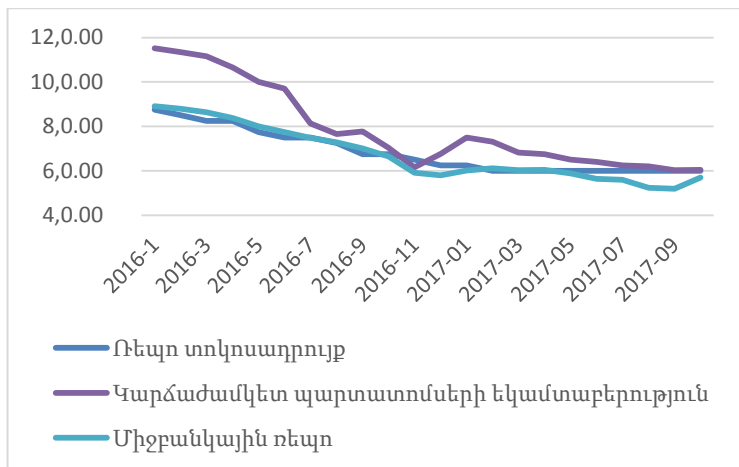


## Հայկազ Արամյան

### ՀՊՏՀ Ամբերդ հեղափոխական կենտրոնի փորձագետ

#### Ինչպե՞ս նվազեցնել ՀՀ ֆինանսական շուկայում կուտակվող ռիսկերը

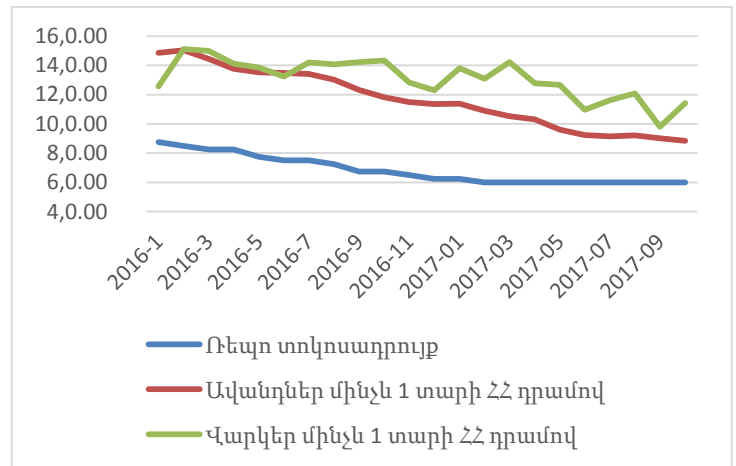
Արդեն մի քանի ամիս է, ինչ ֆինանսական ոլորտում չեն դադարում քննարկումները դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքների անփոփոխ մնալու շուրջ: Բանն այն է, որ ինֆլացիան ԿԲ նպատակային միջակայքից փոքր է, դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքները շարունակում են մնալ անփոփոխ, մինչդեռ ավանդների, պետական պարտատոմսերի և միջբանկային ռեպոյի տոկոսադրույքները շարունակ նվազում են, ինչի արդյունքում էլ դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքները շեղվում են շուկայական հավասարակշիռ տոկոսադրույքից:



Այսպես, ՀՀ կենտրոնական բանկը, ամբողջ 2016 թվականի ընթացքում շարունակ վարելով ընդլայնողական դրամավարկային քաղաքականություն, վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը 2016թ.հունվարի 8,75 % -ից 2016թ.Դեկտեմբերին հասցրեց մինչև 6,25 %-ի, որին համահունչ նվազեցին նաև ՀՀ ֆինանսական շուկայի մյուս

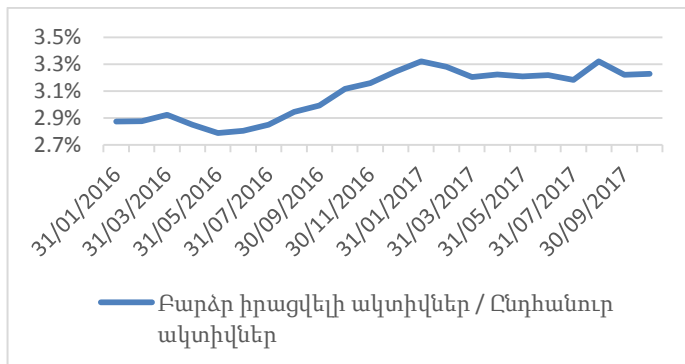
Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի նվազմանը զուգահեռ 2016-2017թթ. կարճաժամկետ պարտատոմսերի տոկոսադրույքը նվազեց 5,47%, միջբանկային ռեպո տոկոսադրույքը 3.21%, ավանդների տոկոսադրույքը 4,78%, մինչդեռ կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույքն ընդամենը 1,16% տոկոսով: Սա կարելի է հիմնավորել նրանով, որ առևտրային բանկերի մոտ կուտակված ազատ դրամական միջոցները փաստացիորեն վարկերի տեսքով չեն հոսում իրական տնտեսություն՝ պայմանավորված տնտեսության մեջ առկա ռիսկերով և այդ դրամական միջոցների նկատմամբ պահանջարկի կառուցվածքի անհամապատասխանությամբ: Սա խոսում է այն մասին, որ իրական տնտեսությունը իր զարգացման մակարդակով շարունակում է մի քանի անգամ հետ մնալ ՀՀ ֆինանսական, բանկային հատվածից:

Շուկայական տոկոսադրույքների անկման առկա պայմաններում, առաջին հայացքից թվում է, որ ՀՀ կենտրոնական բանկը պետք է գնա վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի հետագա նվազմանը, քանզի այն շեղվել է շուկայական հավասարակշիռ տոկոսադրույքից, որի արդյունքում նվազում է դրամավարակային քաղաքականության արդյունավետությունը:



Այնուամենայնիվ, կենտրոնական բանկը շարունակում է անփոփոխ պահել դեռևս 2017թ. փետրվարին սահմանած 6 % վերաֆինանսավորման դրույքաչափը, իսկ շուկայական տոկոսադրույքները շարունակում են իրենց անկումը՝ պատճառ դառնալով ՀՀ ֆինանսական համակարգում, մասնավորապես պետական պարտատոմսերի շուկայում մի շարք ռիսկերի կուտակման, այն է տոկոսադրույքների կտրուկ տատանումներ, ներդրումների «փախուստ» պետական պարտատոմսերից և արտարժույթով սպեկյատիվ գործարքների իրականացում:

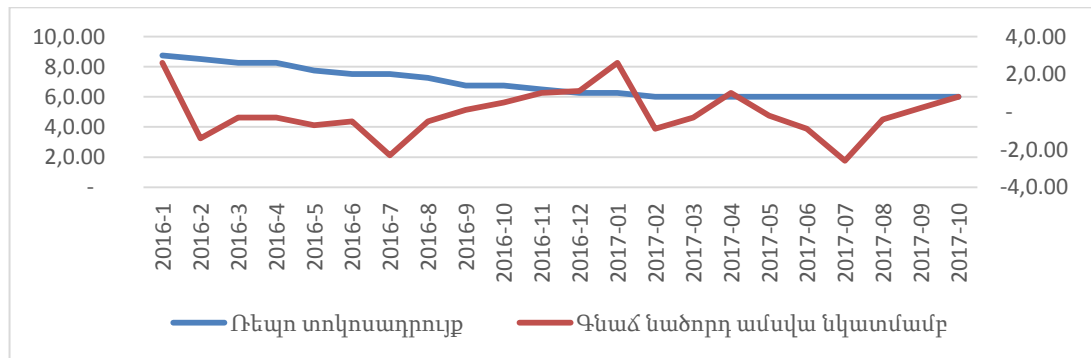
Ամեն բան, թերևս, սկսվեց նրանից, որ ՀՀ ԿԲ-ն որոշում կայացրեց ՀՀ առևտրային բանկերի ընդհանուր կապիտալի նորմատիվը 5 մլրդ ՀՀ դրամից բարձրացնել մինչև 30 մլրդ ՀՀ դրամ:



Փոփոխության արդյունքում ՀՀ առևտրային բանկերի մոտ կուտակվեց հսկայական իրացվելիություն, որը վարկերի տեսքով չի հոսում իրական տնտեսություն, այլ ներդրվում է պետական պարտատոմսերում՝ նպաստելով վերջիններիս տոկոսադրույքի շարունակ նվազմանը:

Արդյունքում, ձևավորվում է մի իրավիճակ, որը ձեռնտու է ՀՀ ֆինանսների նախարարության, երբ վերջինս կարողանում է ներգրավել համեմատաբար էժան ֆինանսական ռեսուրսներ: Միևնույն ժամանակ ՀՀ ԿԲ-ն ֆինանսական շուկայում անկայունությունը կանխելու նպատակով ցանկանում է ամեն կերպ «քաշել» կուտակված իրացվելիությունը, որը բացի պետական պարտատոմսերում ներդրվելուց, կարող է

հնարավորություն ընձեռել առևտրային բանկերին իրականացնել սպեկուլյացիաներ արտարժույթով, ինչն էլ կհանգեցնի դրամի արժեզրկմանը ու ինֆլյացիայի աճին: Իսկ ինֆլյացիան արդեն իսկ սկսում է աճել... Մասնավորապես ՀՀ ԿԲ նոյեմբերի 14-ի մամլո հաղորդագրությունում ասվում է՝ «2017թ. հոկտեմբերին արձանագրվել է 0,8% գնաճ՝ նախորդ տարվա նույն ամսվա 0,5%-ի դիմաց, որի պարագայում 12-ամսյա գնաճն ամսվա վերջի դրությամբ կազմել է 1,2%: Ընդ որում, շարունակվում է վերջին ամիսներին գրանցվող 12-ամսյա բնականոն գնաճի արագացումը, որը հուլիսի 0,7%-ից հոկտեմբերին հասել է 2,4%-ի: Արտաքին հատվածում շարունակվել են համաշխարհային տնտեսության աճի բարելավման միտումները, իսկ միջազգային ապրանքային շուկաներում պահպանվել են գնաճային երևույթները: Այս պարագայում արտաքին հատվածից ԿԲ խորհուրդն ակնկալում է արտաքին պահանջարկի վերականգնմանը զուգահեռ որոշակի գնաճային ազդեցություններ»: Այսպիսով, և ներքին և արտաքին միջավայրը նպաստում է հետագա գնաճային ազդեցությունների ձևավորմանը:



Այս պարագայում ՀՀ Կենտրոնական բանկն ունի մի քանի այլընտրանքներ ֆինանսական շուկայում կուտակված ռիսկերը նվազեցնելու և սպառնացող անկայունությունը կանխելու համար:

Առաջին տարբերակը վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի բարձրացումն է, որը կարծում ենք լավագույն լուծումը չէ ստեղծված իրավիճակում: Վերջինս քննարկվել էր նոյեմբերի 14-ին ՀՀ ԿԲ նիստում, ական, ինչպես և կարելի էր ակնկալել կենտրոնական բանկը չգնաց այդ քայլին, ինչը շուկայական տոկոսադրույքների ներկա պայմաններում կարող էր հանգեցնել ֆինանսական շուկայում անկայունությանը: Մասնավորապես ՀՀ ԿԲ մամլո հաղորդագրությունում ասվում է՝ «չնայած ԿԲ խորհուրդը գնահատում է գնաճային միջավայրի եւ գնաճային սպասումների որոշակի ընդլայնում, այնուամենայնիվ, դեռևս նպատակահարմար է գտնում պահպանել դրամավարկային ներկա խթանող պայմանները: Միևնույն ժամանակ, կանխատեսված զարգացումների ներքո առաջիկայում անհրաժեշտ կլինի դրամավարկային խթանող պայմանների աստիճանական չեզոքացում՝ միջնաժամկետ հատվածում

գնաճի նպատակի իրագործման համար»: Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վերանայման հաջորդ ամսաթիվը դեկտեմբերի 26-ն է, սակայն կարծում ենք, շուկայական տոկոսադրույքների անկման պայմանների տոկոսադրույքի բարձրացումը առավել խորքային խնդիրներ կառաջացնի ֆինանսական շուկայում:

Երկրորդ տարբերակը, որը և ներկայումս ակտիվորեն կիրառվում է ՀՀ ԿԲ-ի կողմից դրամական միջոցների ներգրավման սակարկությունների շրջանակներում իրացվելիության կրճատումն է: Այս գործիքի կիրառումը, պայմանավորված վերջինիս կարճաժամկետ բնույթով (ժամկետայնությունը 14 օր է), մասնակիորեն է միայն լուծում առկա խնդիրը:

Թերևս լավագույն տարբերակը, որը կարելի է կիրառել ՀՀ ԿԲ-ի կողմից պարտատոմսերի թողարկումն է, որն ի տարբերություն դրամական միջոցների ներգրավման գործիքի հնարավորություն կտա խնդիրը լուծել համեմատաբար ավելի երկար ժամանակահատվածում (կարող է թողարկվել 91 կամ 182 օր մարման ժամկետով)՝ շուկայից ժամանակավորապես դուրս բերելով կուտակված իրացվելիությունը, ինչը պայմանավորված հոկտեմբերի վերջին պետական պարտատոմսերի մեծ ծավալի մարումներով ավելի է մեծացել, քանի որ ֆինանսների նախարարությունը դրան զուգահեռ նոր տեղաբաշխումներ չարեց, իսկ 10 տարեկան պարտատոմսի վերջին տեղաբաշխումն էլ տոկոսադրույքների հետագա անկմանն հանգեցրեց:

Այնուամենայնիվ, ուսումնասիրվող ռիսկերը առավել խորքային բնույթ են կրում և նույնիսկ դուրս են ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության կարգավորման տիրույթից: ԿԲ-ն այդ խնդիրը կարող է լուծել միայն կարճաժամկետում, և հաշվի առնելով որ հաջորդ տարվանից կենսաթոշակային համակարգի պարտադիր բաղադրիչի ուժի մեջ մտնելու արդյունքում շուկա նոր գումարներ կհոսեն, կուտակված իրացվելիությունը էլ ավելի կմեծանա, եթե դրան զուգահեռ շուկայում նոր ֆինանսական գործիքներ չլինեն և դրանք չկլանվեն տնտեսության իրական հատվածի կողմից: Իսկ երկարաժամկետում խնդիրը լուծելու նպատակով անհրաժեշտ է կիրառել առավել համակարգային մոտեցում, որը կնպաստի տնտեսության զարգացմանը և կձևավորի պահանջարկի արդյունավետ կառուցվածք, որի արդյունքում կուտակված իրացվելիությունը ոչ թե կարիք կառաջանա «քաշելու» ՀՀ ԿԲ-ի կամ ֆինանսների նախարարության կողմից, այլ կկլանվի տնտեսության կողմից և նոր ֆոնդերի ձևավորման պահանջարկ կառաջացնի: