Արմեն ՀՈՒՂՈՒՐՅԱՆ

Տնտեսագիտության
դոկտոր, պրոֆեսոր

1981 թ. ավարտել է Երևանի ժողովրդական տնտեսության ինստիտուտը (այժմ՝ ՀՊՏՀ): 1983-1986 թթ. սովորել է Մ. Լոմոնոսովի անվան Մոսկվայի պետական համալսարանի ասպիրանտուրայում և ստացել տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճան: 2002 թ. պաշտպանել է դոկտորական ատենախոսություն ՀՊՏՀ-ում: Հեղինակ է մոտ 180 գիտական հոդվածների, 16 ուսումնական ձեռնարկների, 4 մենագրության:

ՀԵՏՊԱՏԵՐԱԶՄՅԱՆ ՏՆՏԵՍՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ ՆԵՐԴՐՈՒՄԱՅԻՆ ԻՆՏԵՐԻԳՐ

DOI: 10.52174/2579-2989_2021_1_34

Հիմնաբառեր. օտարերկրյա ներդրումներ, պետական պարտք, ներդրումային վակուում, պարտավորումների հասցեագրված թողարկում

Թավշյա հեղափոխությունից հետո ՀՀ հանրությունը մեծ սպասումներ էր ձևավորել տնտեսության վերաբերյալ՝ ակնկալելով ներդրումային «բում»: Սակայն, տեղի ունեցավ ճիշտ հակառակը, և արձանագրվեցին հանրապետությունից կապիտալի արտահոսքի, երկրի ներդրումային գրավչության անկման, օտարերկրյա ներդրումների կրճատման և այլ համանման երևույթներ: Ավելին, հետպատերազմյան տնտեսությունում ներդրումային գրավչության անկման ռիսկերն էլ ավելի ակնառու դարձան, և առաջիկայում ՀՀ կառավարության խնդիրն է լինելու հնարավորինս զսպել դրանք՝ կիրառելով ներդրումները խթանող նոր գործիքներ: Հոդվածում քննարկվում են ՀՀ-ում հետպատերազմյան ներդրումային քաղաքականության հիմնախնդիր լուծումները, երբ մի կողմից երկիրը կարիք է զգալու ներդրումային հոսքերի ներգրավման, իսկ մյուս կողմից փորձելու է պաշտպանվել «ոչ բարյացակամ» ներդրումների ընդունման գայթակղությունից, որոնք տնտեսական անվտանգության թուլացման ռիսկեր են ձևավորելու:

Ինչպես էր գնահատվում մինչպատերազմյան ՀՀ տնտեսության ներդրումային գրավչությունը:

Համաշխարհային բանկը տարեկան զեկույց է հրապարակում երկրների ներդրումային միջավայրի ազատության վերաբերյալ, որտեղ ներկայացնում է սանդղակ՝ ըստ համապատասխան չափանիշների (բացարձակ ազատ՝ 80%-100%, հիմնականում ազատ՝ 60-80%, չափավոր ազատ՝ 40%-60%, հիմնականում ոչ ազատ՝ 40%-ից ցածր): Հայաստանի Հանրապետությունը վարկանշային այդ

ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 1

ՀՀ դիրքի փոփոխությունը ներդրումների ազատության համաթվի վարկանշային ցուցակում²

սանդղակում տարիների ընթացքում ոչ միայն բարվոք դիրք է գրավել, այլև գերազանցել է երկրների մակարդակով միջինացված ցուցանիշը (գծապատկեր 1):

ՀՀ-ում օտարերկրյա ներդրումների իրականացման համար գործում է բարենպաստ իրավական դաշտ, որը կանոնակարգվում է համաձայն «Օտարերկրյա ներդրումների մասին» ՀՀ օրենքի: Բացի այդ, ներդրումային գրավչության առումով, պարարտ հող է ստեղծում ՀՀ բանկային համակարգը, որը հետևում է ֆինանսական ռիսկերի կանխարգելման միջազգային չափանիշներին և Բազելյան կոմիտեի վերահսկողության սկզբունքներին:

ՀՀ ներդրումային գրավչության աստիճանի բարձրացման վրա ազդող գործոնները մի քանիսն են, որոնք ամփոփ կերպով ներկայացվում են գծապատկեր 2-ում: Բացի այդ, մեզանում գործում են որոշ հարկային արտոնություններ, մասնավորապես՝ ներդրումների շրջանակում ներմուծվող սարքավորումների և ապրանքահումքային արժեքների գծով ԱԱՀ վճարումները հետաձգվում են մինչև երեք տարի ժամկետով, ընդ որում, մինչև մեկ տարի՝ եթե ներմուծման մաքսային արժեքը փոքր է 70

մլն դրամից, երկու տարի՝ եթե ներմուծման մաքսային արժեքը 70-ից մինչև 300 մլն դրամ է և երեք տարի՝ եթե այդ արժեքը գերազանցում է 300 մլն դրամը³:

Ներդրումային միջավայրի ձևավորմանն առնչվող և դրան համահունչ օրենսդրական նորմերի կիրառումից բացի, կարևորվում են նաև ներդրումների խրախուսման և փոխադարձ պաշտպանության համաձայնագրերը: Ներկայում Հայաստանի Հանրապետությունն այդ համատեքստում երկկողմ համաձայնագրեր է ստորագրել ավելի քան երեք տասնյակ երկրների հետ: Դրանք պարունակում են գրեթե միատեսակ իրավական կարգավորումներ ներդրումային հիմնախնդիրների վերաբերյալ, ինչպես նաև կողմերի տարածքում ներդրումները խրախուսելու ու պաշտպանելու մասին ընդհանուր հայտարարություններ³:

Ինչ գործոններ են ազդելու ՀՀ հեղափոխական տնտեսության ներդրումային միջավայրի գրավչության անկման վրա:

Թվում էր՝ վերը թվարկած գործոնները վերջին տարիներին պետք է խթանեին օտարերկրյա ներդրումների հոսքը Հա-

² The Heritage Foundation, //heritage.org/index/ranking

³ ՀՀ հարկային օրենսգիրք, 2016, հոդ. 79, կետ 2:

³ Հարությունյան Ա., ՀՀ առևտրային բանկերը ներդրումային միջավայրի բարելավման գործում, ՀՀ ԳԱԱ «Գիտություն» հրատ., 2017, էջ 38:

ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 2

ՀՀ ներդրումային գրավչության աստիճանի բարձրացմանը նպաստող գործոնները⁴

յաստանի Հանրապետություն: Սակայն դա տեղի չունեցավ, իսկ հետպատերազմյան առաջիկա տարիներին, մեր խորին համոզմամբ, ներդրումային ակտիվության անկման դիսկերը մեր հանրապետությունում դեռևս իրենց զգացնել կտան՝ պայմանավորված մի շարք պատճառներով: Նախ՝ պատերազմից հետո ազգաբնակչության ընկճված տրամադրությունն անպայմանորեն ազդեցություն կթողնի գործարար ակտիվության վրա՝ նպաստելով կապիտալի «արտագաղթին» երկրից: Միաժամանակ, օտարերկրյա հնարավոր ներդրողը, տեսնելով ներքին ներդրումային պասիվությունը, կհայտնվի որոշակիորեն սպառողական վիճակում:

Երկրորդ՝ Հայաստանի Հանրապետությունը, թերևս, չունի շահախնդիր գործընկեր պետություններ, որոնք պատրաստ են տնտեսապես օժանդակելու և ներդրումներ իրականացնելու երկրում: Ավելին, հետպատերազմյան թուլացած տնտեսությունը ևս մեկ առիթ է, որ միջազգային դոնորները տրամադրեն թանկարժեք վարկեր՝ ավելացնելով արտաքին պարտքը:

Եվ, վերջապես, Սփյուռքը, որ նույնպես ներդրումային մեծ ներուժ ունի, առաջիկա տարիներին դժվար թե ակտիվ ֆի-

նանսական ներարկումներ կատարի հայրենիքում: Կարծում ենք՝ նա նույնպես սպասողական դիրք կգրավի մինչ այն պահը, քանի դեռ երկիրը երկարաժամկետ կտրվածքով չի հայտնվի մակրոտնտեսական հավասարակշիռ վիճակում:

Իսկ որ ամենակարևորն է, «պատերազմական վառողի հոտը» դեռ մի քանի տարի կմնա մեր տարածաշրջանում՝ պայմանավորված աշխարհաքաղաքական շահերի բախումներով: Ներկայում «հրանոթները լուել են», բայց մեր հարևան պետություններն անցել են սպառազինությունների մրցավազքի՝ կարծես թե պատրաստվելով նոր պատերազմի: Նման իրողությունը, բնականաբար, պետք է որ բացասաբար անդրադառնա ՀՀ ներդրումային միջավայրի գրավչության վրա:

Ինչպես ձևավորել անվտանգ ներդրումային միջավայր:

Ներդրումային պասիվացման նման իրավիճակի հաղթահարման ուղիներից են համարվում հանրապետության հարավային շրջանի տրանսպորտային հանգույցների ապաշրջափակումը և Իրանի, Թուրքիայի, Ադրբեջանի հետ երկաթուղային հաղորդակցման վերականգնումը: Այսպիսով, իհարկե, Հայաստանը մի կողմից երկաթ-

⁴ Ղազաբյան Վ.Լ., Ներդրումային գրավչության ապահովման հիմնախնդիրները ՀՀ-ում, «Ֆինանսներ և էկոնոմիկա» գիտական հանդես, N 5-6 (213-214), 2018, էջ 117:

ուղային ուղիղ կապ կհաստատի Ռուսաստանի հետ և ներդրումային նոր ուղիներ կձևավորի հատկապես ԵԱՏՄ երկրների շրջանում, իսկ մյուս կողմից, ապաշրջափակման շնորհիվ, հնարավորություն ձեռք կբերի երկաթգծով դուրս գալու մինչև Հնդկական օվկիանոս և Պարսից ծոց՝ միջազգային համեմատաբար էժան բեռնափոխադրումների նախապայմաններ ձևավորելով օտարերկրյա հնարավոր ներդրողների համար: Սակայն, դրան զուգահեռ, տրանսպորտային այս հանգույցի ակտիվացումը նաև դիսկեր է պարունակում մեր հանրապետության համար՝ հատկապես թուրքական կապիտալի ներհոսքի առումով: Ուստի, որքան էլ որ ՀՀ-ում ձևավորվի ներդրումային վակուում, այնուամենայնիվ դա չպետք է լրացվի թուրքական կապիտալի ծավալապաշտության (էքսպանսիայով): Հետևաբար՝ անվտանգ օտարերկրյա ներդրումային միջավայրի ձևավորման համար անհրաժեշտ է կանխարգելել թուրքական կապիտալի ծավալապաշտական դիսկերը և, դրան զուգահեռ, վերանայել հետպատերազմյան տնտեսության ներդրումային գործիքակազմը:

Ինչպես վերանայել ներդրումային ֆինանսական գործիքները:

Կարծում ենք՝ ՀՀ-ում հետպատերազմյան տնտեսության ներդրումային գործիքակազմը պետք է վերանայվի՝ առաջնությունը տալով ներքին ներդրումներին: 2020 թ. հոկտեմբերի վերջի դրությամբ կառավարության պարտքի 61%-ն արտաքին վարկեր ու փոխառություններ են, 25,6%-ը՝ պետական գանձապետական պարտատոմսեր, իսկ 13,3%-ը՝ արտաթուղթային պետական պարտատոմսեր կամ եվրոբոնդեր⁵: Ուստի ՀՀ կառավարությունը պետք է ընդլայնի միջնաժամկետ և երկարաժամկետ պետական պարտատոմսերի թողարկումը՝ փոքր-ինչ թեթևացնելով կախ-

վածության աստիճանն արտաքին դոնորներից: Սակայն, այստեղ նորամուծություն է լինելու այն, որ պետական պարտատոմսերի լայնածավալ թողարկումները հանրությանը ներկայացվելու են որպես խմբային գործարք՝ թիրախավորված և հասցեագրված որևէ որոշակի ներդրումային սուբյեկտի (ագրոարդյունաբերական համալիր, մետրոյի կայարան, ռազմավարական նշանակության ճանապարհ և այլն): Արդեն իսկ ներկայում ՀՀ կառավարության պարտքի միջին կշռված ժամկետայնությունը՝ 8,8, պետական պարտատոմսերինը՝ 10,8, իսկ եվրոբոնդերինը՝ 6,2 տարի է: Միաժամանակ, արտաքին վարկերի ու փոխառությունների ժամկետայնությունն էական նվազման միտում է ցուցաբերում՝ 8,6 տարի⁶: Հետևաբար՝ հասցեագրված պետական միջնաժամկետ և երկարաժամկետ պարտատոմսերի թողարկումը կհամարվի արդարացված մի շարք առումներով:

առաջին՝ դա կտեղավորվի երկրի ներքին պարտքի մարման ժամկետայնության տրամաբանության շրջանակում, **երկրորդ՝** պետական պարտատոմսերի լայնածավալ թողարկումը որոշակիորեն կկանխի «անգործության» մեջ գտնվող ազգային կապիտալի «արտագաղթը» երկրից,

երրորդ՝ մասնակցելով արժեթղթավորման համազգային այս գործընթացին և տեսնելով, թե որտեղ են որոշակի կերպով ներդրվելու թողարկված պարտատոմսերի իրացումից գումարների հավաքագրումները, ազգաբնակչության շրջանում ոչ միայն տնտեսական ակտիվության լրացուցիչ ազդակներ կձևավորվեն, այլև համոզմունք կառաջանա հայրենի տնտեսության բարգավաճման վերաբերյալ:

⁵ ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, պետական պարտքի ամսական վիճակագրական տեղեկագրեր, [https:// minfin.am/hy/page/amsakan_vichakagrakan_teghekagrer/](https://minfin.am/hy/page/amsakan_vichakagrakan_teghekagrer/)

⁶ Աղաբեկյան Է., Կառավարության պարտքի աճը տնտեսական անկման պայմաններում, «Ամբերդ» տեղեկագիր, 2016 (7), էջ 50:

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆ

1. ՀՀ հարկային օրենսգիրք, 2016, հոդ. 79, կետ 2:
2. The Heritage Foundation, //heritage.org/index/ranking
3. Ղազազյան Վ. Լ., Ներդրումային գրավչության ապահովման հիմնախնդիրները ՀՀ-ում, «Ֆինանսներ և էկոնոմիկա» գիտական հանդես, N 5-6 (213-214), 2018, էջ 117:
4. Հարությունյան Ա., ՀՀ առևտրային բանկերը ներդրումային միջավայրի բարելավման գործում, ՀՀ ԳԱԱ «Գիտություն» հրատ., 2017, էջ 38:
5. <https://www.gobankingrates.com/investing/strategy/toxic-investments-you-should-avoid/>
6. ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, պետական պարտքի ամսական վիճակագրական տեղեկագրեր, https://minfin.am/hy/page/amsakan_vichakagrakan_teghekagrer/
7. Աղաբեկյան Է., Կառավարության պարտքի աճը տնտեսական անկման պայմաններում, «Ամբերդ» տեղեկագիր, 2016 (7), էջ 50:
8. Ճուղուրյան Ա., Թուրքական ներդրումները սպառնալիք են տնտեսական անվտանգության համար, www.aravot.am/2021/01/06/1163420

Армен ДЖУГУРЯН

Доктор экономических наук, профессор, АГЭУ

ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ИНТРИГА В ПОСЛЕВОЕННОЙ ЭКОНОМИКЕ

В последние два года много говорилось об ожидаемом инвестиционном буме в экономике Армении. Однако произошло прямо противоположное: был зафиксирован отток капитала, снижение инвестиционной привлекательности страны, сокращение иностранных инвестиций. Риски снижения инвестиционной привлекательности в послевоенной экономике станут еще более очевидными. В статье обсуждаются решения проблемы послевоенной инвестиционной политики в Армении, когда, с одной стороны, стране требуется поддерживать приток инвестиций, а с другой стороны, она попытается обезопасить себя от соблазна принять «токсичные инвестиции», которые ослабят риски экономической безопасности.

Ключевые слова: *иностраннные инвестиции, государственный долг, инвестиционный вакуум, «токсичные инвестиции», выпуск облигаций*

Armen TSHUGHURYAN

Doctor of Economics, Professor, ASUE

FINANCIAL SYSTEM

INVESTMENT INTRIGUE IN THE POST-WAR ECONOMY

Much has been said in the past two years about the expected investment boom in the Armenian economy. However, the opposite happened: the economy witnessed capital outflow, a decrease in the country's investment attractiveness and a decrease in foreign investment. The risks of investment attractiveness decrease in the post-war economy will become even more obvious. The paper discusses solutions to the problem of post-war investment policy in Armenia, when, on the one hand, the country will need to maintain an inflow of investments, and on the other hand, it will try to protect itself from the temptation to accept "toxic investments" that will lead to the risks of economic security decline.

Keywords: *foreign investment, government debt, investment vacuum, toxic investments, bond issues*