



ԱՂԳԱՅԻՆ ՄՐՑՈՒՆԱԿՈՒԹՅԱՆ ԵՎ ՄԻՋԱՂԳԱՅԻՆ ԱՅՄԱՆ ՀԵՏԱԳՐՈՑՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ

Համաշխարհային ֆինանսական շուկաների զարգացումները  
Ամսական տեսություն  
( Հունվար-Սեպտեմբեր 2018 թ)



Հարգելի այցելու,

ՀՊՏՀ «Ամբերդ» հետազոտական կենտրոնի կողմից ներկայացված Ֆինանսական շուկաների վիճակի և զարգացումների ամսական տեսությունը հրապարակվում է ամսական հաճախականությամբ և իրենից ներկայացնում է ՀՀ ֆինանսական շուկաներում իրականացված գործարքների ամփոփ վերլուծություն: Այն իր մեջ

պարունակում համաշխարհային ապրանքային և ֆինանսական շուկաներում տեղի ունեցած գործընթացների ու միտումների ամփոփ տեղեկատվություն. ՀՀ մակրոտնտեսական հիմնական ամսական ցուցանիշների դիտարկում. ՀՀ ԿԲ կողմից դրամավարկային քաղաքականության ընթացքում իրականացված գործառնությունների վերաբերյալ, ինչպես նաև պետական, կորպորատիվ արժեթղթերի շուկաների և միջբանկային շուկաներում կնքված գործարքների վերաբերյալ ամփոփ վերլուծություն:

ՀՊՏՀ «Ամբերդ» հետազոտական կենտրոնի կողմից համաշխարհային ֆինանսական շուկաների զարգացումների վերլուծության նպատակը այս շուկաներում տեղի ունեցող գործընթացները տեսանելի դաշտում պահելն ու դրանց ազդեցությունը ՀՀ եվրոպարտատոմսերի, ՀՀ ներքին ֆինանսական շուկայի և ընդհանրապես՝ երկրի մակրոտնտեսական վիճակի վրա հասկանալն է, ինչը, նկատի ունենալով ազդեցությունների լազային(ժամանակային առումով խզված) բնույթը, կարևոր է մեր տնտեսության համար ապագա զարգացումների կանխատեսման տեսանկյունից: Մյուս կողմից՝ համաշխարհային կապիտալի շուկաներում ներդրողներ են նաև ՀՀ սուբյեկտները(ԿԲ, կենսաթոշակային ֆոնդեր, այլ ինստիտուտներ և անհատներ), ինչը ևս կարևոր է դարձնում այստեղ ընթացող զարգացումների վերլուծությունը: Այս՝ ամսական պարբերականությամբ հրապարակվող տեսությունը ամփոփում է ՀՀ եվրոպարտատոմսերի, համաշխարհային ապրանքային(մետաղներ, էներգակիրներ, պարենային ապրանքներ), արժույթային(դոլարի ինդեքս, եվրո, ՌԴ ռուբլի) և կապիտալի(զարգացող և զարգացած երկրների ֆոնդային ինդեքսներ և պետական պարտատոմսերի եկամտաբերություններ) շուկաներում տեղի ունեցող զարգացումների վերլուծությունը: Ամսական տեսությունը հիմնվում է Investing.com հարթակի հրապարակած վիճակագրության վրա, իսկ վերլուծությունների հիմքում Reuters գործակալության տեղեկատվական ու վերլուծական հրապարակումներն են և սեփական դիտարկումները: ՀՀ սոցյալ տնտեսական վիճակի հետ կապված հիմնական ցուցանիշների ներկայացումը նպատակ ունի ներկայացնել ՀՀ տնտեսական ակտիվության, տնտեսության հիմնական ճյուղերի զարգացումների, սպառողական և արդյունաբերական գների ինդեքսների, արտաքին ապրանքաշրջանառության և բնակչության միջին ամսական աշխատավարձերի ընդհանուր միտումները, ինչը թույլ է տալիս գնահատել Ֆինանսական շուկաների վրա մակրոտնտեսական և սոցյալ-տնտեսական ընդհանուր վիճակի ազդեցությունները: ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության շրջանակներում ներկայացված են ԿԲ կողմից կիրառվող անուղղակի գործիքների կիրառումը, դրանց շրջանակներում իրականացված գործարքները, ինչպես նաև դրամական զանգվածի կառուցվածքը և դրանում իրականացվող փոփոխությունները: ՀՀ արտարժույթի շուկայի հետ կապված ներկայացված են ԱՄՆ դոլարի, եվրոյի, ՌԴ ռուբլու բորսայական, արտաբորսայական, ներբանկային և միջբանկային գործարքները, ինչպես նաև ՀՀ ԿԲ կողմից արտարժույթի շուկայում իրականացված գործառնությունները: Արժեթղթերի շուկայի վերլուծությունը բաղկացած է պետական և կորպորատիվ

արժեթղթերի շուկաների հետ կապված դիտարկումներից: Պետական պարտատոմսերի շուկայի հետ կապված ներկայացվում են առաջնային շուկայում դրանց տեղաբաշխումները, ՀՀ ֆինանսների նախարարության կողմից իրականացվող հետգնումները, բորսայական և արտաբորսայական շուկաներում կնքվող գործարքները, գործակալ բանկերի կողմից բորսայական գնանշումները, ինչպես նաև պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության կորերի փոփոխությունները: Կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի հետ կապված ներկայացվում են բորսայական և արտաբորսայական տեղաբաշխումները, բորսայական շուկայում կնքված գործարքները, դրանց շուկա ստեղծողների գնանշումները: Միջբանակային շուկայի վերլուծությունն իրենից ներկայացնում են միջբանակային վարկային, սվոփ և ռեպո շուկաների ամփոփ դիտարկումներ:

Ամբերդ հետազոտական կենտրոնի կողմից ֆինանսական շուկաների վիճակի և զարգացումների վերաբերյալ հրապարակվող ամփոփագրի տեղեկատվական հիմքերն են ՀՀ ֆինանսների նախարարության, ՀՀ Կենտրոնական Բանկի, ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայության, ՆԱՍԴԱՔ ՕԷՄԷՔՍ Արմենիա ԲԲԸ հրապարակումները և վիճակագրական աղբյուրների բազաները: Ձեզ ներկայացվող վիճակագրական աղյուսակների, գծապատկերների և ներկայացվող տվյալների մի մասը նշված մարմինների կողմից օրական կտրվածքով հրապարակվող տվյալների համախմբման արդյունք են:

Սույն վիճակագրական նյութերը, վերլուծությունները և դիտարկումները ՀՊՏՀ Ամբերդ հետազոտական կենտրոնի մտավոր սեփականությունն են և դրանցից օգտվելու դեպքում հղումը կենտրոնի կայքին պարտադիր է:



**«Ամբերդ» հետազոտական կենտրոն**

Երևան, Նալբանդյան 128, թիվ 3 մասնաշենք Հեռ.՝ (+37410) 593-479 Էլ. հասցե՝ [info@amberd.am](mailto:info@amberd.am)

## Բովանդակություն

Ամփոփ .....	5
1.Արժութային շուկա .....	6
2.Պետական պարտատոմսերի շուկա.....	12
2.1 Դոլարով արտահայտված պարտատոմսեր .....	12
2.2 Ազգային արժույթով արտահայտված պարտատոմսեր.....	14

## Ամփոփ

Դոլար/դրամ փոխարժեքի դինամիկան 2017թ-ի հունիսից 2018թ սեպտեմբեր ընկած ժամանակահատվածում պայմանավորված է եղել միջազգային շուկայում ԱՄՆ դոլարի դիրքերով, սեզոնային և այլ ներքին գործոններով, ՀՀ ԿԲ արժույթային ինտերվենցիաներով: Միջազգային շուկաներին համահունչ եվրոյի քրոսս փոխարժեքը հայաստանյան շուկայում մինչև 2018թ-ի փետրվար արժևորվել է, իսկ փետրվարից սկսել արժեզրկվել մինչև օգոստոսի սկիզբ, իսկ օգոստոսի մնացած ժամանակահատվածում և սեպտեմբերին եվրոն որոշակի աճ է գրանցել: Ռուսական ռուբլին մինչև 2018թ փետրվար աճի ընդհանուր միտում է ունեցել, սակայն ապրիլին կտրուկ արժեզրկվել է, ինչը շարունակվել է մինչև օգոստոս, իսկ սեպտեմբերին նորից արժևորվել է՝ պայմանավորված հիմնականում նավթի գնի աճով:

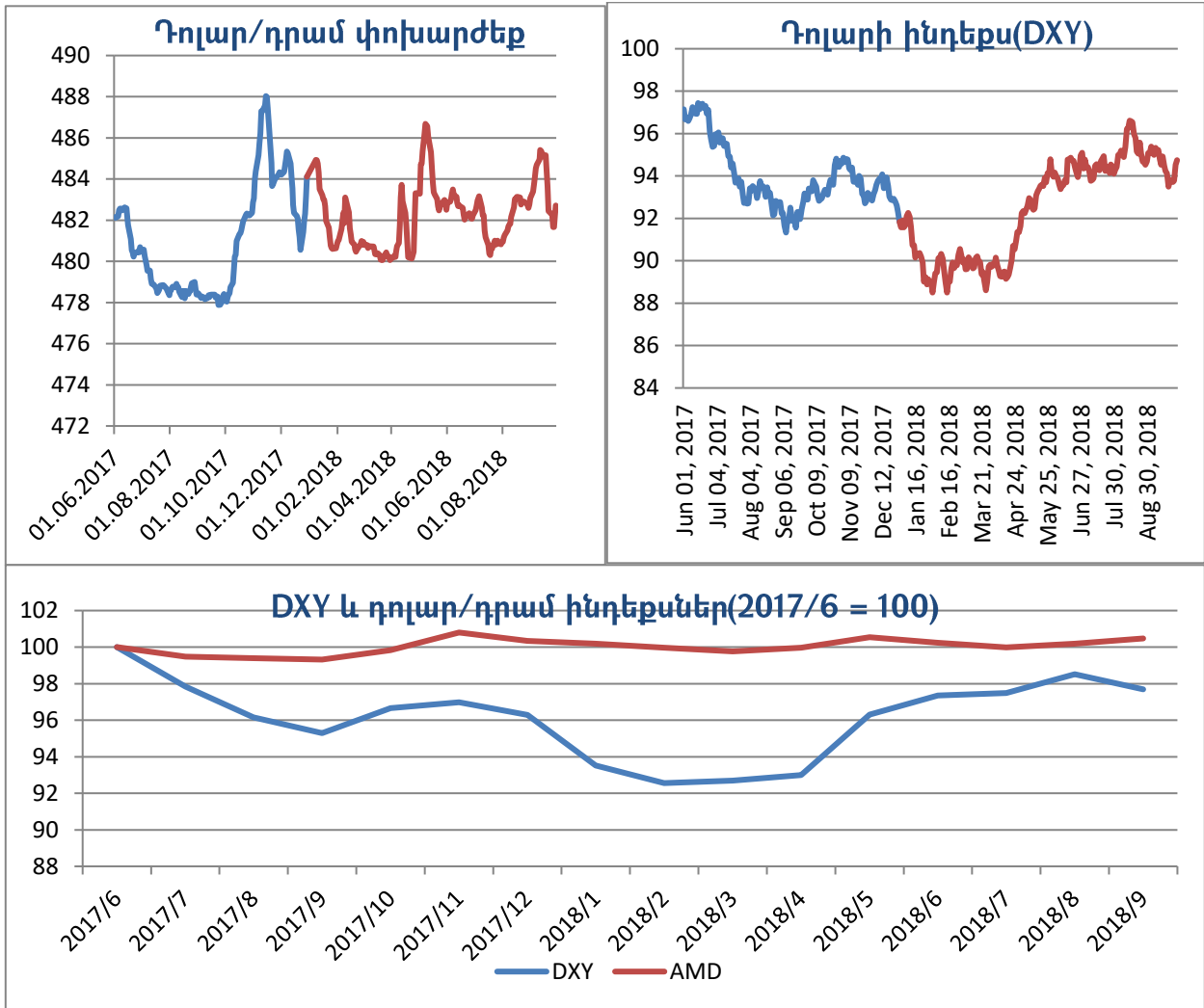
ՀՀ եվրոպարտատոմսերի եկամտաբերությունները 2017թ-ին նվազման միտումներ են ունեցել զարգացող երկրների արտարժույթային պարտատոմսերի եկամտաբերությունների նվազման ֆոնին: 2018թ-ի սկզբից եկամտաբերությունները աճել են՝ ինչպես համաշխարհային շուկայում, այնպես էլ ՀՀ եվրոպարտատոմսերի համար: Միևնույն ժամանակ, ՀՀ երկրի դիսկի պարզևավճարը աճի միտում է դրսևորել 2018թ-ին՝ պայմանավորված զարգացող երկրներում և ՀՀ-ում տեղի ունեցող զարգացումներով:

Սեփական արժույթով արտահայտված ՀՀ և ՌԴ պետական պարտատոմսերի միջև սփրեդը նվազման ընդհանուր միտում է ունեցել՝ պայմանավորված ինչպես ՀՀ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների նվազմամբ, այնպես էլ ՌԴ պարտատոմսերի եկամտաբերությունների կտրուկ աճով:

## 1. Արժույթային շուկա

**ԱՄՆ դոլարը 2017թ-ի կեսից մինչև 2018թ հունվար թուլացրել է դիրքերը հիմնական արժույթների նկատմամբ, այնուհետև սկսել արժևորվել մինչև օգոստոսի սկիզբ:** Օգոստոս-սեպտեմբեր ամիսներին դոլարը միջազգային շուկայում արժեզրկվում էր՝ չնայած ԴՊՀ կողմից տոկոսադրույքի տարվա մեջ երրորդ անգամյա բարձրացմանը մինչև 2.25 տոկոսի: Այս դինամիկան պայմանավորված էր առևտրային պատերազմներով, ԱՄՆ-ում սպասվածից ցածր ինֆլյացիայի ցուցանիշի հրապարակմամբ, ինչպես նաև ԵԿԲ կողմից քաղաքականության ուղղության փոփոխման վերաբերյալ տված ազդակներով:

**Պատկեր 1 ԱՄՆ դոլարի ինդեքսը, ՀՀ դրամի փոխարժեքը, դոլարի և դրամի ինդեքսներն ու դրամավարկային քաղաքականության ազդակները շուկային**



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ, Investing.com և հեղինակի հաշվարկներ

Մինչև 2018թ-ի հուլիս գլոբալ արժույթը արժեզրկվում էր՝ պայմանավորված համաշխարհային տնտեսությունում աճի հեռանկարների բարելավմամբ, ԵԿԲ կողմից քաղաքականության սպասվող նորմալացմամբ և ապա՝ կոշտացմամբ, այլ երկրներում տոկոսադրույքների սպասվող բարձրացումներով և ազգային արժույթների վերագնահատումներով:

Չնայած այդ ժամանակահատվածում ԱՄՆ դաշնային պահուստային համակարգը 4 անգամ դրական իմպուլս է տվել արժույթին տոկոսադրույքների բարձրացման ձևով, առաջին երկուսի ազդեցությունը դուրսի վրա տեսանելի չէ՝ պայմանավորված շուկայի կողմից դրամավարկային կարգավորողի գործողությունների ամբողջությամբ սպասված լինելու հանգամանքով: Սակայն 2018թ-ի ապրիլից մինչև օգոստոս դուրսը արժևորվել է՝ իր վրա կրելով ԱՄՆ-ում և եվրոգոտում դրամավարկային քաղաքականությունների դիվերգենցիայի (հակամետ ուղղությունների) ազդեցությունները:

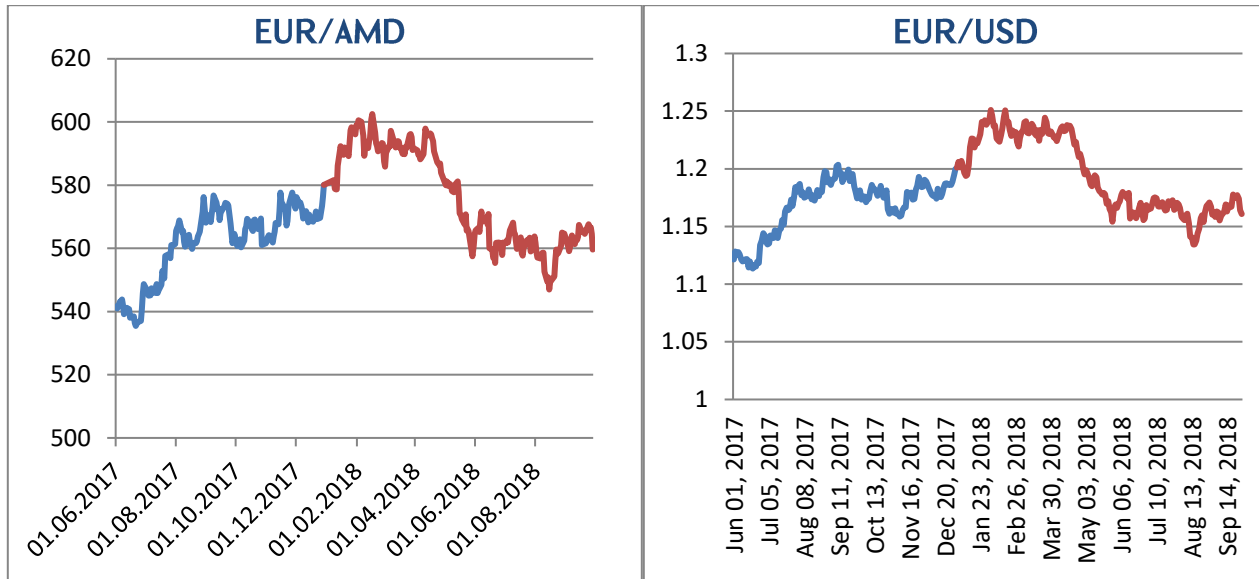
**Դուրսի ինդեքսի այս դինամիկան իր ազդեցությունն է ունեցել դուրս/դրամ փոխարժեքի վրա, որը դիտարկվող ժամանակահատվածում ընդգծված սեզոնայնություն է դրսևորել, ինչպես նաև ուղղորդվել է ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության իմպուլսներից՝ արժույթային ինտերվենցիաների տեսքով: ՀՀ դրամը սեզոնային գործոններով պայմանավորված կտրուկ արժեզրկվել է 2017թ-ի հոկտեմբեր-նոյեմբեր ամիսներին, իսկ 2018թ-ի առաջին եռամսյակում վերականգնվել է: ՀՀ ԿԲ-ն ամբողջ ժամանակահատվածում դրամի միտումներին հակառակ ուղղությամբ իմպուլսներ է տվել, այսինքն՝ շուկայից դուրս է գնել: 2017թ-ի հունիս – 2018թ օգոստոս ժամանակահատվածում ԿԲ-ն, ընդհանուր առմամբ, շուկայից գնել է 176 մլն դուրս, իսկ վաճառել՝ 17 մլն դուրս:**

**Դրամի փոխարժեքը արժեզրկման միտում է ունեցել նաև 2018թ-ի մարտ-ապրիլ ամիսներին՝ պայմանավորված դուրսի արժևորման միտումներով և Հայաստանում տեղի ունեցող քաղաքական իրադարձություններով, իսկ առաջինի դանդաղման և երկրորդի հանգուցալուծման պայմաններում կայունացավ արդեն մայիսի վերջին:**

2017թ-ի ընթացքում եվրոյի դիրքերի զգալիորեն ամրապնդվեցին՝ շարունակվելով տրենդը նաև 2018թ-ի հունվարին, սակայն ապրիլից մինչև օգոստոսի սկիզբ եվրոյի դիրքերը թուլացան, իսկ արդեն օգոստոս-սեպտեմբեր ամիսներին՝ փոքր ինչ վերականգնվեցին: Այս դինամիկան արտացոլվեց եվրո/դրամ քրոսս փոխարժեքի վրա:



**Պատկեր 2 Եվրոյի դինամիկան ՀՀ դրամի և ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ**



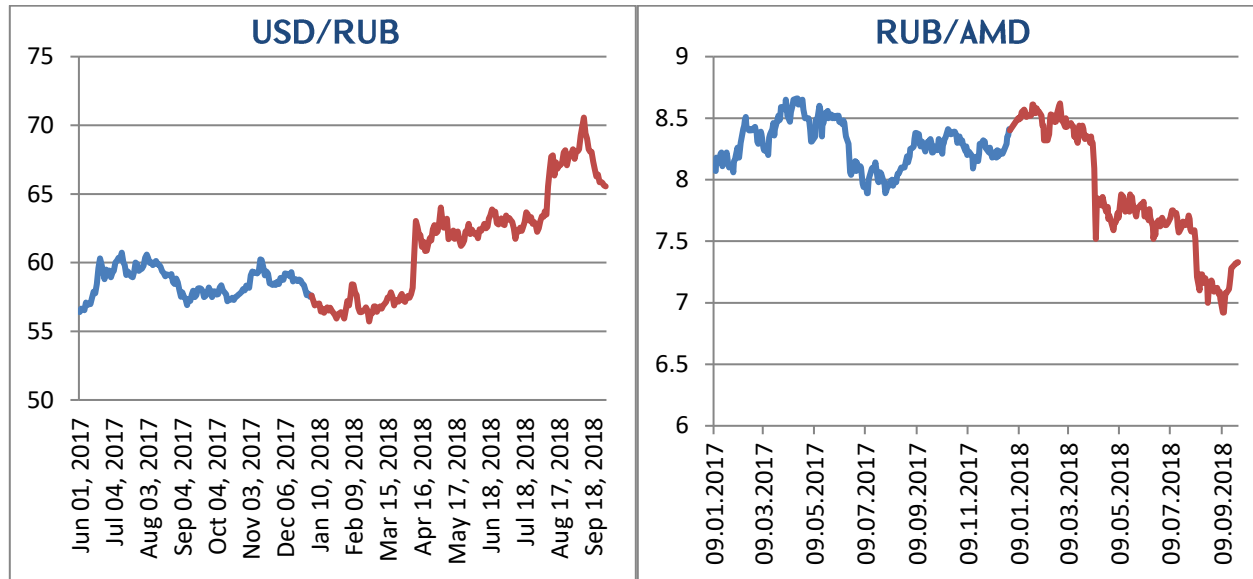
Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ և Investing.com

Եվրոյի ամրապնդումը արդյունք էր ԱՄՆ և ԵՄ շուկաների միջև կոնվերգենցիայի. եվրոգոտում գնաճը և տնտեսական աճն արգանում էին, ԵԿԲ-ն ազդակներ էր տալիս շուկային տոկոսադրույքների սպասվող աստիճանական բարձրացման մասին, իսկ ԴՊՀ-ի կողմից քաղաքականության կոշտացումը, թվում էր, այդքան էլ արագ չի ընթանում: Սակայն ապրիլին ԴՊՀ-ն ազդակներ տվեց ավելի արագ բարձրացման մասին, իսկ եվրոգոտուց համաչափ դրական ազդակներ շուկան չստացավ: Սրան մայիսին գումարվեց նաև եվրոգոտում առաջացած քաղաքական խնդիրը(քաղաքական ճգնաժամ Իտալիայում), որի արդյունքում էլ եվրոն կտրուկ անկում ապրեց մինչև հուլիս:

Օգոստոս-սեպտեմբեր դոլարի վրա սկսեցին բացասական ազդել առևտրային պատերազմները, սպասվածից ցածր ինֆլյացիան, ինչպես նաև ԵԿԲ հատարարությունները քաղաքականության ուղղության փոփոխման ժամկետների մասին:

2017թ-ի ընթացքում և մինչև 2018թ-ի փետրվար ռուսական ռուբլին ընդհանուր արժևորման միտում է ունեցել, իսկ ապրիլից՝ կտրուկ անկում ապրել՝ նույնակերպ դինամիկա հաղորդելով ռուբլի/դրամ քրոսս փոխարժեքին: Սեպտեմբերին ռուբլին փոքր ինչ ամրապնդել է դիրքերը:

Պատկեր 3 Դոլար/ռուբլի և ռուբլի/դրամ փոխարժեքների դինամիկան



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ և Investing.com

2017թ-ի ընթացքում ռուբլու արժևորումը պայմանավորված էր նախ՝ նավթի գնի աճով, ապա՝ ռուսական և զարգացած շուկաների միջև առկա **իրական եկամտաբերությունների բարձր դիֆերենցիալով**, որը գրավիչ է carry trade գործարքների համար: Սա բխում էր նաև ՌԴ կենտրոնական բանկի կողմից վարվող կոշտ քաղաքականությունից՝ հաղթահարելու բարձր ինֆլյացիան (չնայած ՌԴ ԿԲ-ն նվազեցնում էր տոկոսադրույքը, սակայն այն համեմատության մեջ աշխարհում ամենաբարձրերից էր. 2017թ-ի հունիսին 9%, 2018թ հունիսին՝ 7.25%): Ընդ որում, արժեզրկումը տեղի էր ունենում այն պայմաններում, երբ ՌԴ ֆինանսների նախարարությունը յուրաքանչյուր ամիս արտարժույթ էր գնում շուկայից՝ նավթի բարձր գնի շնորհիվ(երբ նավթի գինը բարձր է 40\$-

ից, ՌԴ ֆիննախը գնում է շուկայից, իսկ երբ ցածր է՝ վաճառում է շուկային արտարժույթ): Սակայն 2018թ-ի ապրիլին ԱՄՆ կողմից ՌԴ նկատմամբ նոր պատժամիջոցների վերաբերյալ տեղեկատվությունը շուկա առաջացրեց շուկայում՝ հանգեցնելով ռուբլու կտրուկ արժեզրկմանը, ինչը շարունակվեց մինչև օգոստոս: Սեպտեմբեր ամսին արդեն ռուբլին որոշ չափով վերականգվեց՝ պայմանավորված երեք գործոններով: Ամենակարևոր գործոնը նավթի գնի աճն է մինչև 80 դոլարի, որից բացի ռուբլու արժևորմանը նպաստել են ՌԴ ԿԲ որոշումը դադարեցնել արտարժույթի շուկայից արտարժույթի գնումները, ինչպես նաև դոլարի դիրքերի թուլացումը միջազգային շուկայում:

## 2. Պետական պարտատոմսերի շուկա

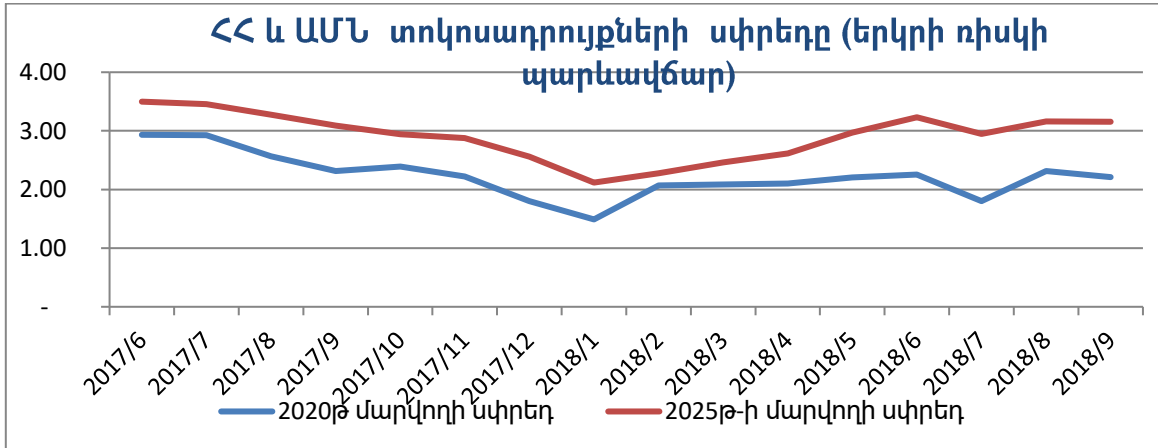
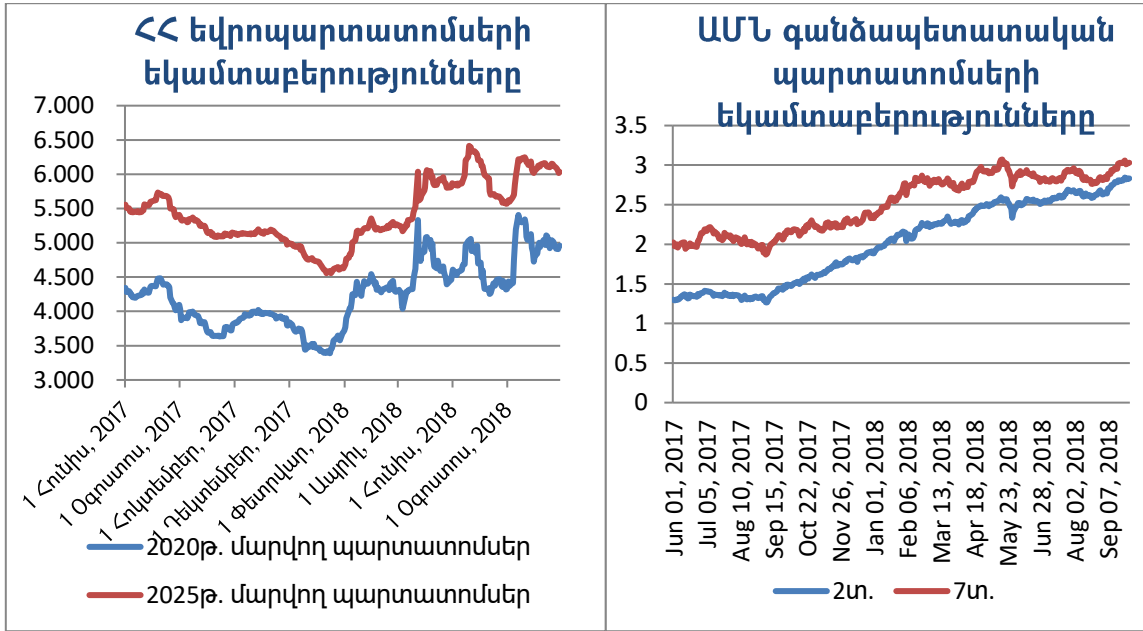
### 2.1 Դոլարով արտահայտված պարտատոմսեր

ԱՄՆ գանձապետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքները 2017թ հունիս – 2018թ սեպտեմբեր ընկած ժամանակահատվածում աճի, իսկ միջազգային շուկայում ՀՀ կողմից թողարկված՝ դոլարով արտահայտված պարտատոմսերի եկամտաբերությունները նախ նվազման, ապա՝ աճման միտում են ունեցել:

ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների ձևավորած աճի միտումը պայմանավորված է ԴՊՀ կողմից վարվող կոշտացման քաղաքականությամբ, որի շրջանակներում դիտարկվող ժամանակահատվածում 5 անգամ, ընդհանուր առմամբ՝ 1.25 տոկոսային կետով տոկոսադրույքի բարձրացումը գրեթե նույն չափով բարձրացրել է ինչպես 2, այնպես էլ 7 տարի ժամկետայնությամբ (ՀՀ եվրոպարտատոմսերի հետ համադրելի) շուկայական տոկոսադրույքները:

ՀՀ եվրոպարտատոմսերի եկամտաբերությունները 2017թ-ի հունիսից մինչև դեկտեմբերի նվազման միտում են ունեցել՝ պայմանավորված երկրում առկա ֆինանսական և հարկաբյուջետային կայունությամբ, և որպես արդյունք՝ միջազգային վարկանշավորողների կողմից տրված «կայուն» հեռանկարով վարկանիշներով:

**Պատկեր 4 ԱՄՆ գանձապետական պարտատոմսերի և ՀՀ եվրոպարտատոմսերի եկամտաբերությունները և ՀՀ երկրի ռիսկը**



Աղբյուրը՝ ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, Investing.com և հեղինակի հաշվարկներ

ՀՀ եվրոպարտատոմսերի եկամտաբերությունները սկսեցին կտրուկ աճել 2018թ-ի հունվարից՝ մի կողմից պայմանավորված զարգացած երկրներում, այդ թվում՝ ԱՄՆ-ում տոկոսադրույքների աճով, մյուս կողմից՝ զարգացող երկրներում կուտակվող տնտեսական ռիսկերով: ՀՀ և ԱՄՆ տոկոսադրույքների սփրեդի աճը 2018թ-ի ընթացքում համահունչ է եղել զարգացող երկրների եվրոբոնդների եկամտաբերությունների դինամիկային: Այսինքն, սփրեդների աճը բոլոր զարգացող երկրներին բնորոշ միտում է, և այս առումով Հայաստանը արտացոլում է միջազգային շուկաների զարգացումները:

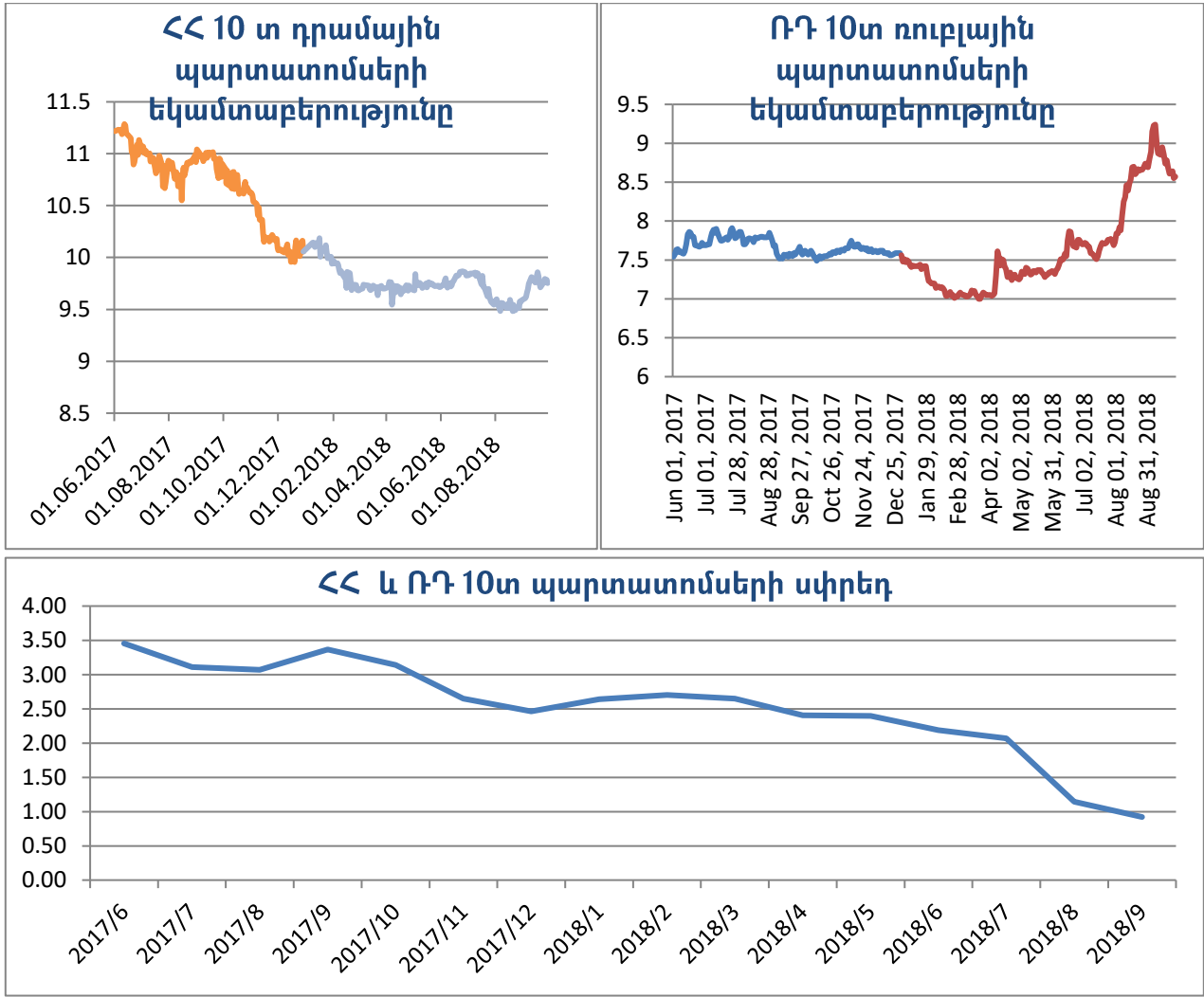
**Արդյունքում՝ ՀՀ և ԱՄՆ տոկոսադրույքների սփրեդը, որն, ըստ էության, հանդիսանում է Հայաստանի երկրի ռիսկի ինդիկատոր, կրկին բարձրացավ՝ 2025թ-ին մարվող պարտատոմսերի համար գերազանցելով 3 տոկոսային կետը:**

## 2.2 Ազգային արժույթով արտահայտված պարտատոմսեր

**ՌԴ ռուբլով արտահայտված պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունները նվազման միտումներ են ունեցել 2017թ հունիսից մինչև 2018թ մարտ, ապա կտրուկ աճել ապրիլից մինչև օգոստոս ամիսներին, իսկ սեպտեմբերին էականորեն նվազել:**

Եկամտաբերությունների նվազումը պայմանավորված է եղել ՌԴ ԿԲ կողմից տոկոսադրույքների նվազեցմամբ, ընդհանուր առմամբ՝ 1.75 տոկոսային կետով: Եկամտաբերությունները կտրուկ աճը ապրիլից պայմանավորված է եղել ՌԴ նկատմամբ ԱՄՆ պատժամիջոցների նոր փաթեթով և ռուբլու արժեզրկմամբ:

Պատկեր 5 ՀՀ և ՌԴ 10տ պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայի եկամտաբերությունները և սփրեղը



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, Investing.com և հեղինակի հաշվարկներ

ՀՀ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունները դիտարկվող ժամանակահատվածում նվազման միտում են ունեցել՝ պայմանավորված ԿԲ կողմից տոկոսադրույքների նվազեցման լազային ազդեցություններով և բանկային համակարգում առկա ավելցուկային իրացվելիությամբ: Արդյունքում ՀՀ և ՌԴ պարտատոմսերի միջև սփրեդը նվազման միտում է ունեցել՝ 3.5 տոկոսային կետից նվազելով 1 տոկոսային կետից ցածր արդեն օգոստոսին: