

ԻՆՉՊԵՍ ԽՈՒՍԱՓԵԼ ՏՆՏԵՍՈՒԹՅԱՆ ԼՃԱՑՈՒՄԻՑ.

«ՀԵՇՏ» ԵՎ «ԾԻՇՏ»
ԼՈՒԾՈՒՄՆԵՐԻ
ՃԱՆԱՊԱՐՀՆԵՐԸ

N6, 2020

Հիմնաբառեր. երկարաժամկետ ստրատեգիա, ժամանակակից մոնետար տեսություն, պարզի բեռ, մոնետար անկախություն, կապիտալի շուկա

2020 թ. տնտեսական խոր անկումը հետագա տարիներին համաշխարհային տնտեսությանը կարող է սպառնալ լճացմամբ: Դրա կանխման ուղղությամբ՝ տնտեսագիտական շրջանակներում սկիզբ առած բանավեճերում իրենց տեղն են ամրապնդել, այսպես կոչված, ժամանակակից մոնետար տեսության ջատագովները, որոնք մոնետար անկախությամբ երկրների համար տնտեսական խնդիրների լուծումը տեսնում են պետական բյուջեի պակասուրդի ընդլայնման և դրա էմիսիոն ֆինանսավորման մեջ: Միջնաժամկետ հաշվածում թույլ տնտեսական աճի ռիսկեր առկա են նաև Հայաստանում՝ հատկապես հաշվի առնելով 2020 թ.-ի աշնանը տեղի ունեցած պարերազմը: Սակայն, իրականում, մոնետար անկախության ոչ բարձր պաշարով տնտեսությունների դեպքում առաջին հայացքից գրավիչ ու հեշտ թվացող նման լուծումները չափազանց վրանգավոր են, ուստի անհրաժեշտ է գիտակցել, որ բարդ, բայց ճիշտ լուծումների ուղով առաջ գնալն այլընտրանք չունի:

Համաշխարհային տնտեսությունն աստիճանաբար «բարձրանում» է ապրիլյան անկման «հատակից»: 2021 թ.-ի համար Արժույթի միջազգային հիմնադրամի փորձագետները կանխատեսում են արդեն 5.2% տնտեսական աճ՝ 2020 թ.-ին սպասվող 4.4% անկման հենքի վրա: Սակայն, ակնհայտ է, որ աշխարհի համար 2021 թ.-ի տնտեսական հեռանկարները չափազանց անորոշ են:

Հայաստանի դեպքում այդպիսի անորոշություններ ստեղծող՝ կորոնավիրուսի համավարակի տարածման բացասական ազդեցություններին գումարվել է նաև պատերազմի հետևանքով առաջացած շուկր (ցնցումը): Որ-



**Նարեկ
ԿԱՐԱՊԵՏՅԱՆ**

տնտեսագիտության
թեկնածու

2019 թ.-ին ավարտել է ՀՊՏՀ մագիստրատուրան «Մակրո-տնտեսական վերլուծություն» մասնագիտությամբ, և ընդունվել է ՀՊՏՀ ասպիրանտուրա՝ «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում» մասնագիտությամբ, որն ավարտել է 2022 թ.-ին: 2016 թ.-ից սկսած որպես հետազոտող և փորձագետ աշխատում է ՀՊՏՀ Ամբիոնի հետազոտական կենտրոնում, 2017 թ.-ից՝ որպես մակրոտնտեսագետ ՀՀ ֆինանսների նախարարությունում: 2021 թ.-ին հետազոտական փորձառություն է անցել Արժույթի միջազգային հիմնադրամում: Ներկայումս դասավանդում է ՀՊՏՀ ֆինանսների և մակրոէկոնոմիկայի ամբիոններում:



<https://orcid.org/0000-0003-4978-6107>

պեսզի մոտավոր կերպով պարզ լինի, թե ինչ ազդեցություն կարող է ունենալ դա ոչ միայն 2021 թ.-ի, այլև հաջորդող տարիների վրա, փորձենք օգտվել մինչ 2020 թ. տեղի ունեցած ճգնաժամերի միջազգային փորձից: Ըստ Բյուդորնի և Լեյի հետազոտության¹ զարգացող երկրների համար տվյալ տարում տնտեսական աճի կանխատեսումը շուրջ 1 տոկոսային կետով նվազեցնելու դեպքում դրան հաջորդող տարվա կանխատեսումը կնվազեցվի շուրջ 0.25, իսկ վերջինիս հաջորդող տարվա կանխատեսումը՝ շուրջ 0.15 տոկոսային կետով:

2020-2022 թթ. ՀՀ պետական միջնաժամկետ ծախսերի ծրագրով 2020 թ.-ի համար կանխատեսված էր 4.9%, իսկ 2021 թ.-ի համար՝ 5.0% տնտեսական աճ՝ համահունչ վերջինիս երկարաժամկետ միտումին²: Իսկ 2021 թ.-ի պետական բյուջեի շրջանառվող նախագծում 2020 թ.-ի տնտեսական աճի ակնկալիքը ձևակերպված է -6%-ի չափով³: Եթե առաջնորդվենք վերոնշյալ հետազոտության արդյունքներով, ապա 2021 թ.-ի համար պետք է ակնկալենք 2.3%-ին մոտ տնտեսական աճի ցուցանիշ և երկարաժամկետ միտումից ցածր աճի տեմպեր մինչև տասը տարվա համար:

Այն, որ այս գնահատականները մեծ թերություն ունեն այն առումով, որ 2020 թ.-ի շուկր, դրա հետևանքով առաջացած անկումը և վերականգման արագությունը չափազանց տարբերվում են նախորդ շուկերից, որոնց հիման վրա իրականացվել է այդ հետազոտությունը, ակնհայտ է: Սակայն, հետազոտության հիմնական ուղերձը՝ համաձայն որի տնտեսական շուկերը ոչ միայն կարճաժամկետ, այլև միջնաժամկետ և երկարաժամկետ զգալի ազդեցություն են ունենում տնտեսության վրա, արդիական է: Եվ բնական է, որ այդ ազդեցությունների դեմ պայքարելու և տնտեսությանը առողջ աճի միտում վերադարձնելու հարցը տնտեսագետների շրջանում

օրակարգային է ամբողջ աշխարհում:

Ճգնաժամից հետո տնտեսությունը երկարաժամկետ անկումից «փրկելու» մասին տնտեսագիտական բանավեճերը, իհարկե, նոր չեն: Գործնականում, հարցը նույն սրությունն ունի, ինչ 1930-ականների վերջին, երբ Ավրիլ Հանսենն առաջարկում էր «երկարատև ստանգնացիայի» իր վարկածը: Եթե կարճ նկարագրենք դա, ապա Հանսենն անհանգստանում էր, որ ճգնաժամից հետո առաջացած լճացումը գործնականում կարող է տևել «անվերջ»: Ահա թե ինչու՝ առաջարկում էր, որ հարկաբյուջետային քաղաքականությունը ոչ միայն ամբողջ ներուժով կիրառվի ճգնաժամի ժամանակ տնտեսությունը կայունացնելու, այլև այսպիսի երկարատև լճացումից դուրս հանելու համար: Իսկ թե ինչ կլինի պետական պարտքի հետ, Հանսենին այդքան էլ չէր անհանգստացնում, ընդհակառակը, նրա կարծիքով, պարտքը կլանում է տնտեսությունում կուտակվող ավելցուկային խնայողությունները: Ավելին, պարտքը գործնականում կարող է աճել անվերջ, քանի որ մի կողմից կառավարությունը կարող է (պարտավոր է) վարչականորեն սահմանափակել դրա տոկոսադրույքները, իսկ մյուս կողմից՝ կառավարությանն ի վիճակի է վարկավորվելու կենտրոնական բանկից և, վերջապես, յուրաքանչյուր պահի ազատվելու դրանից ուղղակի դեֆոլտի կամ բարձր գնաճի (անուղղակի դեֆոլտի) միջոցով⁴:

1970-ականներից ի վեր հետին պլան մղված այս տեսությունը «վերածնվեց» 2009 թ.-ի ճգնաժամից հետո և այսօր, կարելի է ասել, իր գագաթնակետին է՝ հանդես գալով «Ժամանակակից մոնետար տեսություն» (Modern Monetary Theory) անվանմամբ: Փորձենք հակիրճ հասկանալ, թե ինչի մասին է խոսքը:

Ըստ այս տեսության ամենահայտնի ջատագովներից մեկի՝ Ստեֆանի Քելթոն-

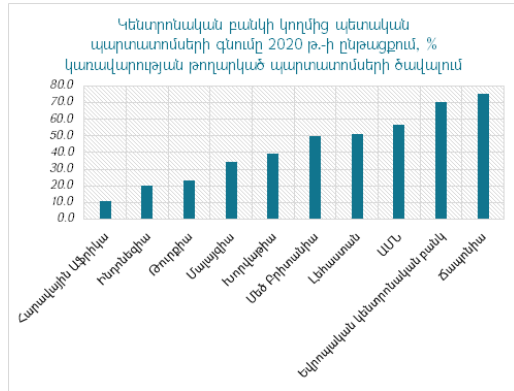
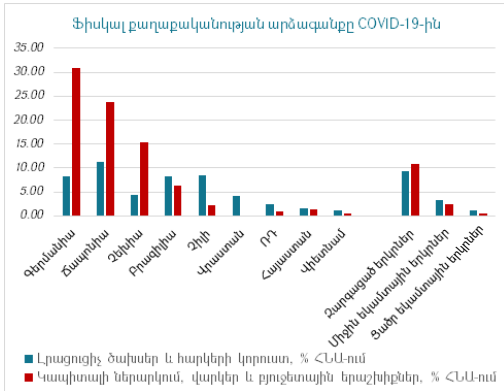
¹ Bluedorn, J. C., & Leigh, D. (2018). Is the Cycle the Trend? Evidence from the Views of International Forecasters.

² https://minfin.am/hy/page/petakan_mijnazhamket_tsakhseri_tsagreg/

³ Պետական բյուջե 2021 թ., նախագիծ, https://minfin.am/hy/page/petakan_byuje_2021t_nakhagits_

⁴ Salsman, R. M. (2017). The political economy of public debt: three centuries of theory and evidence. Edward Elgar Publishing.

⁵ The Debt Pandemic, Project Syndicate, https://www.project-syndicate.org/bigpicture/the-debt-pandemic?utm_source=facebook&utm_medium=organic-social&utm_campaign=page-posts-september20&utm_post-type=link&utm_format=16%3A9&utm_creative=image&utm_post-date=2020-09-11&fbclid=IwAR387rih50r4Pu-LbSogIQWZcLcLotiYMI4s9IpsxnGPk7uE_IziYk-2MyU&barrier=accesspay



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 1

2020 թ.-ի ընթացքում իրականացված մակրոտնտեսական քաղաքականությունների համապատկերը

Աղբյուրը՝ Fiscal Monitor: Policies for the Recovery, IMF, October 2020,

<https://www.imf.org/en/Publications/FM/Issues/2020/09/30/october-2020-fiscal-monitor>:

նի՝ ժամանակակից մոնետար տեսությունները տնտեսության իրական սահմանափակումները ճանաչելու և հարգելու մասին է, ընդ որում, ոչ թե բյուջետային, այլ իրական ռեսուրսային⁶։ Այսինքն՝ կարելի եզրակացնել, որ կարևոր են ոչ թե պակասուրդի կամ պարտքի մակարդակն ու բեռը, այլ գնաճը։ «Ռեֆիցիտի միջոցով» գործում Քեյթսը փորձում է հիմնավորել, որ քանի դեռ գնաճի մակարդակը ցածր է, իրական մոնետար անկախություն ունեցող երկրի կառավարությունը կարող է ֆինանսավորվել կենտրոնական բանկի կողմից թողարկվող փողով⁶։

Բնական է՝ այս «տեսությունը» խստագույն կերպով քննադատվում է մասնագիտական շրջանակներում, նշվում է, որ այն «ժամանակավոր դրախտ» է խոստանում, մինչդեռ անհեռանկար է և անպատասխանատու⁷։ Սակայն, այն, ինչ անում են քաղաքականություն մշակողներն այժմ, ավելի շատ հիշեցնում է հենց «ժամանակակից մոնետար տեսության» դեղատոմսերը։

Այսպես՝ գծապատկեր 1-ից տեսանելի է, թե հատկապես զարգացած երկրներն ինչ հարկաբյուջետային միջամտություն են իրականացրել տնտեսությունում, որը դրսևորվել է լրացուցիչ ծախսման, հարկա-

յին եկամուտների զիջման, կազմակերպություններում կապիտալի ներարկման, վարկերի և երաշխիքների տրամադրման եղանակներով։ Իսկ միջին եկամտային երկրներում, այդ թվում՝ Հայաստանում, այդ թվերը բազմակի ցածր են։ Նման միջամտության արդյունքում ինչպես զարգացած, այնպես էլ զարգացող երկրների պետական պարտքի բեռը, ըստ 2020 թ.-ի համար կանխատեսումների, կլինի պատմական առավելագույն մակարդակներում՝ հասնելով, համապատասխանաբար, 124%-ի և 62.5%-ի ՀՆԱ-ում։

Սակայն, ավելի ուշագրավ է այն, թե ինչպես են հատկապես զարգացած երկրներն իրականացնում այդ պարտքի թողարկումը։ Գծապատկեր 1-ից տեսանելի է, որ, օրինակ, Ճապոնիայում 2020 թ.-ի ընթացքում կառավարության տեղաբաշխած պարտատոմսերի գրեթե 80%-ի չափով կենտրոնական բանկը շուկայից պարտատոմսեր է ձեռք բերել։ Այսինքն՝ անուղղակիորեն կենտրոնական բանկը ֆինանսավորել է բյուջեի պակասուրդի մոտ 80%-ը։ Այս ցուցանիշն ԱՄՆ-ում մոտ 60% է, Իտալիայում՝ 40%, Թուրքիայում՝ 23% և այսպես շարունակ։

Այսինքն՝ ժամանակակից մոնետար

⁶ Stiglitz, J. (2020). The deficit myth: modern monetary theory and the birth of the people's economy. Hachette UK.

⁷ The MMT Myth. Project Syndicate. https://www.project-syndicate.org/commentary/mmt-myth-threat-to-central-bank-independence-by-otmar-issing-2020-11?utm_source=facebook&utm_medium=organic-social&utm_campaign=page-posts-november20&utm_post-type=link&utm_format=link-image&utm_create=link-image&utm_post-date=2020-11-03&fbclid=IwAR0SiIBx-JuR_4wVYJw-5beJMaEIPDLivib9V-3Q9U05ZSU-5JWd9aY8i1lc

տեսությունն այսօր «գործի մեջ է» գրեթե ամբողջ թափով: Բայց և այնպես, մեզ ավելի շատ հետաքրքրում է, թե տնտեսական քաղաքականության այս «հեղափոխությունը» (անկախ նրանից՝ դրական է ելքը, թե բացասական) ինչ հետևանքներ կունենա Հայաստանի համար: Խոսքն այն մասին է, թե վերջինիս առաջարկած գործիքները որքանով են հասանելի մեր երկրին և արդյոք հասանելի են:

Հիշեցնենք, որ, ըստ Քելթոնի մեկնաբանության, ժամանակակից մոնետար տեսությունը «մոնետար անկախություն» ունեցող երկրների համար է: Առաջին հայացքից՝ որպես մոնետար անկախություն կարող է բնորոշվել այն իրավիճակը, երբ երկիրը թողարկում է սեփական ազգային արժույթ և կարող է վարել անկախ դրամավարկային քաղաքականություն: Սակայն, իրականում, սա մոնետար անկախության միայն մեկ բաղադրիչն է: Մյուս բաղադրիչն այն է, որ կառավարությունը պետք է լիարժեք կարողություն ունենա պակասուրդի ֆինանսավորման կարիքները հոգալու՝ ըստ սեփական արժույթով փոխառությունների:

Հայաստանի ներքին պետական պարտքի շուկան թեպետ վերջին տասնամյակներին զգալիորեն մեծացրել է (և շարունակում է մեծացնել) իր դերակատարումը պակասուրդի ֆինանսավորման, ինչպես նաև 2020 թ.-ի տնտեսական շուկերին արձագանքելու տեսանկյունից, այդուհանդերձ, դեռ չափազանց վաղ է լիարժեք մոնետար անկախությունից խոսելը: Կառավարության պարտքի ավելի քան 75 տոկոսը արտարժույթային է, որի սպասարկումն ինքնին ենթադրում է լրացուցիչ արտարժույթային միջոցների ներգրավում ապագայում: Բացի դրանից, ՀՀ տնտեսությանը բնորոշ է վճարային հաշվեկշռի ընթացիկ հաշվի «խրոնիկական» պակասուրդը, ինչն էլ, իր հերթին, պարտադրում է պարտքի (ընդ որում, հենց արտարժույթային պարտքի) ներգրավում:

Ուրեմն՝ ինչ է պետք անել: Կարծում ենք՝ նախ և առաջ, հարկ է խուսափել թվաց-

յալ հեշտ ու գրավիչ լուծումներից: Այն գործիքները, որոնք հասանելի են զարգացած երկրներին (տնտեսության բարձր արտադրողականությամբ իրական հատվածով, ազատ փոխարկելի ազգային արժույթներով և խոր ու բազմազանեցված ֆինանսական շուկաներով), հաճախ հասանելի չեն զարգացողներին, այդ թվում՝ նաև Հայաստանին:

Երկրորդ՝ պետք է շարունակաբար աշխատել մոնետար անկախության ամրապնդման ուղղությամբ: Ընդ որում, սրա համար միայն ներքին պետական պարտքի շուկայի զարգացումը բավարար չէ: Օրինակ՝ ժամանակակից մոնետար տեսության ջատագովները պնդում են, որ մոնետար անկախության մակարդակը բարձրացնելու ամենակարևոր ուղին ներմուծման փոխարինման քաղաքականության իրականացումն է:

Եվ երրորդ՝ զարգացած երկրներում, ամենայն հավանականությամբ, ցածր, անգամ զրոյական տոկոսադրույքները դեռևս երկար ժամանակ պահպանվելու են, ուստի զարգացող երկրները, այդ թվում՝ նաև Հայաստանը, կարող են օգտվել այս հանգամանքից՝ ոչ միայն էժան պետական փոխառություններով ենթակառուցվածքային ներդրումներ իրականացնելով, այլև ավելի շատ ներդրումներ (այդ թվում՝ ժամանակակից տեխնոլոգիաներ) ներգրավելով դեպի մասնավոր հատված: Սակայն, սրա համար պարտադիր պայման է կապիտալի շուկայի զարգացումը, որի վերաբերյալ այս տարվա ընթացքում ՀՀ-ում ընդունվել է համապատասխան ծրագիր, որի հետևողականորեն իրականացման դեպքում կարող են շոշափելի արդյունքներ արձանագրվել⁸: Ի վերջո, կարևոր է գիտակցել, որ իրական լուծումների ճանապարհը ոչ թե թվացյալ գրավիչ և հեշտ գործողություններն են, այլ ջանադիր աշխատանքը, որի պտուղներն ավելի դանդաղորեն են շոշափվում, սակայն, միաժամանակ, ապագայի համար անկառավարելի ռիսկեր չեն ստեղծում:

⁸ ՀՀ կապիտալի շուկայի զարգացման ծրագրի վերաբերյալ մեր անդրադարձը տես՝ Ն. Կարապետյան, «Ֆինանսական զարգացման նշանակությունը, կամ ինչու էր կապիտալի շուկայի զարգացման ծրագրի ընդունումն անհրաժեշտություն», «Ամբերդ» տեղեկագիր, 2020/4(5), էջ 38-42, <https://asue.am/upload/files/amberd/%D5%8F%D5%A5%D5%B2%D5%A5%D5%AF%D5%A1%D5%A3%D5%AB%D6%80%202020.4.pdf>

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆ

1. 2020-2022 թթ. պետական միջնաժամկետ ծախսերի ծրագիր, ՀՀ կառավարություն, 2019:
2. Bluedorn J. C., & Leigh D. (2018), Is the Cycle the Trend? Evidence from the Views of International Forecasters.
3. Fiscal Monitor: Policies for the Recovery, IMF, October 2020.
4. Kelton S. (2020), The deficit myth: modern monetary theory and the birth of the people's economy. Hachette UK:
5. Salsman R. M. (2017), The political economy of public debt: three centuries of theory and evidence. Edward Elgar Publishing:
6. The Debt Pandemic, Project Syndicate, September 2020.
7. The MMT Myth, Project Syndicate, November 2020.

Нарек КАРАПЕТЯН

Эксперт исследовательского центра «Амберд», АГЭУ, аспирант

ГЕОЭКОНОМИЧЕСКАЯ ХРОНИКА

КАК ИЗБЕЖАТЬ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕПРЕССИИ: ПУТИ «ЛЕГКИХ» И «ПРАВИЛЬНЫХ» РЕШЕНИЙ

Резкий спад экономики в 2020 году может ввергнуть мировую экономику в депрессию. Это вызвало дебаты среди экономистов с целью предотвращения депрессии. В ходе этих дебатов получила распространение так называемая «Современная монетарная теория», сторонники которой рассматривают бюджетный дефицит и его эмиссионное финансирование как ключевые решения для стран, обладающих монетарным суверенитетом. Риски слабого экономического роста в среднесрочной перспективе существуют и в Армении, особенно с учетом войны, состоявшейся осенью 2020 года. Но решения, которые на первый взгляд выглядят привлекательными и простыми, очень опасны для стран с более низким монетарным суверенитетом. Автор считает, что нет альтернативы сложным, но правильным решениям.

Ключевые слова: *длительный застой, современная монетарная теория, долговая нагрузка, монетарный суверенитет, рынок капитала*

Narek KARAPETYAN

Expert at «Amberd» Research Center, ASUE, PhD student

GEOECONOMIC CHRONICLE

HOW TO AVOID ECONOMIC DEPRESSION: WAYS OF “EASY” AND “RIGHT” SOLUTIONS

The sharp economic contraction in 2020 can throw the global economy into a depression. The understanding of this threat inspired debates among economists for preventing it. The so called “Modern Monetary Theory”, the proponents of which see state budget deficit and its financing as key solutions to the countries which possess monetary sovereignty, has gained significant popularity in these debates. The risks of a sluggish economic growth in the medium term exists also for Armenia, especially considering the war in the autumn of 2020. But solutions that look attractive and easy at first glance are very dangerous for the countries with lower monetary sovereignty. The author believes that there is no alternative for complex but right solutions.

Keywords: *secular stagnation, modern monetary theory, debt burden, monetary sovereignty, capital market*