն անհամեմատ ավելի մեծ են բարձր սղաճ կամ ամրագրված արժուրթային փոխարժեքի ռեժիմ ունեցող երկրներում:

Պահուստների բավարար մակարդակը որոշելու տեսանկյունից ամենահարմար տարբերակն արժուրթային խորհուրդն է (currency board): Աշխարհի մի շարք երկրներում՝ Բուլղարիա, Արգենտինա և այլն, որտեղ գործում է արժուրթային խորհուրդը, ֆինանսական իշխանությունները պարտավորված են ազգային արժուրթը ֆիքսված փոխարժեքով ազատորեն փոխարկելու արտասահմանյան արժուրթի կամ այլ պահուստային ակտիվի: Արժուրթային խորհրդի նորմալ գործունեության համար անհրաժեշտ է, որ դրամական բազան (կանխիկ + կենտրոնական բանկում գտնվող թղթակցային հաշիվներ) ապահովված լինի արտարժուրթային կամ ոսկու ծածկույթով՝ ամրագրված փոխարժեքով: Արժուրթային խորհուրդ ունեցող բոլոր երկրներում օրենսդրորեն ամրագրված է ազգային արժուրթով արտահայտված դրամական բազայի՝ միջազգային պահուստների միջոցով ծածկույթի գործակիցը: Այսպիսով, արժուրթային խորհրդի դեպքում միջազգային պահուստների մակարդակի բավարար ցուցանիշ է  $M_0$  դրամական ազդեցատը: Հարկ է նշել, սակայն, որ  $M_0$  դրամական ազդեցատի ծածկույթը ֆինանսական ճգնաժամերի ընթացքում կարող է բավարար չլինել, քանի որ չի ներառում դեպոզիտների մի զգալի մաս:

Արժուքային գոտի	Պահուստների կառուցվածքը	Օրենսդրությամբ ամրագրված նվազագույն պահուստային գործակից
Արգենտինա	2/3- արտարժույթ և ոսկի 1/3- Արգենտինայի կառավարության ԱՄՆ-ի դոլարով արտահայտված արժեթղթեր	Մո ղրամական ազդեցատ
Արևելակարիբյան արժուքային խորհուրդի բրունեյ	Արտարժուքային ակտիվներ և ոսկի	60% Մո ղրամական ազդեցատ
Բոսնիա	Իրացվելի արտասահմանյան ակտիվներ	70% Կենտրոնական բանկի ցպահանջ պարտավորություններ
Ֆրոուտի	Գերմանական մարկով արտահայտված ակտիվներ	100% Կենտրոնական բանկի պարտավորություններ
Յիբուտի	Արտերկրյա ակտիվներ	100% կանխիկ շրջանառության մեջ
Էստոնիա	Արտարժուքային ակտիվներ և ոսկի	Մո առանց ԿԲ-ի մուրհակները հաշվարկելու
Չոնկոնգ	Արտերկրյա ակտիվներ	105% կանխիկ շրջանառության մեջ
Լիտվա	Արտարժուքային ակտիվներ և ոսկի	Մո ղրամական ազդեցատ

Միջազգային պահուստների համապատասխանության սկզբունքներից մեկն էլ մշակվել է ամերիկացիների կողմից Մեծ յոթնյակի (G7) երկրների ղեկավարների 1998 թ. կայացած հանդիպման ժամանակ, ըստ որի ճգնաժամի շեմին գտնվող երկրների համար պետք է ստեղծել վարկային գիծ, որի միջոցով վերոհիշյալ երկրները ցանկացած պահին կարող են համարել իրենց պահուստները: ԱՄՆ-ի առաջարկը հավանության արժանացավ Մեծ յոթնյակի կողմից և 1999թ. ապրիլին ԱՄՆ-ի կողմից ստեղծվեց “պայմանավորված” վարկային գծի (contingent credit line) գաղափարը, որի իմաստը հանգում է հետևյալին՝ անթերի տնտեսական քաղաքականություն իրականացնող երկրներն անսահմանափակ մուտք են ստանում ԱՄՆ-ի ռեսուրսներ, որոնց միջոցով էլ լրացնում են իրենց միջազգային պահուստները, սակայն վարկային ծրագրի բարձր ծախսատարության հետևանքով այն չգնահատվեց ըստ արժանվույն, և վերջինիս նկատմամբ պահանջարկը ներկայումս շատ ցածր է:

Միջազգային պահուստների համապատասխանության մյուս կարևորագույն սկզբունքը միջազգային պահուստների և արտաքին առևտրի ցուցանիշների հարաբերակցության միջոցով հաշվարկվող ցուցանիշն է: Մինչ այժմ լայն տարածում ունի միջազգային պահուստներ-ներմուծում հարաբերակցության գործակիցի հաշվարկումը, ըստ որի պահուստների բավարար մակարդակ է համարվում երեք ամսվա ներմուծման ծածկույթը:

Հարկ է նշել, սակայն, որ այս գործակիցը լայնորեն օգտագործվում է զարգացող երկրների տնտեսությունների համար, որոնք մեծ կախվածության մեջ են գտնվում ապրանքների և ծառայությունների ներմուծումից, իսկ արտահանումից ստացված եկամուտները ունեն կալում բնույթ (հումքային ռեսուրսների արտահանման հաշվին): Արտահանման և ներմուծման միջև բարձր կորելյացիայի դեպքում ավելի ընդունելի է համարվում պահուստների և առևտրային հաշվեկշռի ալոդոյի դինամիկայի ցուցանիշը: Այս երկու ցուցանիշները էֆեկտիվ են այն երկրների համար, որտեղ գոյություն ունի կապիտալի շարժի սահմանափակում, իսկ վճարային հաշվեկշռում հիմնական մասնաբաժինն ընկնում է ընթացիկ հաշվի հաշվեկշռին: Նման խոչընդոտների բացակայության դեպքում հիմնականում արդյունաբերական երկրներում պահուստները հարաբերվում են վճարային հաշվեկշռի ցուցանիշին:

<sup>1</sup> Տե՛ս “ The Choice of Exchange Rate Regime”, Tony Latter, CCBS, 2000:

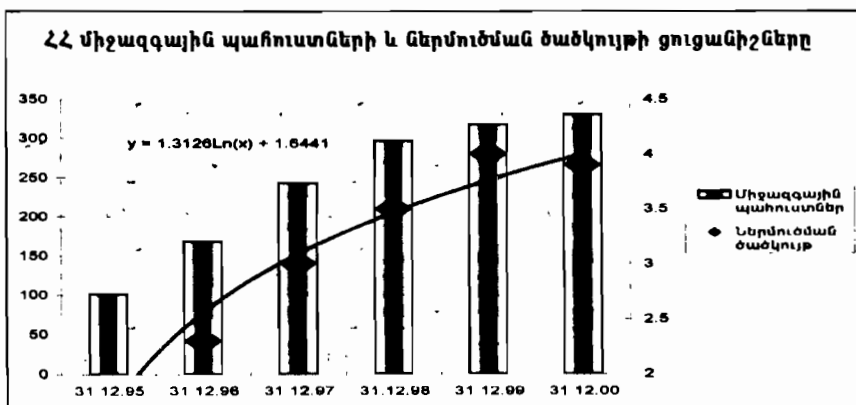
Բայց այս դեպքում իրավացիորեն ծագում է այն հարցը, թե ինչն է պատճառը, որ միջազգային պահուստների մակարդակի համապատասխանությունը փորձում են բացատրել արտաքին առևտրի ցուցանիշներով: Պատասխանը պետք է փնտրել Բրեթոն Վուդսի արժութային համակարգի հիմքում (1944 թվականի հուլիսին ԱՄՆ-ի Նյու Հեմփշիր նահանգի Բրեթոն Վուդս քաղաքում հիմնադրվել է վերոհիշյալ արժութային համակարգը, որը գործել է մինչև 1971թ., և որի հիմնական գաղափարը ոսկու ստանդարտին անցումն էր, ինչպես նաև միջազգային կազմակերպությունների՝ Արժույթի միջազգային հիմնադրամի և Համաշխարհային բանկի ստեղծումը), ըստ որի այն երկրները, որոնք ունեին ընթացիկ հաշվեկշռի երկարատև բացասական սալոդ, համարվում էին ֆունդամենտալ անհավասարակշռվածության կրողներ, որն էլ կարող էր ազգային արժույթի արժեզրկման հիմք հանդիսանալ: Այդ տարիներին ֆինանսական գործառնությունները չունեին այն ծավալներն, ինչպես հիմա (մասնավաճ ածանցյալ գործիքները), և արտաքին առևտրական գործառնություններում գերակշիռ մասնաբաժինը առևտրինն էր: Առևտրային հաշվեկշռի վատթարացման դեպքում տվյալ երկրի ազգային արժույթով արտահայտված ակտիվների տեղերը դրանք փոխարկում էին այլ արժույթներով արտահայտված ակտիվների:

Ոսկու կամ ավելի ճիշտ՝ ԱՄՆ-ի դոլարի նկատմամբ ազգային արժույթի ամրագրված փոխարժեքի ռեժիմը պահպանելու նպատակով ազգային կենտրոնական բանկը ճարահատյալ իրացնում էր ԱՄՆ-ի դոլարով արտահայտված ակտիվները: Այդ իսկ պատճառով վճարային հաշվեկշռի ընթացիկ հաշվին մեծ ուշադրություն էր դարձվում, և միջազգային պահուստների մակարդակի համապատասխանությունն արտահայտվում էր առևտրային հաշվեկշռի միջոցով:

Զնայած արդեն երկար ժամանակ է անցել Բրեթոն Վուդսի արժութային համակարգի փլուզումից հետո, այնուամենայնիվ մեթոդաբանությունը պահպանվել է: Չեխիայի կենտրոնական բանկը միջազգային պահուստների համապատասխան մակարդակ է համարում երեքամսյա ներմուծման ծածկույթը: Չիլիի կենտրոնական բանկի պահուստները ապահովում են 5-6 ամսվա ներմուծման ծածկույթ, իսկ Լեհաստանինը՝ 6 ամսվա:

Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի կողմից ևս որպես պահուստների բավարար մակարդակի ցուցանիշ օգտագործվում է ապրանքների և ծառայությունների երեքամսյա ներմուծման ծածկույթը: Վերջին տարիներին միջազգային պահուստների մակարդակի աճի և ներմուծման ծավալների աճի կրճատման հաշվին 2000թ. հնարավոր է դարձել 3.9 ամսվա ծածկույթ:

#### Գծապատկեր 4<sup>0</sup>



<sup>0</sup> Տե՛ս «ՀՀ կԲ տարեկան հաշվետվություն», 1994-2000 թթ:

## Գվիդոտիի կանոնը

Միջազգային պահուստների մակարդակի համապատասխանության որոշումը ներմուծման ծածկույթի միջոցով մինչև 90-ականների վերջը կենտրոնական բանկերի համար շարունակում էր մնալ որպես ավանդական չափանիշ: Սակայն 1999 թ. ապրիլին G33 երկրների համար Բոննում կազմակերպված գազաթանաժողովի ժամանակ Արգենտինայի ֆինանսների փոխնախարար Պաոլո Գվիդոտին առաջարկել էր նոր կանոն, որը հետագայում կոչվեց վերջինիս անունով (Guidotti rule): Հարկ է նշել նաև, որ Գվիդոտիի կանոնի մասին սկսեցին խոսել ԱՄՆ-ի դաշնային ռեզերվային համակարգի նախագահ Ալեն Գրինսփենի՝ ԱՄՆ-ի Կոնգրեսի բանկային և ֆինանսական ծառայությունների հանձնաժողովի անդամների առաջ ունեցած ելույթից հետո, որի ընթացքում պարոն Գրինսփենը առաջարկել էր օգտագործել կանոն, ըստ որի միջազգային պահուստները պետք է ծածկեին մեկ տարվա արտաքին պարտքի ծավալը: Բացի այդ, Դաշնային ռեզերվային համակարգի նախագահն առաջարկել է արտաքին պարտքի միջին մակարդակը պահպանել երեք տարուց ոչ ցածր մակարդակի վրա: Գործակցի հաշվարկման համար առաջարկվել էր օգտագործել կարճաժամկետ արտաքին պարտքի և միջազգային պահուստների հարաբերակցությունը:

Ըստ Գվիդոտիի, միջազգային պահուստները, որոնք ներառում են բոլոր հնարավոր վարկային գծերը, պետք է ծածկեն առաջիկա տարվա արտաքին պարտքի մայր գումարի և տոկոսագումարի բոլոր հնարավոր վճարները: Այլ կերպ ասած՝ Գվիդոտիի կանոնը մեկնաբանվում է որպես մեկ տարի առանց նոր արտաքին փոխառությունների ապրելու ունակության ցուցանիշ: Նոր կանոնը, սակայն, արստրահվում է իրական տնտեսական իրավիճակից՝ թույլատրելով հետևյալ ենթադրությունները.

- վճարային հաշվեկշռի ընթացիկ հաշիվը բալանսավորված է,
- բացի վարկային գործառնություններից, այլ տիպի գործառնությունները բացակայում են, և չի նախատեսվում կապիտալի արտահոսքի հնարավորությունը:

ԱՄՆ-ի տնտեսագետներ Բյուսերի և Մյուլդերի կատարած հետազոտությունները վկայում են, որ Գվիդոտիի կանոնը բավականին էֆեկտիվ է, և հաշվարկվող ցուցանիշը այն քչերից է, որի միջոցով կարելի է կանխատեսել տվյալ երկրի ֆինանսական ճգնաժամին հակվածության չափը: Իրացվելիության բարձր մակարդակը, որն արտահայտվում է միջազգային պահուստների և կարճաժամկետ արտաքին պարտքի հարաբերակցության բարձր թվով, կարող է մեղմացնել ֆունդամենտալ մակրոտնտեսական ցուցանիշների ցածր որակը (ընթացիկ հաշվի ճեղքվածքի բարձր մակարդակ կամ իրական փոխարժեքի աճ) և սահմանափակել երկրի հակվածությունը տարածաշրջանում առկա ճրգնաժամին: Հարկ է նշել, որ այլ ցուցանիշները, ինչպիսիք են՝ ներմուծումը, դրամական բազան կամ փողի առաջարկը, ավելի վատ են կանխատեսում ապագա ճգնաժամը, քան միջազգային պահուստների և կարճաժամկետ արտաքին պարտքի հարաբերակցության ցուցանիշը: Այլ կերպ ասած՝ Գվիդոտիի կանոնը ավելի էֆեկտիվ է, քան ներմուծման ծածկույթի կամ արժույթային խորհրդի ժամանակ օգտագործվող ցուցանիշները: Գվիդոտիի կանոնի օգնությամբ առանց որևէ դժվարության կարելի էր կանխատեսել Հարավարևելյան Ասիայի ճգնաժամը (տե՛ս աղյուսակ 3):

**Աղյուսակ 3**

Գվիդոտիի կանոնի զնահատականը 1997-ի հունիսի դրությամբ	
Երկրների խումբը	Միջազգային պահուստները/ կարճաժամկետ պարտքի
Ֆինանսական ճգնաժամի ենթարկված ասիական երկրներ	66%
Ճգնաժամից խուսափած ասիական երկրներ	123%
Ճգնաժամից խուսափած Լատ. Ամերիկայի երկրներ	123%



Ասիական ճգնաժամից հետո Ինդոնեզիայի, Հարավային Կորեայի, Ֆիլիպինների և Թայլանդի կենտրոնական բանկերը սկսել են օգտագործել Գվիդոտի կանոնը՝ նախապես հարմարեցնելով այն իրենց տնտեսությունների առանձնահատկություններին, իսկ Լատինական Ամերիկայում Գվիդոտի կանոնը օգտագործվում է իր նախնական տեսքով: Թեև Գվիդոտի կանոնի նախնական տարբերակը ենթադրում է վճարումների միայն մեկ ձև, այնուամենայնիվ այն հնարավոր է ներկայացնել բազմագործոնային մոդելի տեսքով:

ՀՀ արտաքին պետական պարտքը՝ ձևավորվել է 1992 թ-ից և ծառայել է էներգետիկայի, գյուղատնտեսության, ճանապարհային տնտեսության, ջրմուղ-կոյուղու, առողջապահության, կրթության և այլ ոլորտներում նպատակային ներդրում կատարելուն, ինչպես նաև կառուցվածքային բարեփոխումների վարկերի միջոցով պետական բյուջեի դեֆիցիտի ֆինանսավորմանը: ՀՀ արտաքին պարտքը (ՀՀ կառավարության և կենտրոնական բանկի արտաքին պարտավորություններ և նրանց կողմից տրամադրված արտաքին երաշխիքներ) 2000 թ. դեկտեմբերի 31-ի դրությամբ կազմել է 859.5 մլն. ԱՄՆ-ի դոլար, որից՝

- 664.9 մլն. ԱՄՆ-ի դոլարը ՀՀ կառավարության արտաքին պարտավորությունների գծով,

- 175.5 մլն. ԱՄՆ-ի դոլարը ՀՀ կենտրոնական բանկի արտաքին պարտավորությունների գծով,

- 19.1 մլն. ԱՄՆ-ի դոլարը ՀՀ կառավարության և կենտրոնական բանկի կողմից տրամադրված արտաքին երաշխիքների գծով:

Հայաստանի Հանրապետության համար Գվիդոտի կանոնը կիրառելիս ավելի նպատակահարմար է հարաբերակցության մեջ համարիչում վերցնել համախառն արտաքին ակտիվների ցուցանիշը, իսկ հայտարարում՝ մեկ տարվա ընթացքում պետական արտաքին պարտքի դիմաց վճարվելիք գումարները (մայր գումարի ամորտիզացիա + տոկոսավճարներ): Օգտագործելով վերոհիշյալ հարաբերակցությունը և 2002թ-ի ծրագրային ցուցանիշները՝ կստացվի հետևյալ պատկերը.

ՀԱԱ

≈ 7,5 անգամ

Արտաքին պարտքի սպասարկում

### Ռեդդիի չափանիշը

Հնդկաստանի կենտրոնական բանկի տնտեսագետ Ռեդդին լրացրել է Գվիդոտի կանոնը և ներմուծման միջոցով հաշվարկվող չափանիշը, որի հետևանքով էլ ստացվել է Ռեդդիի չափանիշը (Reddy Criterion), համաձայն որի միջազգային պահուստները պետք է ապահովեն երեքամսյա ներմուծման և մեկ տարվա արտաքին պետական և մասնավոր պարտքի մայր գումարների և տոկոսագումարների վճարումների ծածկույթ: Ըստ երևույթին Ռեդդին հաշվի է առել ասիական երկրների փորձը, քանի որ ասիական ճգնաժամի հիմնական պատճառը մասնավոր հատվածի կուտակած պարտքն էր: Ներկայումս Ռեդդիի չափանիշը օգտագործվում է Հնդկաստանի կենտրոնական բանկի կողմից: Ավելի բարդ մոդելի կառուցման ընթացքում թե համարիչում և թե հայտարարում հնարավոր է կառուցել մի քանի փոփոխականների համակցություն: Մասնավորապես շատ երկրներում համարիչում հաշվարկվում է կենտրոնական բանկի և առևտրային բանկի արտաթոթային պահուստների գումարային ցուցանիշը, քանի որ վերոհիշյալ երկրներում առևտրային բանկերին պարտադրվում է պահել որոշակի քանակությամբ արտաթոթույթ՝ որպես արտաքին պարտավորությունների անխափան իրականացման երաշխիք: Նման քաղաքականությունը թույլ է տալիս նվազեցնել միջազգային պահուստների նկատմամբ կենտրոնական

<sup>9</sup> Տե՛ս ՀՀ ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարության « Հայաստանի Հանրապետության պետական պարտքը», տարեկան հաշվետվություն, 2000:

բանկերի պահանջարկը, սակայն մյուս կողմից տնտեսությունում բարձրացնում են դոլարիզացիայի մակարդակը և վտանգում դրամավարկային քաղաքականության սահուն իրականացումը: Հարկ է նշել, սակայն, որ կենտրոնական բանկերից շատերը օգտագործում են Գվիդոտիի կանոնի պարզ տարբերակը կամ պարզապես առաջնորդվում են այն տեսական մոտեցումներով, որոնք խրախուսում են կորպորատիվ արժեթղթերում իրականացվող ներդրումները:

Ինչ վերաբերում է Ռեդիի չափանիշի հաշվարկմանը ՀՀ միջազգային պահուստների օրինակով, ապա այս դեպքում ավելի նպաստակա հարմար է օգտագործել համախառն արտաքին ակտիվներ պետական արտաքին պարտքի դիմաց վճարվելիք գումարներ (մայր գումարի ամորտիզացիա + տոկոսավճարներ) և ներմուծման երեք ամսյա ծածկույթի հարաբերակցությունը: Օգտագործելով վերոհիշյալ հարաբերակցությունը և 2002 թ. ծրագրային ցուցանիշները՝ կատարվի հետևյալ պատկերը:

$$\frac{\text{Համախառն արտաքին ակտիվներ}}{\text{Արտաքին պարտքի սպասարկում}+3 \text{ ամսվա ներմուծման ծածկույթ}} = 117 \%$$

Այսպիսով, պահուստների օպտիմալ մակարդակը պայմանավորող և բերված ցուցանիշների հաշվարկման հիմքում ընկած գործոնների վերլուծությունից ակնհայտ է դառնում Հայաստանի համար վերոհիշյալ խնդրի խիստ արդիականությունը: Ընդ որում, վերլուծությունից երևում է, որ չնայած կիրառելի են բերված և բոլոր ցուցանիշները, սակայն ՀՀ-ի համար հաշվարկներում առաջին հերթին անհրաժեշտ է ընդգրկել արտաքին պարտքի սպասարկման գումարները և ներմուծման ծավալները՝ հաշվի առնելով Հայաստանի ՀՆԱ-ում վերջիններիս մեծ տեսակարար կշիռները: Եվ վերջապես՝ հաշվարկներից երևում է, որ ՀՀ կԲԻ կողմից տնօրինվող պահուստների ներկայիս մակարդակը միանգամայն բավարար է՝ արտաքին լուրջ ցնցումներից խուսափելու համար:

**М. А. ГАЛСТЯН - Проблема определения уровня международных резервов в Армении.** - Статья посвящена проблеме определения оптимального уровня валютных резервов с учетом особенностей экономической политики и положения страны в международной финансовой системе. Опыт зарубежных стран показывает, что оптимальный уровень резервов зависит от многих факторов: от волатильности реального сектора экономики, режима валютного курса, дефицита текущего счета и не диверсифицированности экспорта, объема внешнего долга и от ряда других факторов. В основе данного анализа лежит выявление и оценка факторов, обуславливающих оптимальный уровень международных резервов РА, что весьма актуально с учетом наличия значительного внешнего долга и немалой доли импорта в ВВП страны.

Выявление и своевременный мониторинг факторов, влияющих на уровень необходимых резервов, играют ключевую роль в обеспечении финансовой стабильности и в снижении подверженности страны внешним экономическим потрясениям.