

ԱՐՄԱՆ ԹԱԴԵՎՈՍՅԱՆ

Տնտեսագիտություն, բակալավրիատ,
4-րդ կուրս

«ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ՀԻՇԱԶԱՐՈՒԹՅՈՒՆ» ԿԱՄ ԴՈԼԱՐԻԶԱՑԻԱՅԻ ՀԻՍԹԵՐԻԶԻՍ

Հիմնաբառեր. դոլարիզացիա, հիսթերիզիս, ռացիոնալ-
ադապտիվ սպասումներ, փոխարժեք, դրա-
մավարկային քաղաքականություն

Հեղափոխությունը պարզում է ՀՀ-ում դոլարիզացիայի (դոլարայնացման) գործող արգելանիվի էֆեկտը, և դոլարիզացիայի հիսթերիզիսի երևույթը: Մասնավորապես՝ տնտեսավարող սուբյեկտների ակտիվների կամ ավանդների դոլարիզացիան բացատրվում է որպես նրանց վարքագծում և կոգնիտիվ ընկալումներում որոշակի կորուստներից ապահովագրվելու ցանկություն: Դիտարկվում է տնտեսավարող սուբյեկտների՝ ազգային արժույթի փոխարժեքի նկատմամբ ռացիոնալ-ադապտիվ սպասումների և դոլարիզացիայի շարունակվող բարձր մակարդակի միջև առկա կապը: Վերջինիս կարևորությունը դոլարիզացիայի հիսթերիզիսի պարզաբանման վերացմամբ դեդոլարիզացիային (ապադոլարայնացմանն) ուղղված դրամավարկային քաղաքականություն մշակելու մեջ է: Հեղափոխության արդյունքները վկայում են «տնտեսական հիշաչարությամբ» պայմանավորված դոլարիզացիայի հիսթերիզիսը, և առաջարկվում է դեդոլարիզացիայի «դվբ+» միջոցառումների իրականացում:

Լայն առումով, դոլարիզացիան ցույց է տալիս, թե ակտիվների կամ պարտավորությունների ընդհանուր ծավալում որքան կշիռ ունեն արտարժույթային միջոցները¹: Կարևորվում է դոլարիզացիայի դեմ պայքարում նախևառաջ գտնել այն պայմանավորող գործոնները և մշակել միջոցառումներ ուղղված դրանց վերացմանը: 1993 թ.-ից ՀՀ-ում դրամի ներդրումը, գերզնաճը և դրամի նկատմամբ մարդկանց անվստահությունը սկզբնավորեցին դոլարիզացիան, սկզբնական փուլում՝ տնտեսության իրական հատվածում, իսկ ավելի ուշ՝ 1996-1999 թթ. դա խորացավ ֆինանսական հատվածում: Հետճգնաժամային շրջանում դոլարիզացիայի մակարդակը բարձրացել է, և մակրոտնտեսական կայունության պայմաններում այն շարունակում է բարձր մնալ: Այս համատեքստում, շեշտը դնելով տնտեսավարող սուբյեկտների վարքագծի վրա, մասնավորապես՝ թե ինչո՞ւ են նրանք նախապատվությունը տալիս արժույթներից որևէ մեկին ավելի շատ, քան մյուսին, անհրաժեշտ է նախևառաջ բացահայտել առկա դոլարիզացիայի անշրջելիության հանգամանքը: Ուստի հիմնական խնդիրն է բացատրել ՀՀ-ում առկա դոլարիզացիայի հիսթերիզիսը, ներկայացնել այն պայմանավորող հիմնական գործոնները և դիտարկել հնարավոր միջոցառումներ՝ «կոտրելու» առկա արգելանիվի էֆեկտը: Անհրաժեշտ է նախ՝ ներկայացնել դոլարիզացիայի սահմանման, դրա մակարդակի հաշվարկման և ընդգրկման հատվածի այնպիսի մեթոդա-

¹ ԿԲ քաղաքական բառարան, <https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/press-release/%D4%B2%D5%A1%D6%81%D5%A1%D5%BF%D6%80%D5%A1%D5%AF%D5%A1%D5%B6%20%D5%A2%D5%A1%D5%BC%D5%A1%D6%80%D5%A1%D5%B6.pdf>

բանություն, որն առավելագույնս կբացատրի դոլարիզացիայի հիսթերիզիսի պատճառները: Այս առումով, բերենք երկու սահմանում:

Ակտիվների փոխարինում, որը խնայողության միջոցի գործառույթի մասնակի կամ լրիվ անցումն է ազգային արժույթից արտարժույթին¹ և արժույթի փոխարինում, որը արժեքի չափի և շրջանառության միջոցի գործառույթի մասնակի կամ լրիվ անցումն է ազգային արժույթից՝ արտարժույթին²: Ուստի կարող ենք ասել, որ դոլարիզացիան որևէ կամ բոլոր հիմնական գործառույթների մասնակի կամ լրիվ անցումն է ազգային արժույթից արտարժույթին: Լայն առումով, դոլարիզացիան ազգային արժույթի նկատմամբ պահանջարկի նվազումն է: Դոլարիզացիայի վերլուծության նպատակով կիրառվել են նաև փողի պահանջարկի պորտֆելային տեսությունները, որոնք առաջինը օգտագործել են Լ. Գիրտոնը, Դ. Ռոպերը՝ պորտֆելի մեջ ներառելով միայն 4 ակտիվ՝ ազգային արժույթ և արտարժույթ ու դրանցով արտահայտված պարտատոմսեր: Այս տեսությունը բացատրում է, թե ինչու են որոշ ակտիվներ առանձնանում և կատարում փողի գործառույթ³: Ըստ Ալեն Իզելի և Էդուարդո Լևի-Յեյատի՝ դոլարիզացիայի խոր պատճառները թաքնված են դրամական և տնտեսական տագնապի մեջ, ինչպես նաև ազգային ինստիտուտների թույլ կողմերում, քանի որ դոլարիզացիան ոչ այլ ինչ է, քան տնտեսավարող սուբյեկտների ռացիոնալ ցանկության դրսևորում՝ իրենց ապահովագրելու հիպերինֆլացիայից⁴: Այս սահմանումն ավելի ցայտուն է ընդգծում խնդրի՝ տնտեսավարող սուբյեկտների վարքագծում թաքնված լինելու հանգամանքը: ՀՀ ԿԲ հետազոտություններից մեկում բացահայտվում է, որ պարտավորությունների դոլարիզացիայի պատճառներն արտաքին ցնցումներն են և ներքին՝ ակտիվների (ավանդների) ֆինանսական դոլարիզացիան: Վերջին պնդումը հաստատել է Էդուարդո Ֆերնանդես Արիասը երկրների միջև կատարած վերլուծության մեջ⁵: Արդյունքում հիմնավորվում է, որ ընդհանուր դոլարիզացիայի ուսումնասիրությունը անհրաժեշտ է սկսել ռեզիդենտների ակտիվների (ավանդների) դոլարիզացիայի ուսումնասիրությունից: Ելնելով դոլարիզացիայի վերը հիշատակված սահմանումներից և կատարված եզրահանգումներից՝ որպես դոլարիզացիայի մակարդակի գնահատման ցուցանիշ դիտարկենք ԱՄՀ-ի կողմից առաջարկված դոլարիզացիայի ցուցանիշը,⁶ որը ներկայացնում է արտարժույթով ավանդների տեսա-

¹ Feige E. L., et al, Dollarization and euroization in transition countries: Currency substitution, asset substitution, network externalities and irreversibility //Monetary Unions and Hard Pegs: Effects on Trade, Financial Development, and Stability, Oxford University Press, New York and Oxford. 2004, c. 303-319.

² Calvo G. A., Vegh C., Currency substitution in developing countries: an introduction. 1992.

³ Girton L., Roper D., Theory and implications of currency substitution //Journal of Money, Credit and Banking. 1981, т. 13, №. 1, с. 12-30.

⁴ Yeyati, Mr Eduardo Levy, and Mr Alain Ize. Dollarization of financial intermediation: Causes and policy implications. International Monetary Fund, 1998.

⁵ ՀՀ ԿԲ աշխատանքային փաստաթուղթ՝ ԱՓ08/08-01:

Դոլարայնացման շարժառիթները Հայաստանում, Դրամավարկային քաղաքականության վարչություն, Արփինե Դալլաբյան, Վահագն Գրիգորյան, Իրապարակված է՝ «Բանբեր ՀՀ կենտրոնական բանկի», 2008, 2-րդ եռամսյակ, ՀՀ ԿԲ, էջ 76-95:

⁶ Feige, Edgar L., and James W. Dean. Dollarization and euroization in transition countries: Currency substitution, asset substitution, network externalities and irreversibility. Monetary Unions and Hard

կարար կշիռը $M2x$ ագրեգատի մեջ՝ $DI_{IMF} = FCD/M2x$: Այս ցուցանիշը թերագնահատում է դոլարիզացիայի մակարդակը՝ չներառելով շրջանառության մեջ կանխիկ արտարժույթ, սակայն վերջինիս հաշվարկման հետ կապված բարդությունից խուսափելու համար վերոհիշյալ բանաձևը առավել նպատակահարմար է: ՀՀ ԿԲ-ն դոլարիզացիայի մակարդակը հաշվարկում է հինգ տարբեր ուղղություններով՝ D1-D5: Հետազոտության ընդհանուր համատեքստում կդիտարկենք D1 ցուցանիշը՝ ռեզիդենտների արտարժույթային ավանդների և փողի զանգվածի հարաբերակցությունը¹: Կիրառելով անալիզի մեթոդը, ֆիզիկայից հիսթերիզիսի² երևույթը պրոյեկտելով մեկ այլ օրինաչափության՝ դոլարիզացիայի վրա՝ քննարկենք դոլարիզացիայի հիսթերիզիս կատեգորիան: Մակրոտնտեսական անկայունությունը, մասնավորապես՝ որոշակի ժամանակահատվածում տնտեսությունում առկա հիպերինֆլացիան, ազգային արժույթի ներդրումը և դրա նկատմամբ մարդկանց թույլ վստահությունը, տնտեսավարող սուբյեկտների՝ սեփական դրամական միջոցների կայուն գնողունակությունը պահպանելու ռացիոնալ ձգտումը և ազգային արժույթի փոխարժեքի տատանումները և կրիտիկական արժևորում/արժեզրկումները ճգնաժամային փուլերում դոլարիզացիայի արմատավորման, իսկ հետագայում հիսթերիզիսի առաջացման հիմնական գործոններն են: Տրամաբանորեն ենթադրվում է, որ վերը թվարկված գործոնների վերացումից կամ թուլացումից հետո դրանց արդյունքում սկզբնավորված դոլարիզացիան (ֆինանսական) պետք է նահանջեր և առաջացումից 20-25 տարի անց գրանցեր ցածր մակարդակ: Սակայն, թեև տարիներ ի վեր գնաճի կայուն և ցածր մակարդակի, ձևավորված կայուն մակրոտնտեսական վիճակի պայմաններում, այնուամենայնիվ, ֆինանսական, մասնավորապես՝ ավանդների դոլարիզացիան իր տեղը չի զիջում դրամայնացմանը: Այսպիսով՝ գործում է արգելանիվի էֆեկտը: Պարզելու համար, թե ինչ գործոններ են առկա այդ էֆեկտի հիմքում, վերհիշենք դոլարիզացիայի սահմանումները: Այսպիսով՝ կարող ենք ասել, որ թվարկված սահմանումների հիմքում տնտեսավարող սուբյեկտների ցանկությունն է՝ իրենց ապահովագրելու հնարավոր ռիսկերից, մասնավորապես՝ փոխարժեքային տատանումներից և հիպերինֆլացիայից: Ռիսկից խուսափող տնտեսավարող սուբյեկտները նույնիսկ երկարաժամկետ մակրոտնտեսական կայունության պայմաններում մեծ կարևորություն են տալիս արժույթային փոխարժեքի տատանումներին: Ուստի, որպես այդ որոշումների վրա ազդող հիմնական գործոն, դիտարկելով փոխարժեքի տատանումները, պարզենք թե ի՞նչն է պայմանավորում այդ որոշման ելքը և ազդում դոլարիզացիայի մակարդակի վրա: Այս համատեքստում անհրաժեշտ է դիտարկել արժույթային փոխարժեքի սպասվող փոփոխությունները: Հարց է առաջանում, թե ինչպիսին են տնտեսավարող սուբյեկտների սպասումները: Նախ՝ հղում կատարենք կոգնիտիվ հոգեբանությանը:

Pegs: Effects on Trade, Financial Development, and Stability, Oxford University Press, New York and Oxford (2004), 303-319.

¹ https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/statistics/dram_fin_manual

/agreg.pdf?fbclid=IwAR1790JTWejb6ezqzUynzQo-fFvklIEK3hnmSO2LIAussqFQqjCdNMT0sMh4

² https://hy.wikipedia.org/wiki/%D5%96%D5%A5%D6%80%D5%B8%D5%B4%D5%A1%D5%A3%D5%B6%D5%AB%D5%BD%D5%A1%D5%AF%D5%A1%D5%B6_%D5%B0%D5%AB%D5%BD%D5%BF%D5%A5%D6%80%D5%AB%D5%A6%D5%AB%D5%BD

Այս հարթակում հետազոտությունները կապված են հիշողության, ինֆորմացիայի, տրամաբանական մտածողության, որոշումների կայացման ընդունակության հետ: Ուսումնասիրելով Կարլ Պրիբրամի հոգեկանի գործունեության հոլոգրաֆիկ մոդելը՝ տեսնում ենք, որ դրա առանցքային գաղափարը նրանում էր, որ հիշողությունը և հմտությունները տեղաբաշխված են ուղեղի ողջ մակերեսով, և մասհանումներից անգամ դրանք չեն վերանում: Ուստի կարող ենք եզրակացնել, որ մարդկանց, այդ թվում՝ տնտեսավարող սուբյեկտների իմացական գործընթացներում առանցքային նշանակություն ունի հիշողությունը, և որոշումների կայացման ընդունակության վրա վերջինիս ազդեցությունն ահռելի է: Այս մասին վկայում են նաև էրիկ Անգները և Ջորջ Լոուենսթեյնը, որոնք իրենց հիմնական դրույթը համարում են վարքագծային տնտեսագիտության դիտարկումը որպես կոգնիտիվ հոգեբանության ճյուղ: Այսպիսով, վերադառնալով տնտեսավարող սուբյեկտների փոխարժեքային սպասումներին, դիտարկենք դրանց ռացիոնալ-ադապտիվ բնույթը: Այդ սպասումները ռացիոնալ են այնքանով, որ տնտեսավարող սուբյեկտներն իրենց խնայողություններն ավանդադրելիս հիմնվում են առավելագույն օգտակարություն ձեռք բերելու կամ, որ որոշումներ կայացնելիս ավելի է կարևորվում անհատի ընկալումներում, նվազագույն կորուստներ կրելու ռացիոնալ դատողությունների վրա,² և նրանց որոշման վրա ազդող գործոններ են նաև նշված գործընթացի վրա ազդող մի շարք տնտեսական ցուցանիշներ (օրինակ՝ գնաճի սպասվող մակարդակը): Մյուս կողմից՝ ադապտիվ (հարմարվող) են այնքանով, որ այդ սպասումների վրա էական ազդեցություն են ունենում անցյալ ժամանակաշրջանում այնպիսի ցուցանիշների փոփոխությունները, ինչպիսիք են փոխարժեքի տատանումները և ինֆլյացիան: Փոխարժեքի հնարավոր տատանումների սպասումներն սուբյեկտիվ ընկալումներում են, որոնք հենվում են փոխարժեքի անցյալ ժամանակահատվածում դրսևորած վարքագծի վրա: Հիմնվելով կոգնիտիվ հոգեբանության, վարքագծային տնտեսագիտության եզրահանգումների և տնտեսավարող սուբյեկտների սպասումների ադապտիվության հանգամանքի վրա՝ կարող ենք եզրակացնել, որ փոխարժեքի տատանումների նկատմամբ սպասումները և, դրանցից կախված, դրամով կամ արտարժույթով ավանդ ներդնելու որոշումը պայմանավորված են մարդկանց հիշողությամբ և «չվնասվելու» ռացիոնալ ցանկությամբ, մասնավորապես՝ թե ինչ ընդհանուր միտում է գրանցել փոխարժեքն անցյալ ժամանակահատվածում: Այսպիսով՝ ավանդ ներդնելիս տնտեսավարող սուբյեկտների արժույթային կողմնորոշման հիմքում նրանց ռացիոնալ-ադապտիվ սպասումներն են՝ կապված փոխարժեքի դինամիկայի հետ: Հետազոտության համար վերցված է դոլար/դրամ միջին ամսական փոխարժեքի շարժընթացը: Վերջինիս 2003-2019 թթ. ժամանակային շարքի տվյալների և նույն ժամանակահատվածում դոլարիզացիայի D1 ցուցանիշի տվյալների հիման վրա կատարվել է ռեգրեսիոն վերլուծություն՝ պարզելու համար կա արդյո՞ք որոշակի կախվածություն ՀՀ-ում դոլար/դրամ փոխար-

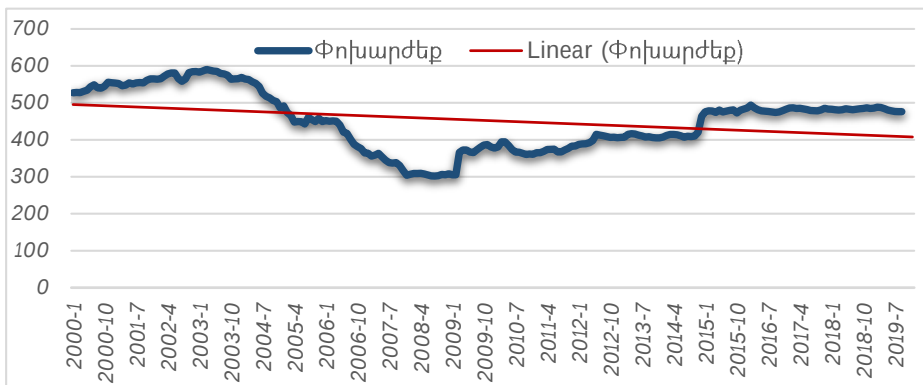
¹ https://hy.wikipedia.org/wiki/%D4%BF%D5%B8%D5%A3%D5%B6%D5%AB%D5%BF%D5%AB%D5%BE_%D5%B0%D5%B8%D5%A3%D5%A5%D5%A2%D5%A1%D5%B6%D5%B8%D6%82%D5%A9%D5%B5_%D5%B8%D6%82%D5%B6

² Автономов В.С., Человек в зеркале экономической теории (Очерк истории западной экономической мысли). М., Наука, 1993, т. 174.

ժեքի տատանումների և դոլարիզացիայի մակարդակի միջև, և ինչպես են փոխարժեքի տատանումներն ազդում դոլարիզացիայի մակարդակի մեծության վրա: Ներկայացնենք վերլուծության արդյունքները¹: Այսպիսով՝ պարզելու համար, թե արդյոք դոլարիզացիայի միջին արժեքի փոփոխությունը պայմանավորված է դոլար/դրամ միջին ամսական փոխարժեքի փոփոխությամբ, դիտարկեցինք դրանց միջև առկա կոռելյացիոն կապը: Կոռելյացիայի գործակիցը 0,612803057 է, որը փաստում է, որ առկա է միջին կախվածություն: Ռեգրեսիայի F վիճակագիրը (Significance F)=4.1%, ցույց է տալիս, որ ստացված արդյունքները վիճակագրորեն նշանակալի են: Կապն արտահայտված է մոտավորապես ուղիղ գծի հավասարման միջոցով: Այսպիսով՝ ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքում ստացված զույգային ռեգրեսիայի հավասարումն է.

$$Y=0,103216998+0,000752689X:$$

1 դրամով դրամի փոխարժեքի ավելացումը (կամ դրամի արժեզրկումը) 0,075 տոկոսային կետով ավելացնում է արտարժույթային ավանդների մասնաբաժինը փողի զանգվածում: Կամ, որ նույնն է, 100 դրամով դրամի փոխարժեքի աճը (արժեզրկումը) հանգեցնում է 7,5 տոկոսային կետով դոլարիզացիայի D1 ցուցանիշի ավելացման: Կատարված վերլուծությունից պարզվում է, որ առկա է ուղիղ գծային կախվածություն փոխարժեքի տատանումների և դոլարիզացիայի D1 ցուցանիշի միջև, որը որոշակիորեն բացատրում է այն ենթադրությունը՝ ըստ որի դոլարիզացիայի վրա ազդում են տնտեսավարող սուբյեկտների փոխարժեքի նկատմամբ ռացիոնալ-ադապտիվ սպասումները: Նախ՝ ներկայացնենք դոլար/դրամ փոխարժեքի շարժընթացը 2000-2019 թթ. (գծապատկեր 1):



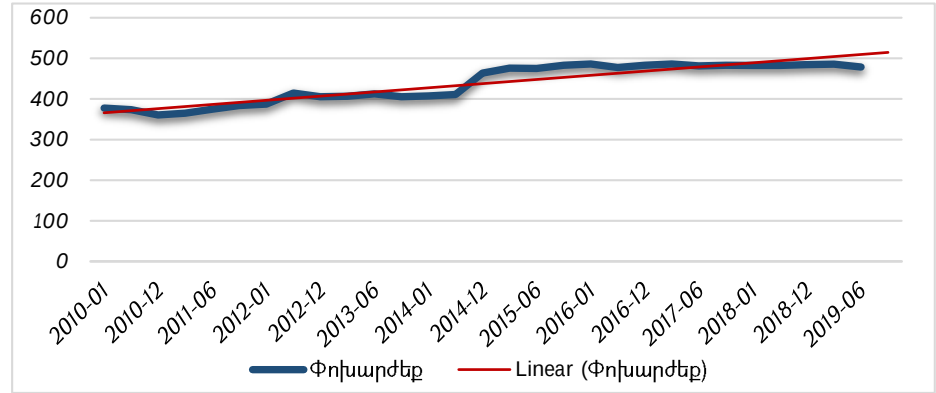
Գծապատկեր 1. Դոլար/դրամ փոխարժեքը 2000-2019 թթ.²

Ընդհանուր առմամբ, 2000-2019 թթ. նկատվում է դրամի արժևորում: Սակայն, հարց է առաջանում, թե այս բավական երկար ժամանակահատվածում տնտեսավարող սուբյեկտների որոշումների վրա փոխարժեքի վարքագծի հատկապես որ դրսևորումն է ավելի ուժգին ազդում՝ արժեզրկումը, թե՞ արժևորումը: Ուստի անհրաժեշտ է դիտարկել շարժընթացն ըստ առանձին

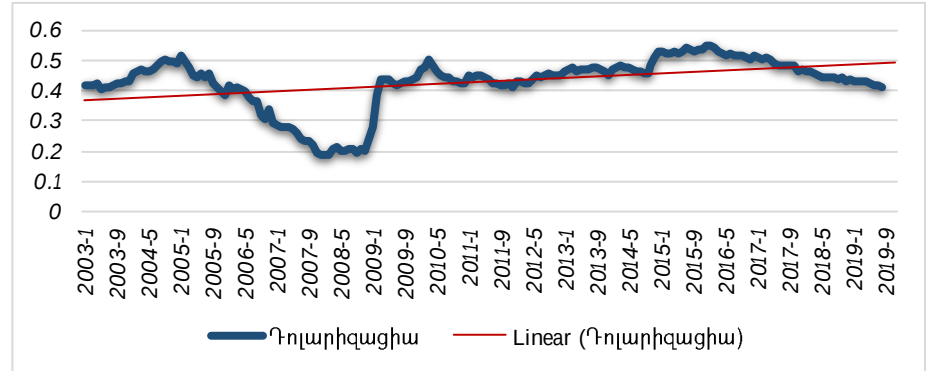
¹ Հավելված 1-ում ներկայացված են էկոնոմետրիկ եղանակով իրականացված ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները, գծապատկերը և եզրակացությունը:

² <https://www.cba.am/am/SitePages/statexternalsector.aspx?fbclid=IwAR0jgrdeTHVi5URbkUXVsdhQV02VrgUEAgmt6CZCrVGbQsvIXepsfNX7S4Y>

հատվածների: Եթե դիտարկում ենք 2010-2019 թթ. դոլար/դրամ փոխարժեքի շարժընթացը, ապա տեսնում ենք, որ առկա է որոշակիորեն դրամի արժեզրկման միտում (գծապատկեր 2): Ընդհանուր շարժընթացից երևում է, որ մինչև 2009 թ.-ը Հայաստանում նկատվում էր դրամի աստիճանական արժևորում: Առաջին կտրուկ արժեզրկումը տեղի է ունեցել 2009 թ. մարտին՝ պայմանավորված ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի ազդեցությամբ, երբ դրամը փետրվարի միջին ամսական ցուցանիշի նկատմամբ արժեզրկվեց շուրջ 17%-ով: Այնուհետև, ուսումնասիրելով հետագա շարժընթացը, տեսնում ենք, որ 2014 թվականի դեկտեմբերին նոյեմբերի նկատմամբ կրկին արձանագրվեց կտրուկ՝ շուրջ 10% դրամի արժեզրկում: Այս համատեքստում դիտարկենք նաև դոլարիզացիայի շարժընթացը (գծապատկեր 3):



Գծապատկեր 2. *Դոլար/դրամ փոխարժեքը 2010-2019 թթ.¹*

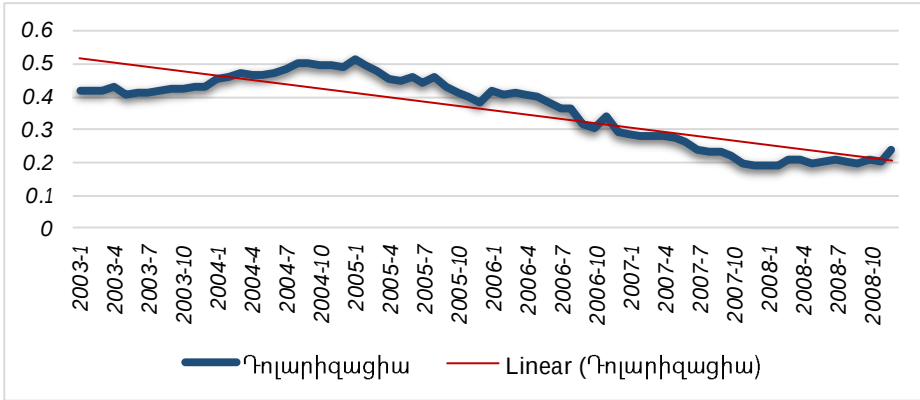


Գծապատկեր 3. *Դոլարիզացիայի D1 ցուցանիշի շարժընթացը ՀՀ-ում 2003-2019 թթ.²*

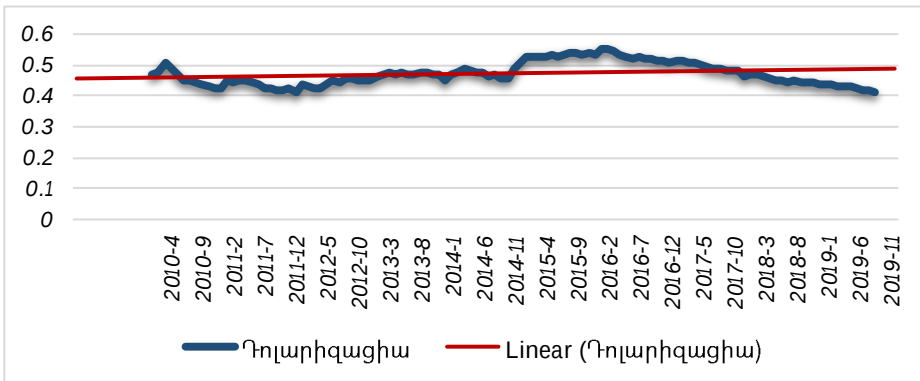
Դոլարիզացիայի մակարդակը, ընդհանուր առմամբ, աճի միտում ունի, սակայն եթե դիտարկում ենք ըստ առանձին հատվածների, ապա տեսնում ենք, որ մինչև 2009 թվականը նկատվում է դոլարիզացիայի մակարդակի

¹ <https://www.cba.am/am/SitePages/statexternalsector.aspx?fbclid=IwAR0jgrdeTHVi5URbkUXVsdhQV02VrgUEAgmt6CZCrVGbQsviXepsfNX7S4Y>
² Հաշվարկել է հեղինակը: D1=ռեզիդենտների արտարժույթային ավանդներ/փողի զանգված, https://www.cba.am/am/SitePages/statmonetaryfinancial.aspx?fbclid=IwAR1UGN5bOTcy43Un-u916hsyweBUINi0Zw8eY1d4RIX8YhjKoGxYER_slE

նվազման միտում, իսկ ահա հետոգնաժամային փուլում (2009-2019 թթ.) դա աճում է (գծապատկեր 4, 5):



Գծապատկեր 4. Դուրսագրության D1 ցուցանիշի շարժընթացը ՀՀ-ում 2003-2008 թթ.¹



Գծապատկեր 5. Դուրսագրության D1 ցուցանիշի շարժընթացը ՀՀ-ում 2009-2019 թթ.²

Այսպիսով, որպես դուրսագրության անշրջելիության և առկա արգելանի-վային էֆեկտի հանգամանքը բացատրող հիմնական գործոն, դիտարկվեցին տնտեսավարող սուբյեկտների կոգնիտիվ ընկալումների վրա հիմնված ռա-ցիոնալ-ադապտիվ սպասումներն ազգային արժույթի փոխարժեքի տատա-նումների նկատմամբ: Մասնավորապես՝ դուրս/դրամ փոխարժեքի և դուր-սագրության D1 ցուցանիշի միջև կապը բացահայտելու համար էկոնոմետրիկ եղանակով իրականացվեց ռեգրեսիոն վերլուծություն: Վերջինիս արդյունք-ները փաստում են, որ առկա է որոշակի գծային կախվածություն այդ երկու գործոնների միջև, և որ դրամի արժեզրկումը հանգեցնում է դուրսագրության մակարդակի բարձրացման (հավելված 1): Այնուհետև, ուսումնասիրելով դու-րս/դրամ փոխարժեքի շարժընթացը 2000-2019 թթ., պարզ դարձավ, որ դրամը, ընդհանուր առմամբ, գրանցել է արժևորման միտում: Սակայն, հիմք ընդունելով տնտեսավարող սուբյեկտների «հիշաչարության» հանգամանքը և

¹ Նույն տեղում:

² Նույն տեղում:

դիտարկելով վերջին՝ 2010-2019 թթ. հետճգնաժամային ժամանակահատվածում դրամի արձանագրած արժեքավազման միտումը, ինչպես նաև կրիտիկական՝ 2009 և 2014 թվականների կտրուկ արժեզրկումները, եզրակացնում ենք, որ տնտեսավարող սուբյեկտների կանխատեսումները փոխարժեքի նկատմամբ հիմնվում են վերջին ժամանակահատվածում վերջինիս դրսևորած վարքագծի, ինչպես նաև ճգնաժամային տարիներին կտրուկ արժեզրկման «կրկնության» վտանգից խուսափելու ռացիոնալ ցանկության վրա: Հենց սա էլ պայմանավորում է դոլարիզացիայի անշրջելիության հանգամանքը ՀՀ-ում՝ մակրոտնտեսական կայունության պայմաններում: Այսպիսով՝ դեդոլարիզացիայի քաղաքականությունը պետք է սկսել հիսթերիզիսի վերացմանը ուղղված համալիր միջոցառումներ մշակելուց: Անհրաժեշտ է, որպես վարվող քաղաքականության հիմնական նպատակ, դիտարկել փոխարժեքի տատանումների ուժգնության նվազեցումը և երկարաժամկետում դրամի կայուն արժևորումը: Մյուս կողմից, քանի որ դոլարիզացիայի հիսթերիզիսի հիմքում առկա մյուս հիմնական գործոնը տնտեսավարող սուբյեկտների վարքագիծն է, ապա անհրաժեշտ է իրականացնել միջոցառումներ՝ ուղղված դրա կազավորմանը: Ուստի առաջարկվում է իրականացնել «դվբ+» քաղաքականություն, մասնավորապես՝ բարձրացնել հատկապես տնային տնտեսությունների ֆինանսական կրթվածության մակարդակը, ներդնել որոշակի շահադրող կառուցակարգեր (օրինակ՝ արտարժույթային միջոցների համար՝ պահուստավորման պարտադիր բարձր, դրամային միջոցների համար՝ շեշտակիորեն ցածր նորմատիվներ, «Ֆիզիկական անձանց բանկային ավանդների հատուցումը երաշխավորելու մասին» ՀՀ օրենքում կատարել փոփոխություններ, մասնավորապես՝ դրամային ավանդների երաշխավորման գումարային ծավալը աստիճանաբար մեծացնել՝ միաժամանակ անփոփոխ թողնելով կամ շեշտակիորեն ավելի փոքր ծավալով մեծացնելով արտարժույթային ավանդների երաշխիքը և այլն): Սրան զուգահեռ, անհրաժեշտ է իրականացնել վերաֆինանսավորման %-ի նվազեցում, սահմանել իրական վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի ավելի ցածր մակարդակ, որը կնպաստի մոնետարացման աստիճանի ներդրումների աճին և դրամի արժևորմանը՝ արդյունքում կրճատելով դոլարիզացիայի մակարդակը: Առաջարկվում է իրականացնել «դվբ+» քաղաքականություն, որի հիմնական գաղափարը ապադրարայնացումն է, որը պետք է զուգակցվի տնտեսավարող սուբյեկտների վարքագծի վրա ազդող շահադրող կառուցակարգերի, ֆինանսական կրթվածության ռազմավարության և այլ գործիքների ներդրմամբ՝ ապահովելով արտարժույթային շուկաների բնականոն գործունեությունը և դրամի կայուն արժևորումը:

Գրականություն

1. Feige E.L. et al., Dollarization and euroization in transition countries: Currency substitution, asset substitution, network externalities and irreversibility //Monetary Unions and Hard Pegs: Effects on Trade, Financial Development, and Stability, Oxford University Press, New York and Oxford. 2004, c. 303-319.
2. Calvo G.A., Vegh C., Currency substitution in developing countries: an introduction. 1992.
3. Girton L., Roper D. Theory and implications of currency substitution //Journal of Money, Credit and Banking. 1981, т. 13, №. 1, c. 12-30.

4. Yeyati, Mr Eduardo Levy, and Mr Alain Ize. Dollarization of financial intermediation: Causes and policy implications. International Monetary Fund, 1998.
5. Автономов В.С., Человек в зеркале экономической теории (Очерк истории западной экономической мысли). М., Наука, 1993, т. 174.
6. ԿԲ բացատրական բառարան:
7. ՀՀ ԿԲ աշխատանքային փաստաթուղթ՝ ԱՓ08/08-01:
8. Դոլարայնացման շարժառիթները Հայաստանում, Դրամավարկային քաղաքականության վարչություն, Արփինե Դավլաթյան, Վահագն Գրիգորյան, «Բանբեր ՀՀ Կենտրոնական Բանկի», 2008, 2-րդ եռամսյակ, ՀՀ ԿԲ, էջ 76-95:
9. <https://www.cba.am/AM/SitePages/Default.aspx>
10. <https://www.armstat.am/am/>
11. <https://www.imf.org/external/index.htm>
12. <https://www.wikipedia.org/>
13. <https://www.worldbank.org/>

Հավելված 1

Դոլար/դրամ փոխարժեքի և դոլարիզացիայի D1 ցուցանիշի միջև ռեգրեսիոն վերլուծություն, որ կատարել է հեղինակը:

Հիմք ընդունելով այն հանգամանքը, որ ՀՀ բանկային հատվածում ռեգիդենտների արտարժույթային ավանդներում ամենամեծ տեսակարար կշիռն ունեն ԱՄՆ դոլարով ներդրված միջոցները, հետազոտության համար վերցված է դոլար/դրամ միջին ամսական փոխարժեքի շարժը՝ Վերջինիս 2003-2019 թթ. ժամանակային շարքի տվյալների և նույն ժամանակահատվածում դոլարիզացիայի D1 ցուցանիշի տվյալների հիման վրա² կատարվել է ռեգրեսիոն վերլուծություն, պարզելու համար, թե արդյոք կա որոշակի կախվածություն ՀՀ-ում դոլար/դրամ փոխարժեքի տատանումների և դոլարիզացիայի մակարդակի միջև, և ինչպես են փոխարժեքի տատանումներն ազդում դոլարիզացիայի մակարդակի մեծության վրա: Ստորև ներկայացնենք վերլուծության արդյունքները:

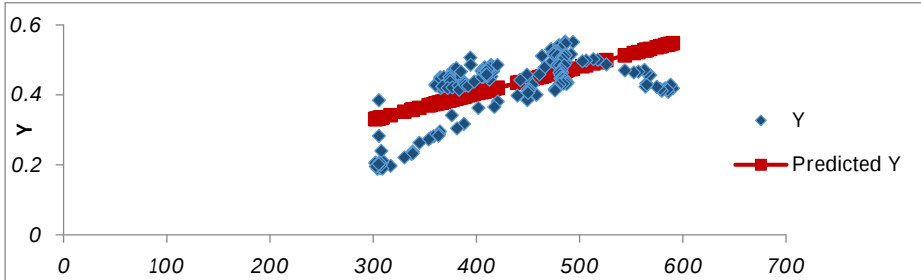
SUMMARY OUTPUT									
Regression Statistics									
Multiple R	0,612803057								
R Square	0,375527587								
Adjusted R Square	0,372389534								
Standard Error	0,069526354								
Observations	201								
ANOVA									
	df	SS	MS	F	Significance F				
Regression	1	0,578469646	0,57847	119,669	4,11807E-22				
Residual	199	0,961948865	0,004834						
Total	200	1,540418511							
	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%	
Intercept	0,103216998	0,030206676	3,417026	0,000768	0,043650746	0,16278325	0,04365075	0,162783251	
X Variable 1	0,000752689	6,88057E-05	10,93933	4,12E-22	0,000617007	0,00088837	0,00061701	0,000888371	

Հետազոտությունում, որպես գործոնային կամ անկախ փոփոխական, դիտարկված է դոլար/դրամ միջին ամսական փոխարժեքը (X): Գործոնային հատկանիշի ազդեցությամբ պայմանավորված՝ կախյալ կամ արդյունքային փոփոխականը ամսական դոլարիզացիայի D1 մակարդակն է (Y): Առկա է ստոխաստիկ կախվածություն: Պարզելու համար, թե արդյոք դոլարիզացիայի միջին արժեքի փոփոխությունը պայմանավորված է դոլար/դրամ միջին ամսական փոխարժեքի փոփոխությամբ, դիտարկենք դրանց միջև առկա կոռելյացիոն կապը: Կոռելյացիայի գործակիցը 0,612803057 է: Այսպիսով՝ ընկած լինելով $\{+/-0.5\}$ - $\{+/-0,7\}$ միջակայքում, այն

¹ <https://www.cba.am/am/SitePages/statexternalsector.aspx?fbclid=IwAR0jgrdeTHVi5URbkUXVsdhQV02VrgUEAgmt6CZCrVGbQsvIXepsfNX7S4Y>

² Տե՛ս հավելված 2:

փաստում է, որ առկա է միջին կախվածություն: Ռեգրեսիայի F վիճակագրի նշանակությունը (Significance F) = 4.1%, որը ցույց է տալիս, որ ստացված արդյունքները վիճակագրորեն նշանակալի են: Կապի բնույթը պարզելու համար ներկայացնենք ցրվածության գծանկարը:



Կապն արտահայտված է մոտավորապես ուղիղ գծի հավասարմամբ: Այսպիսով՝ ներկայացնենք փոքրագույն բառակուսիների մեթոդով իրականացված ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքում ստացված զույգային ռեգրեսիայի հավասարումը՝ $Y = 0,103216998 + 0,000752689X$: Ուստի կարող ենք ասել, որ դրամի փոխարժեքի ավելացումը 1 դրամով (կամ դրամի արժեզրկումը) 0,075 տոկոսային կետով ավելացնում է արտարժույթային ավանդների մասնաբաժինը փողի զանգվածում¹: Կամ որ նույնն է՝ 100 դրամով դրամի փոխարժեքի աճը (արժեզրկումը) հանգեցնում է 7,5 տոկոսային կետով դոլարիզացիայի D1 ցուցանիշի ավելացմանը: Այսպիսով, կատարված վերլուծությունը պարզեց, որ առկա է ուղիղ գծային կախվածություն փոխարժեքի տատանումների և դոլարիզացիայի D1 ցուցանիշի միջև:

Հավելված 2

Դոլարիզացիայի մակարդակի հաշվարկման մեթոդաբանությունը:

Ինչպես արդեն նշվեց զեկույցում, հետազոտության համար նպատակահարմար է դիտարկել դոլարիզացիայի D1 ցուցանիշը: ԱՄՀ-ի կողմից առաջարկվում է դոլարիզացիայի $D1_{IME} = FCD/M2x$ ցուցանիշը², որը ներկայացնում է արտարժույթով ավանդների տեսակարար կշիռը M2x ագրեգատի մեջ: Այս ցուցանիշը թերազնահատում է դոլարիզացիայի մակարդակը՝ չներառելով շրջանառության մեջ կանխիկ արտարժույթը, սակայն վերջինիս հաշվարկման հետ կապված բարդությունից խուսափելու համար, վերոհիշյալ բանաձևը առավել նպատակահարմար է: ՀՀ ԿԲ-ն դոլարիզացիայի մակարդակը հաշվարկում է հինգ տարբեր ուղղություններով՝ D1-D5: Հետազոտության ընդհանուր համատեքստում ներկայացված է D1 ցուցանիշը՝ ռեզիդենտների արտարժույթային ավանդների և փողի զանգվածի հարաբերակցությունը³: Դոլարիզացիայի ամսական D1 ցուցանիշի հաշվարկն իրականացրել է հեղինակն ըստ ՀՀ ԿԲ և ՀՀ ազգային վիճակագրական կոմիտեի տվյալների: Տվյալները վերցված են հետևյալ հղումներից՝

- https://www.cba.am/am/SitePages/statmonetaryfinancial.aspx?fbclid=IwAR1xwMEEz8wWAWvzT_LEfdZTOTPIkMaF5dp27knpt_qF1icfG_9ID_LiG0Y
 - https://www.cba.am/am/SitePages/statexternalsector.aspx?fbclid=IwAR1yGjVs_fmGdR1249Dj5vZXzZUQzYLzV-uSdKJlN27JxpYujNEEL9kOTFM
 - https://armstatbank.am/pxweb/hy/ArmStatBank/ArmStatBank__1%20Economy%20and%20finance_14%20Government%20Finances/EF-GF-1-2018.px/?rxid=602c2fcf-531f-4ed9-b9ad-42a1c546a1b6%2C602c2fcf-531f-4ed9-b9ad-42a1c546a1b6&fbclid=IwAR00dRSPRB_fxUSaHvixEP7qrNYvhjvW1xqEsuBrnet686NdnkgvjeTt3bl
- Ստորև ներկայացված են աղյուսակները:

¹ * Դոլարիզացիայի ամսական ցուցանիշները ներկայացված են եղել տասնորդական կոտորակի տեսքով, ուստի ստացված արդյունքը՝ 0,000752689, բազմապատկեցինք 100-ով:

² Feige, Edgar L., and James W. Dean, Dollarization and euroization in transition countries: Currency substitution, asset substitution, network externalities and irreversibility, Monetary Unions and Hard Pegs: Effects on Trade, Financial Development, and Stability, Oxford University Press, New York and Oxford (2004): 303-319.

³ https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/statistics/dram_fin_manual/agreg.pdf?fbclid=IwAR1790JTWejb6ezqzUynzQo-fFvkIEK3hnmSO2LIAussqFQqjCdNMT0sMh4

Աղյուսակ 1

ՀՀ դոլարիզացիայի D1 ցուցանիշը 2003-2008 թթ.

Տարեթիվ	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Ամիս						
Հունվար	0,418852388	0,45638489	0,516369296	0,415789041	0,287362228	0,190245839
Փետրվար	0,418380664	0,463309183	0,496133767	0,407986299	0,278153792	0,188912014
Մարտ	0,418750027	0,471321278	0,478183907	0,411637991	0,281247674	0,206286857
Ապրիլ	0,428788	0,466186564	0,452168676	0,405566729	0,283188423	0,211640473
Մայիս	0,408311179	0,464006346	0,446405469	0,397752356	0,272708257	0,199993896
Հունիս	0,414637464	0,469877698	0,457699828	0,381092683	0,263117902	0,201458229
Հուլիս	0,411741813	0,487030775	0,442319054	0,365621273	0,237375385	0,206134067
Օգոստոս	0,417207246	0,500428025	0,45859066	0,362767909	0,231681881	0,20543652
Սեպտեմբեր	0,422965013	0,502160144	0,428918642	0,317022958	0,232565547	0,195422728
Հոկտեմբեր	0,423443565	0,498374041	0,41468708	0,304038379	0,22081968	0,207605496
Նոյեմբեր	0,432377651	0,49622044	0,400271495	0,34143818	0,197083015	0,202341347
Դեկտեմբեր	0,429428017	0,490396095	0,385045831	0,295244096	0,188502174	0,239944292

Աղյուսակ 2

ՀՀ դոլարիզացիայի D1 ցուցանիշը 2009-2013 թթ.

Տարեթիվ	2009	2010	2011	2012	2013
Ամիս					
Հունվար	0,282736458	0,470774336	0,450277575	0,435345184	0,46281833
Փետրվար	0,384716959	0,476551704	0,446418129	0,432974438	0,470283598
Մարտ	0,439081607	0,506445697	0,451116882	0,427118879	0,476895053
Ապրիլ	0,437521023	0,486242624	0,451101575	0,425678661	0,467938068
Մայիս	0,435885528	0,466462403	0,445062323	0,438081852	0,474266112
Հունիս	0,427495643	0,453254288	0,437260591	0,452276488	0,471319065
Հուլիս	0,419513176	0,448378585	0,423176037	0,443550977	0,469686898
Օգոստոս	0,428326077	0,444229546	0,424902122	0,454567084	0,476438319
Սեպտեմբեր	0,433452051	0,435032584	0,420000403	0,456236954	0,478546512
Հոկտեմբեր	0,43425959	0,430010323	0,421061842	0,45172703	0,472481981
Նոյեմբեր	0,440927907	0,427434891	0,42663781	0,452945798	0,468099678
Դեկտեմբեր	0,446769284	0,427648728	0,414863016	0,45187033	0,451235272

Աղյուսակ 3

ՀՀ դոլարիզացիայի D1 ցուցանիշը 2014-2019 թթ.

Տարեթիվ	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ամիս						
Հունվար	0,468995	0,528688	0,552361	0,515527	0,4726	0,437733
Փետրվար	0,477315	0,528786	0,550718	0,512953	0,467933	0,435382
Մարտ	0,485811	0,527479	0,546792	0,507372	0,463602	0,431236
Ապրիլ	0,479588	0,524837	0,532231	0,508471	0,456913	0,431487
Մայիս	0,477837	0,533663	0,52501	0,501801	0,449136	0,430025
Հունիս	0,473711	0,525672	0,517827	0,494086	0,44863	0,423359
Հուլիս	0,463709	0,53058	0,524196	0,485939	0,446539	0,416753
Օգոստոս	0,467718	0,541542	0,521142	0,486508	0,447848	0,416196
Սեպտեմբեր	0,457056	0,537605	0,518029	0,483743	0,446596	0,412635
Հոկտեմբեր	0,458265	0,531027	0,516248	0,484336	0,441177	
Նոյեմբեր	0,485792	0,541267	0,513	0,484823	0,443664	
Դեկտեմբեր	0,511242	0,5363	0,507485	0,464192	0,435398	

АРМАН ТАДЕВОСЯН*Экономика, бакалавриат, 4-й курс*

“ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ЗЛОПАМЯТНОСТЬ” ИЛИ ГИСТЕРЕЗИС ДОЛЛАРИЗАЦИИ

Ключевые слова: *долларизация, истеризис, рационально-адаптивные ожидания, курс валюты, денежно-кредитная политика*

Исследования выявляет существующий в РА эффект храповика и явление истеризиса долларизации. В частности, долларизация активов или депозитов предпринимателей объясняется желанием застраховаться от определённых потерь в их когнитивном восприятии и поведении. Рассматривается существующая связь между рационально-адаптивными ожиданиями предпринимателей относительно курса национальной валюты и непрерывным высоким уровнем долларизации. Важность последнего заключается в разработке денежно-кредитной политики дедолларизации с помощью устранения причин истеризиса долларизации. Результаты исследований доказывают истеризис долларизации, обусловленный “экономической злопамятностью” предпринимателей, и в итоге рекомендуется разработать “денежно-кредитную политику +” дедолларизацию.

ARMAN TADEVOSYAN*4th Year, Bachelor's Degree, Economics*

“NEGATIVE ECONOMIC MEMORY” OR HYSTERESIS OF DOLLARIZATION

Key words: *dollarization, hysteresis, rational-adaptive expectations, exchange rate, monetary policy.*

The research analyzes the ratchet effect of dollarization in the RA and the hysteresis of dollarization. In particular, dollarization of assets and deposits of entrepreneurs by explaining the demonstration of their desire of being insured against certain losses in their behavior and cognitive psychology. The relationships between entrepreneurs' rational-adaptive expectations for the exchange rate of national currency and the high level dollarization are observed. Its importance lies in the development of monetary policy directed to dedollarization by elimination of causes of dollarization hysteresis. The results of the research prove that the dollarization hysteresis is due to “negative economic memory” and it recommends the implementation of “monetary policy +” aimed at dedollarization.