

ՀՀ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՇՈՒԿԱՆ ՊԱՏԵՐԱԶՄԻ ԺԱՄԱՆԱԿ.

ՀԱՄԵՐԱՇԽՈՒԹՅՈՒՆ ԹԻԿՈՒՆՔՈՒՄ ԵՎ ԱՆՈՐՈՇՈՒԹՅՈՒՆ ՊԱՏԵՐԱԶՄԻՑ ՀԵՏՈ

Հիմնաբառեր. արցախյան պատերազմ, եվրոբոնդեր, պեյրական պարտավորումներ, ավանդ, վարկ, արտարժույթի փոխարժեք, ԿԲ դրամավարկային գործառնություններ

Կորոնավիրուսով պայմանավորված ճգնաժամի պայմաններում պատերազմը հավելյալ ճնշում էր ինչպես ՀՀ տնտեսության, այնպես էլ ֆինանսական համակարգի վրա: Զինադադարից հետո էլ հեյուսապատերազմական ներքաղաքական լարվածությունն իր ազդեցությունն ունեցավ Ա՝ մասնակիցների տնտեսական սպասումների, Ա՝ ֆինանսական շուկայում գնային տարանջատումների վրա: Հողվածում հեղինակը փորձում է գնահատել այդ ազդեցությունները՝ նախանշելով հետագայում ակնկալվող հիմնական ռիսկերը: Եթե կորոնավիրուսային ճգնաժամի հետևանքով ֆինանսական շուկան չարձանագրեց էական գնային տարանջատումներ ու չունեցավ իրացվելիության որևէ խնդիր, ապա նույնը չի կարելի ասել պատերազմի և դրան հաջորդած քաղաքական գործընթացների մասին, որոնք հսկայական ռիսկ են պարունակում շուկայի զարգացման ու կայունության համար, ինչը դրսևորվեց, նախևառաջ, արտարժույթի փոխարժեքի կարող տարանջատումներով: ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության և ֆինանսական շուկայի խոշոր մասնակիցների վարքագծի շնորհիվ՝ հնարավոր եղավ խուսափել ճգնաժամային իրավիճակի խորացումից:

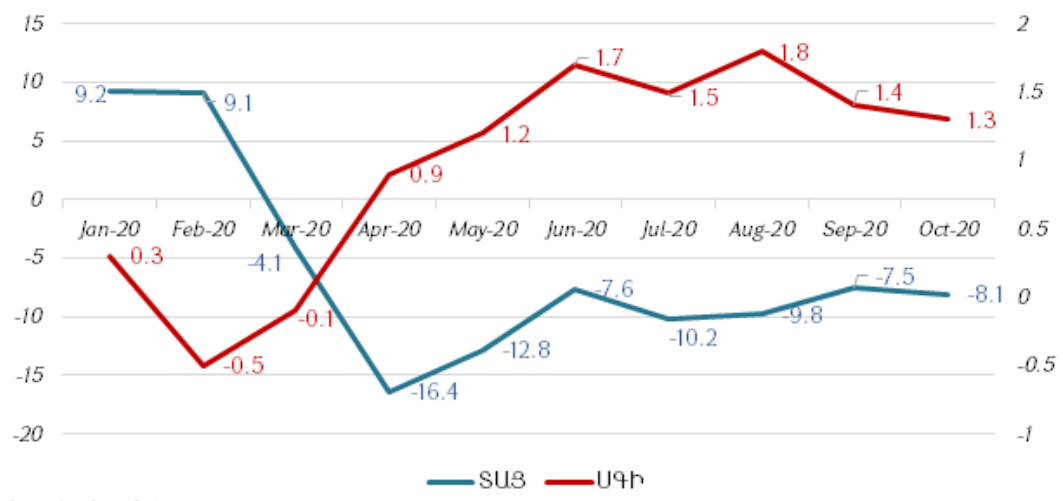
Կորոնավիրուսով պայմանավորված ճգնաժամի պայմաններում 2020 թ. սեպտեմբերի վերջին սկսված պատերազմական գործողությունները հավելյալ ճնշում էին ինչպես ՀՀ տնտեսության, այնպես էլ ֆինանսական համակարգի վրա: Զինադադարից հետո էլ հետպատերազմական ներքաղաքական լարվածությունը չի կարող չափազանցապես թե՛ շուկայի մաս-



Էդգար ԱՂԱԲԵԿՅԱՆ

Տնտեսագիտության թեկնածու, դոցենտ

2004 թ. ավարտել է ՀՊՏՀ-ն և ընդունվել ասպիրանտուրա: 2007 թ. ստացել է տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճան և աշխատանքի անցել ՀՊՏՀ արժեթղթերի շուկայի (այժմ՝ ֆինանսների) ամբիոնում, սկզբում՝ որպես ասիստենտ, ապա դոցենտ: Հեղինակ է մի շարք գիտական հրատարակումների և հեղագրությունների:



ԳԾԱԿԱՏՎԵՐ 1

2020 թ. ընթացքում տնտեսական ակտիվության ցուցանիշի և սպառողական գների ինդեքսի փոփոխությունը նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ¹

նակիցների սպասումների, թե՛ տեղի ունեցող գնային տատանումների վրա: Եթե համավարակի հետևանքով ճգնաժամը չհանգեցրեց ֆինանսական շուկայում էական գնային տատանումների ու իրացվելիության որևէ խնդրի, ապա պատերազմը և դրան հաջորդած քաղաքական գործընթացները հսկայական ռիսկ են պարունակում շուկայի զարգացման ու կայունության համար, ինչը դրսևորվեց, նախևառաջ, արտադրության փոխարժեքի կտրուկ տատանումներով:

Ինչպես երևում է գծապատկեր 1-ից, տնտեսական ակտիվության անկումը սկսվել է 2020 թ. մարտին, երբ գործունեության որոշ տեսակներ, համավարակով պայմանավորված, սահմանափակվեցին: Սակայն, սահմանափակումների մեղմացմանը զուգահեռ, դիտարկվում է ակտիվության որոշակի աճ, ինչի հետագա շարունակականության հետ կապված սպասումները պատերազմից հետո վատատեսական են դառնում: Մյուս կողմից՝ սպառողական գների ինդեքսը, ըստ էության, թիրախայինից բավական ցածր մակարդակում է, ինչը ստիպում է ԿԲ-ին գնալ դրամավարկային քաղաքականության գործիքների շարունակական թուլացման ճանապարհով: Իսկ ինչպես է արձագանքում ֆինանսական շու-

կան տեղի ունեցող իրադարձություններին:

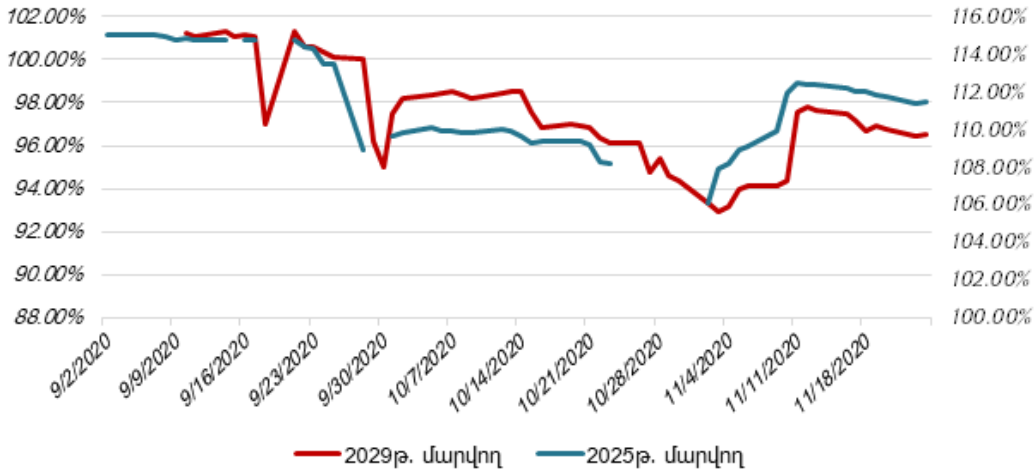
Եվրոբոնդեր և պետական պարտապտմներ: Եվրոբոնդերը կամ արտադրության պետական պարտատոմսերն այս առումով ամենազգայունն են, քանի որ արտացոլում են արտաքին աշխարհի վերաբերմունքը ՀՀ-ի նկատմամբ: Վերջիններիս գների ուսումնասիրությունից ակնհայտ է դառնում թե՛ պատերազմի առաջին օրից հետո դրանց անկման, թե՛ զինադարձի հայտարարումից հետո՝ արագ վերականգնման փաստը:

Այս պարտատոմսերի գների՝ նախապատերազմյան մակարդակից դեռևս ցածր լինելը կարող ենք պայմանավորել պատերազմի ավարտից հետո ներքաղաքական անորոշությամբ ու տնտեսության սպասումներով (գծապատկեր 2):

Դրամային պետական պարտատոմսերի հիմնական ներդրողները հայաստանյան ռեզիդենտներն են, որոնց կազմում գերակշռում են ֆինանսական կազմակերպությունները՝ առևտրային բանկեր, ներդրումային ընկերություններ, ներդրումային և կենսաթոշակային հիմնադրամներ, ապահովագրական ընկերություններ և վարկային կազմակերպություններ:

Դրամային պետական պարտատոմս-

¹ Աղբյուրը՝ ՀՀ վիճակագրական կոմիտե, <https://www.armstat.am/am/>

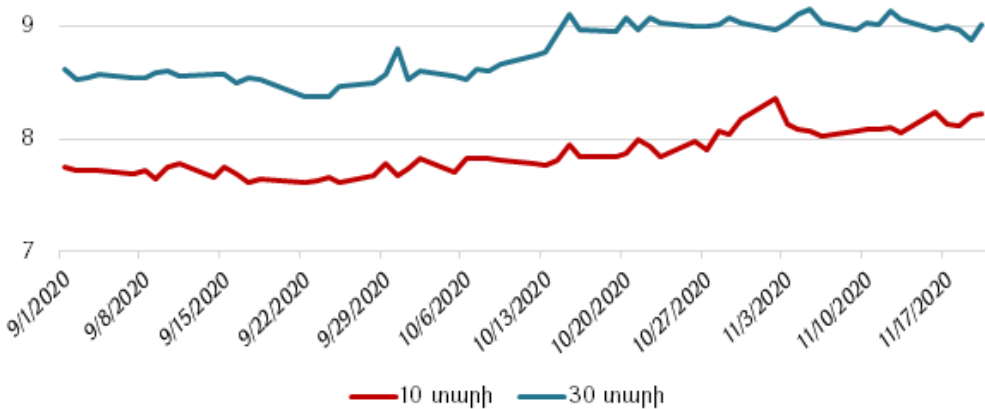


ԳԾԱԴԱՏԿԵՐ 2

2029 և 2025 թթ. մարվող ՀՀ եվրոբոնդերի գնանշումների շարժընթացը 2020 թ. սեպտեմբերի 1-ից մինչև նոյեմբերի 24-ն ընկած ժամանակահատվածում²

րի շուկան ավելի քիչ է տատանումների ենթարկվել: Գծապատկեր 3-ից ակնհայտ է սեպտեմբերի վերջին սկսված եկամտաբերությունների աճը, ինչը պատերազմի ավարտից հետո, ի տարբերություն եվրոբոնդերի, էականորեն չի վերականգնվել: Պատերազմի նախօրյակից մինչև նոյեմբերի 20-ն ընկած ժամանակահատվածը 10 տարի մարման ժամկետով պարտատոմսերի մինչև մարում եկամտաբերություններն աճել են 0,46, իսկ 30 տարի ժամկետովը՝ 0,40 տոկոսային կետով: Պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների առավել զուսպ աճը հիմնականում պայմանավորված է շուկայի խոշոր մասնակիցների վարքագծով, երբ վերջիններս էական ցնցումներից խուսափելու նպատակով չդիմեցին իրենց պարտատոմսե-

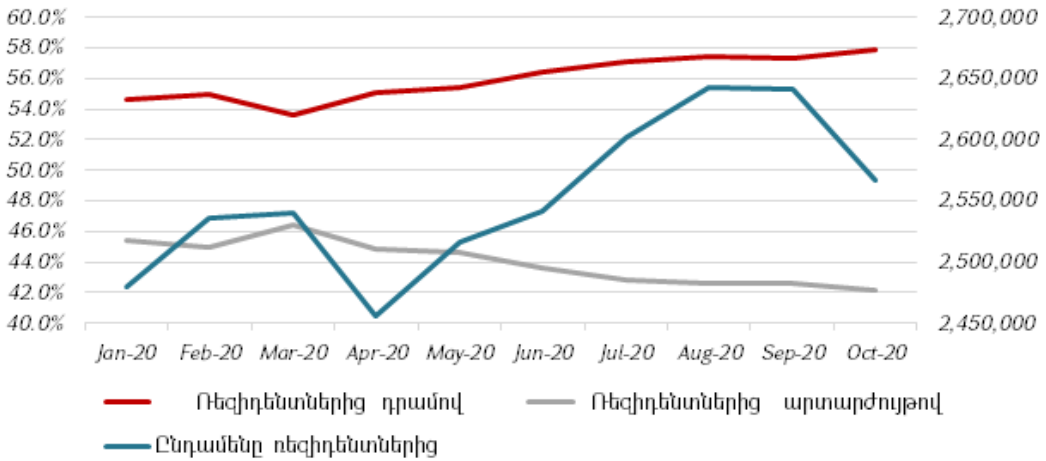
րի մինչև մարում եկամտաբերություններն աճել են 0,46, իսկ 30 տարի ժամկետովը՝ 0,40 տոկոսային կետով: Պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների առավել զուսպ աճը հիմնականում պայմանավորված է շուկայի խոշոր մասնակիցների վարքագծով, երբ վերջիններս էական ցնցումներից խուսափելու նպատակով չդիմեցին իրենց պարտատոմսե-



ԳԾԱԴԱՏԿԵՐ 3

ՀՀ պետական՝ 10 և 30 տարի ժամկետով պարտատոմսերի մինչև մարում եկամտաբերության կորերի շարժընթացը 2020 թ. սեպտեմբեր 1-ից մինչև նոյեմբերի 20-ն ընկած ժամանակահատվածում³

² Կառուցվել է Ֆրանկֆուրտի բորսայում փակման գների ամենօրյա գնանշումների հիման վրա՝ <https://www.boerse-frankfurt.de/bond/xs1207654853-armenien-republik-7-15-15-25/price-history/historical-prices-and-volumes>; <https://www.boerse-frankfurt.de/bond/xs2010043904-armenien-republik-3-95-19-29/price-history/historical-prices-and-volumes>
³ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ եկամտաբերության կորերի պահոց, <https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/gorc/Yield%20Curves.xls>



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 4



ՀՀ առևտրային բանկերի՝ ռեզիդենտներից ներգրաված ավանդների ընդհանուր ծավալն ու դրամով և արտարժույթով ավանդների տեսակարար կշիռներն ընդհանուրում՝ 2020 թ. հունվար-հոկտեմբեր ժամանակահատվածում (մյն ՀՀ դրամ)⁴

րի փաթեթների մեծ վաճառքի: Սրան էապես նպաստեց նաև ԿԲ խթանող դրամավարկային քաղաքականությունը, ինչի շնորհիվ ֆինանսական կազմակերպությունները չունեցան իրացվելիության ռիսկեր: Հետպատերազմական շրջանում եկամտաբերությունների աճը խոչընդոտող գործոններ են ներքաղաքական անորոշությունը և արտարժույթի փոխարժեքի տատանումների ռիսկերը:

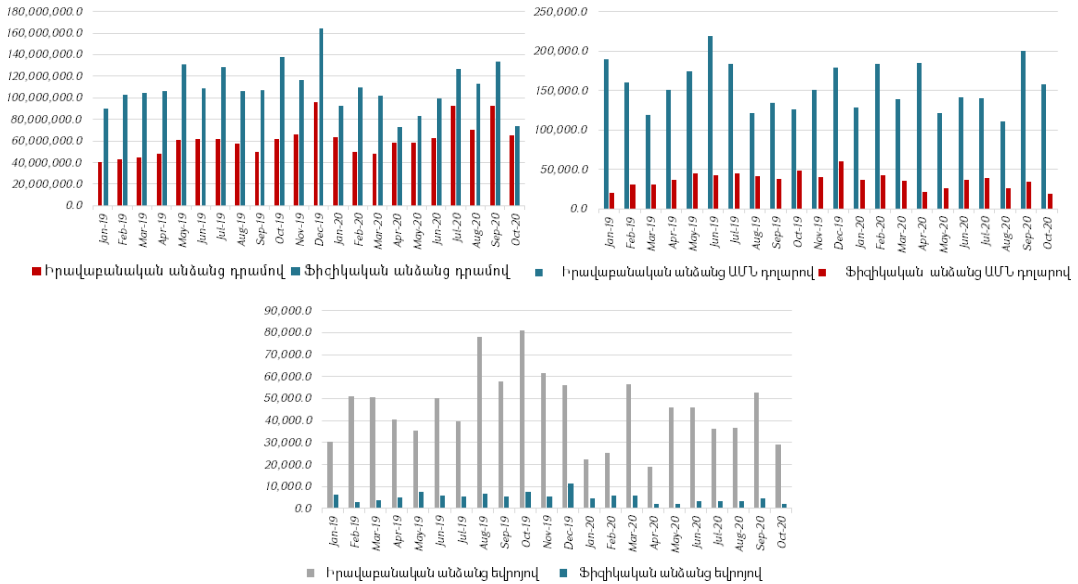
Ավանդներ և վարկեր: Ի տարբերություն պարտատոմսերի շուկայի, ավանդների ու վարկերի առումով զարգացումները սխալ կլիներ պայմանավորել միայն պատերազմական իրավիճակով: Նախ՝ կորոնավիրուսի հետ կապված ճգնաժամը տնտեսության իրական հատվածում ակտիվության անկում էր ստեղծել, ինչի պայմաններում վարկերի նկատմամբ պահանջարկը նվազում է, իսկ բանկերը խուսափում են վարկավորումից:

Գծապատկեր 4-ից երևում է, որ ավանդների կազմում դրամով ու ԱՄՆ դոլարով ավանդների հարաբերակցության էական փոփոխություն տեղի չի ունեցել, մինչդեռ 2020 թ. հոկտեմբերին սեպտեմբերի նկատմամբ արժանագրվել է ավանդների ծավալի՝ մոտ 74 մլրդ դրամի չափով կրճատում:

Նմանատիպ նվազում տեղի էր ունեցել նաև 2020 թ. մարտին՝ պայմանավորված կորոնավիրուսին հաջորդած տնտեսական սահմանափակումներով, սակայն հետագա ամիսներին ավանդների ծավալը մեծացել էր:

Վարկավորման ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ հատկապես կրճատվել է ֆիզիկական, քան իրավաբանական անձանց տրամադրվող վարկերի ծավալը: Այսպես՝ 2020 թ. հոկտեմբերին վերջիններիս տրամադրվող դրամային վարկերը սեպտեմբերի համեմատությամբ նվազել են 29,7%-ով, ԱՄՆ դոլարով և եվրոյով տրամադրվողները համապատասխանաբար՝ 21,1%-ով և 44,7%-ով, մինչդեռ ֆիզիկական անձանց դեպքում դրամային վարկերը կրճատվել են 44,7%-ով, իսկ ԱՄՆ դոլարով և եվրոյով տրամադրվող վարկերը համապատասխանաբար՝ 46,4%-ով և 54,7%-ով: Այս իրողությունը հնարավոր է պայմանավորել նաև նշված վարկատեսակների առավել ռիսկայնությամբ: Բացի այդ, նկատելի է, որ դրամային վարկերի ծավալը, ի տարբերություն դոլարայինի, ավելի շատ է կրճատվել, քանի որ արտարժույթի փոխարժեքի հետ կապված ռիսկերի պայմաններում վարկառուները խուսա-

⁴ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/5-Deposits%20by%20sectors.xls



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 5

ՀՀ առևտրային բանկերի տրամադրած վարկերի ծավալները 2019 թ. հունվար-2020 թ. հոկտեմբեր ժամանակահատվածում (հազ. միավոր)⁵

փում են նման պարտավորությունների ձեռքբերումից (գծապատկեր 5):

Տնտեսական անկման հետագա շարունակականության պայմաններում, առանց տնտեսության իրական հատվածի զարգացման և ամբողջական պահանջարկի խթանման, բավական դժվար է միայն դրամավարկային քաղաքականության գործիքակազմով ապահովել վարկավորման ծավալների աճի տեմպի վերականգնում:

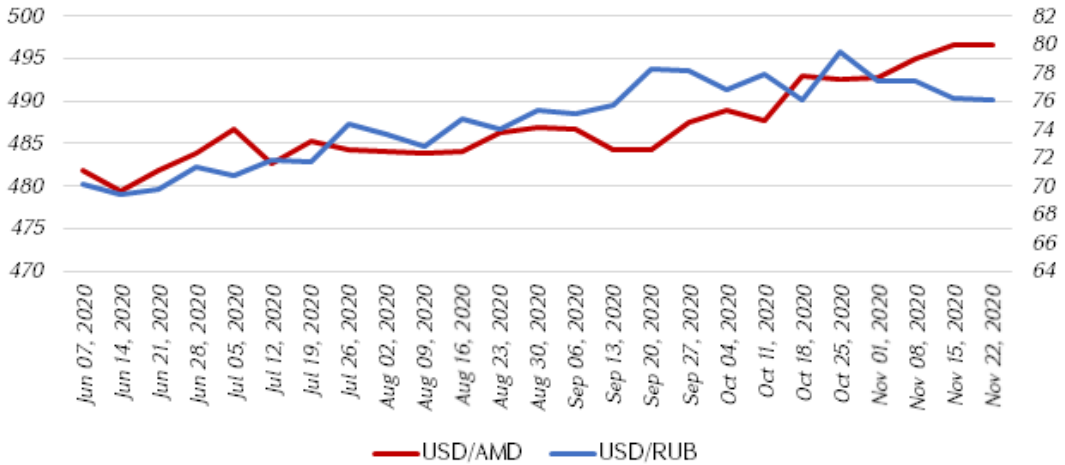
Արտարժույթի շուկա: Վերջինս, մի կողմից, ՀՀ ֆինանսական շուկայի ամենագայուն մասն է, իսկ մյուս կողմից՝ ազդեցություն ունի ինչպես տնտեսության իրական, այնպես էլ ֆինանսական շուկայի մնացած հատվածների վրա: Նախ՝ նշենք, որ դրամի նկատմամբ ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքը ՀՀ-ում մեծապես կախված է ռուսական ռուբլու փոխարժեքից, ինչը պայմանավորված է ՌԴ-ի հետ տնտեսական կապերով և տրանսֆերտների մեծ հոսքով: Փոխարժեքների ուսումնասիրությունը, սկսած 2020 թ. սկզբից, ցույց է տալիս, որ ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքը դրամի և ռուբլու նկատմամբ հիմնականում զարգացման նույն միտումն է դրսևորել: Սակայն, պատերազ-

մի սկզբից ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ ՌԴ ռուբլու փոխարժեքի աճը սկսել է զուգորդվել դրամի փոխարժեքի անկումով: Սա վկայում է այն մասին, որ ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի աճը ՀՀ-ում հիմնականում պայմանավորված էր ներքին տնտեսական գործոններով ու սպասումներով (գծապատկեր 6):

Դրամի նկատմամբ ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի թռիչքաձև զարգացումները սկսվեցին հետպատերազմական շրջանում, երբ ներքաղաքական անորոշությամբ ու տնտեսական բացասական սպասումներով պայմանավորված փոփոխությունները հանգեցրին փոխարժեքի աճին, ինչն իր զագաթնակետին հասավ նոյեմբերի 24-ին, երբ որոշ առևտրային բանկերում ԱՄՆ դոլարի վաճառքի փոխարժեքը հասավ մոտ 523 դրամի: Սակայն, հենց նույն օրը՝ ԿԲ միջամտությունից հետո, փոխարժեքը կարգավորվեց (նոյեմբերի 27-ին միջին փոխարժեքը սեպտեմբերի սկզբի նկատմամբ աճել էր 4,4%-ով) (գծապատկեր 7):

ՀՀ ԿԲ-ի կողմից մոտ 60 մլն ԱՄՆ դոլարի վաճառքը, ըստ էության, մեղմեց սկսված խուճապը, ինչը դրական ազդակ

⁵ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/14-Deposit%20and%20lending%20rates.xls



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 6

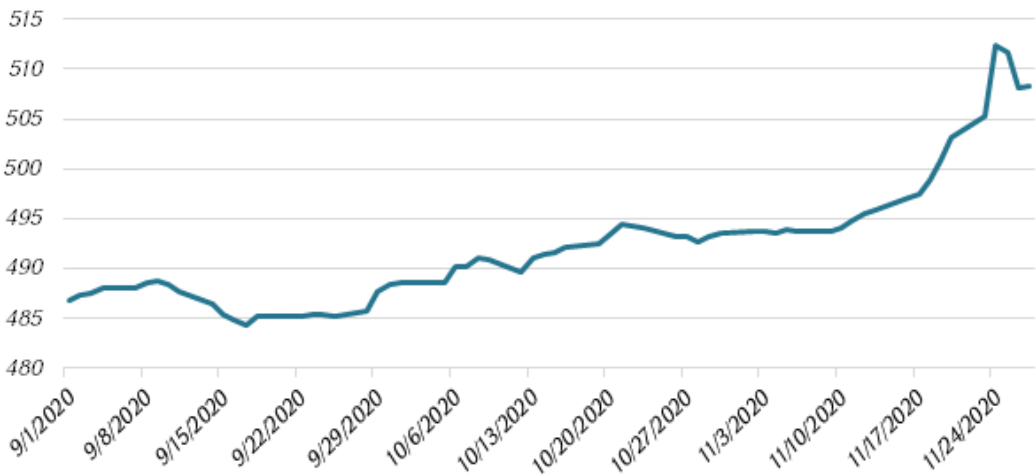
ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքը ՀՀ դրամի և ՌԴ ռուբլու նկատմամբ՝ 2020 թ. հունիսից մինչև նոյեմբերի 22-ն ընկած ժամանակահատվածում⁶

էր փոխարժեքի հետագա կարգավորման շարունակականության ապահովման համար:

Փողի բազա և դրամավարկային քաղաքականություն: Փողի բազայի ուսումնասիրությունը, սկսած սեպտեմբերի սկզբից, վկայում է դրա համեմատաբար կայուն լինելու մասին: Ամենաէական տատանումներն արձանագրվել են առևտրային բանկերի՝ ԿԲ-ում դրամային թղթակցային հաշիվների մնացորդների առումով: Սակայն, միաժամանակ, արտարժույթային թղթակ-

ցային հաշիվները աճի նկատելի միտում են դրսևորել նոյեմբերի 23-ից հետո, երբ տեղի ունեցավ արտարժույթի փոխարժեքի կտրուկ աճ (զձապատկեր 8):

Հոկտեմբերի կեսից ակներև է ԿԲ-ի կողմից ռեպո գործառնությունների շրջանակներում բանկերին տրամադրված գումարների աճը: Սա վկայում է այն մասին, որ ԿԲ-ն փորձում է թույլ չտալ կարճաժամկետ իրացվելիության խնդիրներ շուկայի մասնակիցների շրջանում, ինչն էլ, իր հերթին,

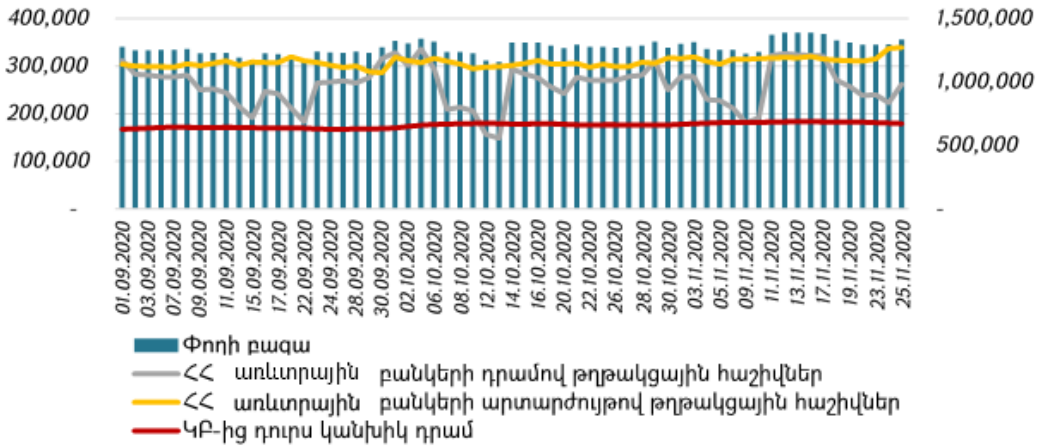


ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 7

ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքը, սահմանված ՀՀ ԿԲ-ի կողմից, 2020 թ. սեպտեմբերի 1-ից մինչև նոյեմբերի 27-ն ընկած ժամանակահատվածում⁷

⁶ Աղբյուրը՝ www.investing.com

⁷ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ փոխարժեքների պահոց, <https://www.cba.am/AM/SitePages/ExchangeArchive.aspx>



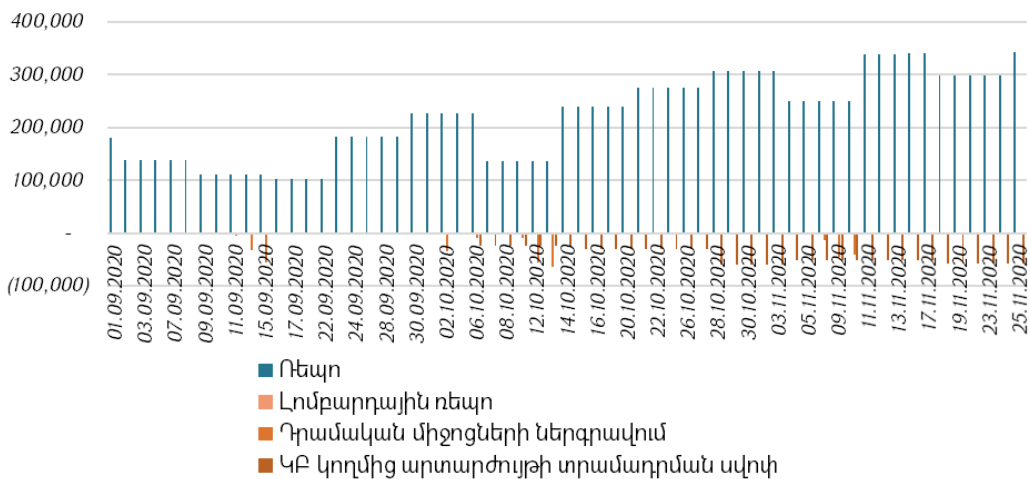
ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 8

Փողի բազան 2020 թ. սեպտեմբերի 1-ից մինչև նոյեմբերի 25-ն ընկած ժամանակահատվածում (մլն դրամ)⁸

Ֆինանսական շուկայի մասնակիցներին հնարավորություն է ընձեռում չդիմելու ներդրումային փաթեթների վաճառքների՝ պահպանելով պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների համեմատաբար կայուն մակարդակը: Նույն ժամանակահատվածում արտարժույթի տրամադրման սվոփ գործառնությունների ծավալներում արձանագրվում է աճ, ինչն արդեն նշանակում է, որ արտարժույթի շուկայում

առկա է որոշակի լարվածություն, և ԿԲ-ն փորձում է դա թուլացնել:

Նոյեմբերի 23-ին, ելնելով արտարժույթի շուկայում ստեղծված լարվածությունից, ԿԲ-ն հայտարարեց միջամտելու իր հնարավորությունների մասին, ապա երկու օր շարունակ շուկայում իրականացրեց արտարժույթի վաճառք: Նշվածի արդյունքում հնարավոր եղավ ոչ միայն թուլացնել առկա խուճապային տրամադրություններ-



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 9

ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության գործիքների կիրառումը 2020 թ. սեպտեմբերի 1-ից մինչև նոյեմբերի 25-ն ընկած ժամանակահատվածում (մլն դրամ)⁹

⁸ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/Internet-Baza_2020%20ARMnew.xls
⁹ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/Internet-Baza_2020%20ARMnew.xls

րը շուկայում, այլև նպաստել փոխարժեքի որոշակի նվազեցմանը՝ խուսափելով հետագա սրընթաց աճից (գծապատկեր 9):

Ինչո՞ւ և ի՞նչ սպասել: Ուսումնասիրելով ՀՀ ֆինանսական շուկան պատերազմական, ապա հետպատերազմական շրջանում, կարող ենք տանել մի քանի զուգահեռներ, մասնավորապես՝

1. Մինչ պատերազմի սկիզբն արդեն իսկ տնտեսության իրական հասվածում ակնհայտ էր անկումը՝ շարունակականության միտումով: Ճիշտ է, դա պայմանավորված էր կորոնավիրուսի համավարակով առաջացած ճգնաժամով, սակայն պատերազմական իրավիճակում դրա հետագա խորացման ռիսկերն ավելի են մեծանում:
2. Եվրոբռնդերի շուկան ցույց տվեց արտաքին աշխարհի վերաբերմունքը ՀՀ-ում առկա ռիսկերի նկատմամբ, ինչի հետևանքով պատերազմի սկզբին դրանց գներն անկում ապրեցին, իսկ պատերազմի վերջին՝ սկսեցին վերականգնվել: Ինչ վերաբերում է դրամային պետական պարտատոմսերին, ապա, ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության և ֆինանսական շուկայի խոշոր մասնակիցների սթափ վարքագծի շնորհիվ, այս ոլորտում հնարավոր եղավ խուսափել էական ցնցումներից՝ ֆինանսական շուկայում պահպանելով հարաբերական կայունություն: Սակայն, միաժամանակ, պետական պարտատոմսերի շուկայում եկամտաբերությունները հետպատերազմական շրջանում իրենց վրա կրում են առկա ներքաղաքական լարվածության և արտարժույթի շուկայի ռիսկերի ազդեցությունը:
3. Որոշակի անկում արձանագրվեց ավանդների ոլորտում, թեև վերջիններին արժութային կառուցվածքն էականորեն չի փոխվել: Վարկերի ուսումնա-

սիրությունը ցույց տվեց, որ տնտեսական անկման և պատերազմական ռիսկերի պայմաններում մի կողմից բանկերն իրենք են խուսափում տնտեսությունը վարկավորելուց, իսկ մյուս կողմից՝ տնտեսություն է խուսափում այս գործիքներից:

4. Արտարժույթի շուկան այս շրջանում ամենաէական ցնցումներ գրանցած հատվածն է, սակայն, շնորհիվ ԿԲ միջամտության, խուճապը հաղթահարվեց ու հնարավոր եղավ այստեղ որոշակի կայունություն հաստատել:
5. ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության և, ընդհանրապես, ֆինանսական շուկայի ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս ԿԲ քաղաքականության արդյունավետությունը, ինչի արդյունքում շուկան զերծ է մնում լարվածությունից, ինչպես նաև իրացվելիության հետ կապված ռիսկերից: Իհարկե, պետք է նշել նաև, որ հետագայում դրամավարկային քաղաքականությունն անպայմանորեն պետք է զուգորդվի տնտեսության իրական հատվածում և պահանջարկի ոլորտում որոշակի խթանող քաղաքականության հետ:

Ամփոփելով նշենք, որ ֆինանսական շուկայի հիմնական մասնակիցները գիտակցում են դրա կայունության անհրաժեշտությունը, և ինչպես ցույց են տալիս դիտարկումները, վերջիններս իրենց վարքագծով ամեն կերպ նպաստում են նման իրավիճակի հաստատմանը, այնուամենայնիվ, առանց ներքաղաքական կայունության ապահովման և կառավարության՝ արդյունավետ ու համակողմանի հակաճգնաժամային ծրագրի, անհնար կլինի հաղթահարել տնտեսության իրական հատվածի խորացող անկումն ու խուսափել ֆինանսական շուկայի ցնցումներից:

