



Համաշխարհային ֆինանսական շուկաները և Հայաստանը
2018թ-ի առաջին կիսամյակի վերլուծություն

Համաշխարհային ֆինանսական և արժութային շուկաները ներկայումս իրենցից ներկայացնում են բարդ և դինամիկ փոփոխվող միջավայր, որի զարգացումները ցանկացած երկրի, այդ թվում՝ Հայաստանի տնտեսության վրա իրենց ազդեցությունն են ունենում տարբեր փոխանցումային մեխանիզմներով: Այս վերլուծության շրջանակներում մենք ուսումնասիրում ենք արժութային և պետական պարտատոմսերի միջազգային շուկաների զարգացումները և դրանց ազդեցությունը հայաստանյան շուկաների վրա: Վերլուծականում կատարված դիտարկումները ակտուալ են ՀՀ դրամի փոխարժեքի և շուկայական տոկոսադրույքների միտումները հասկանալու տեսանկյունից, և հետաքրքրական ինչպես տնտեսական քաղաքականություն մշակողների, այնպես էլ ֆինանսական շուկաների մասնակիցների համար:

Վերլուծությունների համար աղբյուր են ծառայել ՀՀ կենտրոնական բանկի և ՀՀ ֆինանսների նախարարության հրապարակած վիճակագրությունը, Investing.com տեղեկատվական հարթակում զետեղված գնանշումները, Bloomberg, CNN, Reuters գործակալությունների ներկայացրած տեղեկատվությունն ու վերլուծությունները: Սույն ամփոփագրում հրապարակված 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

Բովանդակություն

Ամփոփ տեսություն	4
1. Արժույթային շուկա.....	5
2. Պետական պարտատոմսերի շուկա	9
2.1 Դոլարով արտահայտված պարտատոմսեր.....	9
2.2 Ազգային արժույթով արտահայտված պարտատոմսեր	12

Ամփոփ տեսություն

Դոլար/դրամ փոխարժեքի դինամիկան 2017թ-ի հունիսից 2018թ հունիսն ընկած ժամանակահատվածում պայմանավորված է եղել միջազգային շուկայում ԱՄՆ դոլարի դիրքերով, սեզոնային և այլ ներքին գործոններով, ՀՀ ԿԲ արժույթային ինտերվենցիաներով: ԿԲ-ն դիտարկվող ժամանակահատվածում փորձել է զսպել դրամի արժևորման ճնշումները՝ շուկայից դոլար գնելով: Միջազգային շուկաներին համահունչ եվրոյի քրոսս փոխարժեքը հայաստանյան շուկայում մինչև 2018թ-ի փետրվար արժևորվել է, իսկ փետրվարից սկսած սկսել արժեզրկվել: Ռուսական ռուբլին մինչև 2018թ ապրիլ աճի ընդհանուր միտում է ունեցել, սակայն ապրիլին կտրուկ արժեզրկվել է:

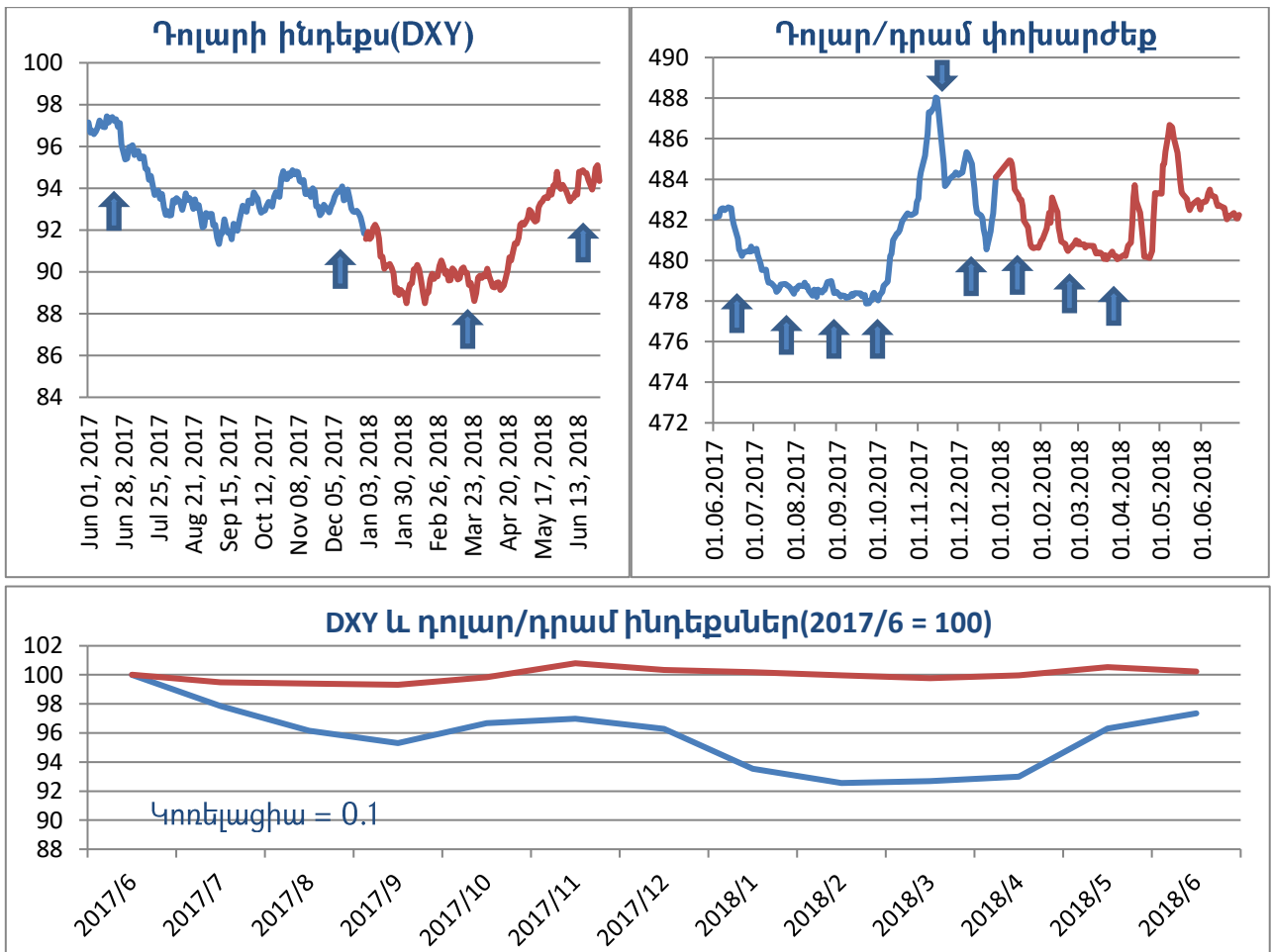
ՀՀ եվրոպարտատոմսերի եկամտաբերությունները 2017թ-ին նվազման միտումներ են ունեցել Հայաստանյան բարենպաստ պայմանների շնորհիվ՝ չնայած համաշխարհային տոկոսադրույքների աճի տենդենցներին: 2018թ-ից եկամտաբերությունները աճել են՝ ինչպես համաշխարհային շուկայում, այնպես էլ ՀՀ եվրոպարտատոմսերի համար: Միևնույն ժամանակ, ՀՀ երկրի դիսկը աճի միտում է դրսևորել 2018թ-ին՝ պայմանավորված տարածաշրջանում և ՀՀ-ում տեղի ունեցող զարգացումներով:

Սեփական արժույթով արտահայտված ՀՀ և ՌԴ պետական պարտատոմսերի միջև սփրեդը նվազման ընդհանուր միտում է ունեցել՝ հիմնականում պայմանավորված ՀՀ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների նվազմամբ:

1. Արժույթային շուկա

ԱՄՆ դոլարը 2017թ-ի կեսից մինչև 2018թ մարտ թուլացրել է դիրքերը հիմնական արժույթների նկատմամբ, այնուհետև սկսել արժևորվել: Դիտարկվող առաջին ժամանակահատվածում գլոբալ արժույթը ուժեղ ճնշում էր զգում՝ պայմանավորված համաշխարհային տնտեսությունում աճի հեռանկարների բարելավմամբ, ԵԿԲ կողմից քաղաքականության սպասվող նորմալացմամբ և ապա՝ կոշտացմամբ, այլ երկրներում տոկոսադրույքների սպասվող բարձրացումներով և ազգային արժույթների վերագնահատումներով:

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

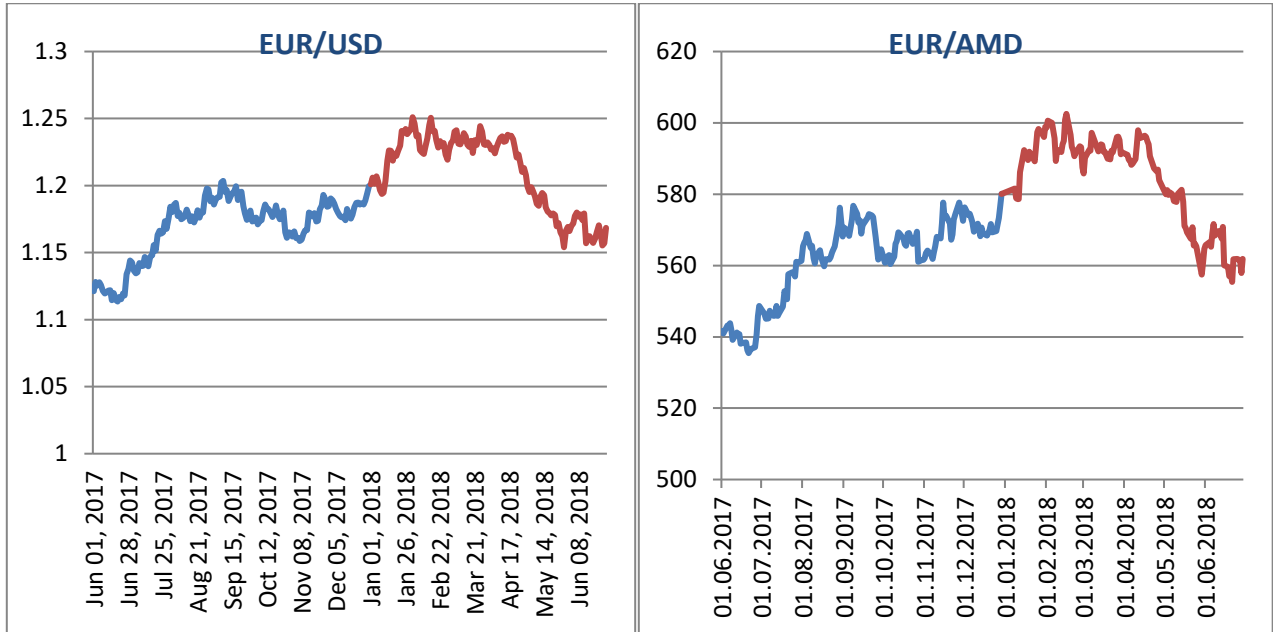
Չնայած այդ ժամանակահատվածում ԱՄՆ դաշնային պահուստային համակարգը 4 անգամ դրական իմպուլս է տվել արժույթին տոկոսադրույքների բարձրացման ձևով, առաջին երկուսի ազդեցությունը դուլարի վրա տեսանելի չէ՝ պայմանավորված շուկայի կողմից դրամավարկային կարգավորողի գործողությունների ամբողջությամբ սպասված լինելու հանգամանքով: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

Դուլարի ինդեքսի այս դինամիկան իր ազդեցությունն է ունեցել դուլար/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 դուլար է գնել: 2017թ-ի հունիս – 2018թ մարտ ժամանակահատվածում ԿԲ-ն, ընդհանուր առմամբ, շուկայից գնել է 169 600 դուլար, իսկ վաճառել ընդամենը մեկ անգամ՝ 7 000 դուլար:

Դրամի փոխարժեքը արժեզրկման միտում է ունեցել նաև 2018թ-ի մարտ-ապրիլ ամիսներին՝ պայմանավորված դուլարի 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 ապրիլ մայիս ամիսներին եվրոն կտրուկ անկում ապրեց, ինչը հայելային կերպով արտացոլվեց եվրո/դրամ քրոսս փոխարժեքի վրա:

Պատկեր 2 Եվրոյի դինամիկան ԱՄՆ դոլարի և ՀՀ դրամի նկատմամբ

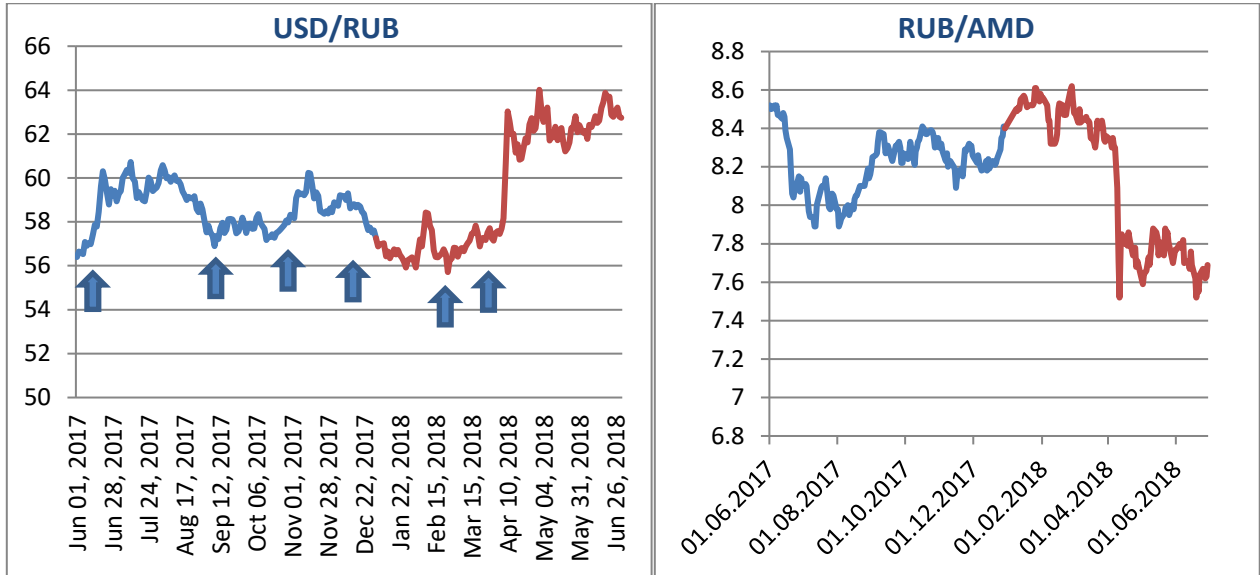


Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ և Investing.com

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:

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

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 ամենաբարձրեցրից 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 ֆինանսները 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:

2. Պետական պարտատոմսերի շուկա

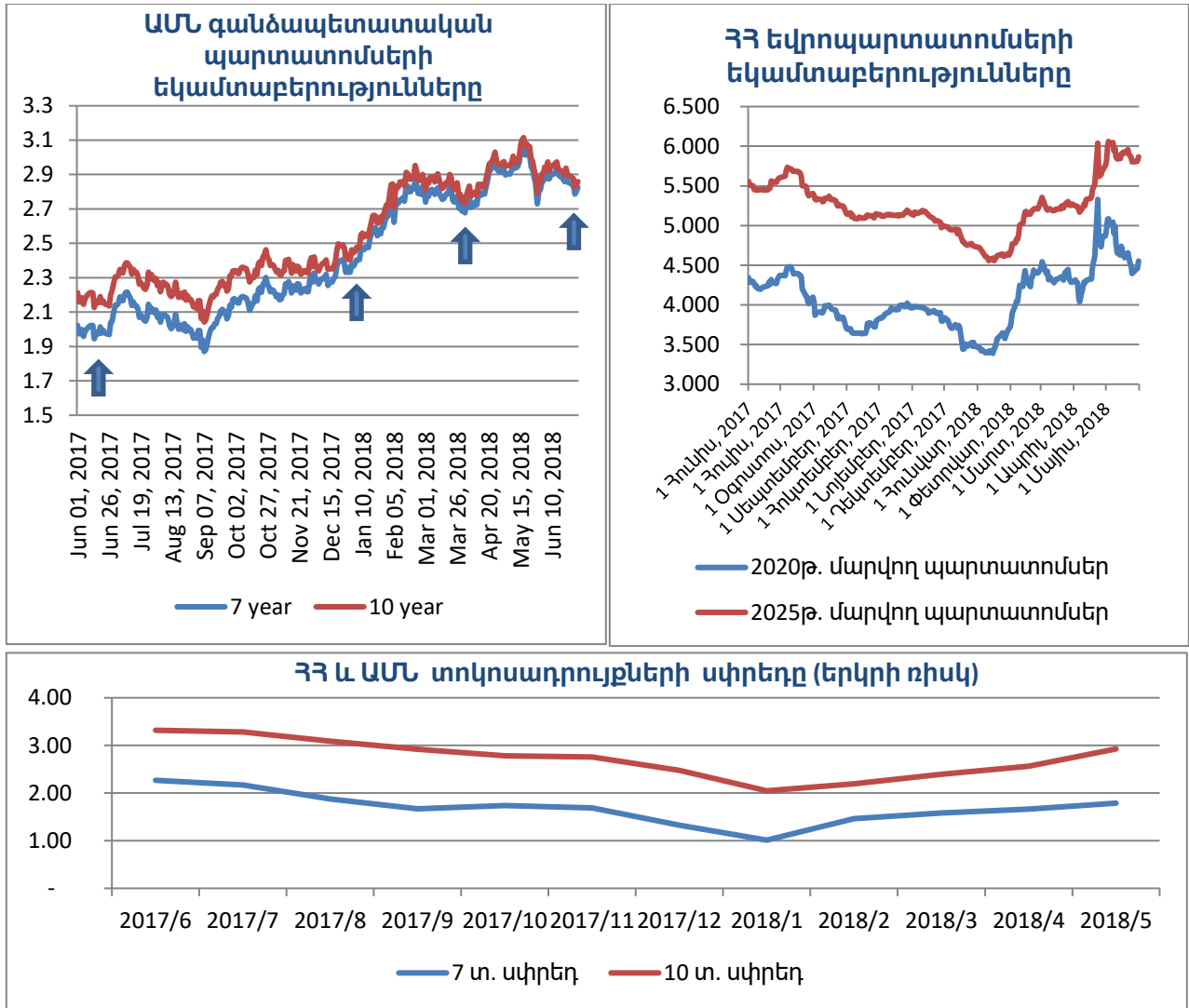
2.1 Դոլարով արտահայտված պարտատոմսեր

ԱՄՆ գանձապետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքները 2017թ հունիս – 2018թ հունիսն ընկած ժամանակահատվածում աճի միտում է ունեցել, 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 4 անգամ, ընդհանուր առմամբ՝ 1 տոկոսային կետով տոկոսադրույքի բարձրացումը գրեթե նույն չափով բարձրացրել է ինչպես 10, այնպես էլ 7 տարի ժամկետայնությամբ 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՝ տարածաշրջանում առկա տնտեսական ռիսկերով, որոնք, փաստորեն, շուկայի մասնակիցների կողմից գնահատվում էին որպես Հայաստան փոխանցման հավանականություն ունեցող(մասնավորապես, խոսքը Թուրքիայում արժութային ճգնաժամի մասին է, որը իր ազդեցությունն է ունեցել Վրաստանի և Ադրբեջանի եվրոպարտատոմսերի եկամտաբերությունների վրա): Մյուս կողմից՝ ՀՀ եվրոպարտատոմսերի եկամտաբերությունների վրա կտրուկ ազդեցություն ունեցան նաև ՀՀ-ում ապրիլ-մայիս ամիսներին ծավալվող քաղաքական

իրադարձությունները, որոնք, նախ, կտրուկ բարձրացրին եկամտաբերությունները, ապա իրավիճակի հանգուցալուծման հետ հետ վերադարձրին գրեթե նախկին մակարդակներին՝ հաղորդելով կտրուկ տատանողականություն:

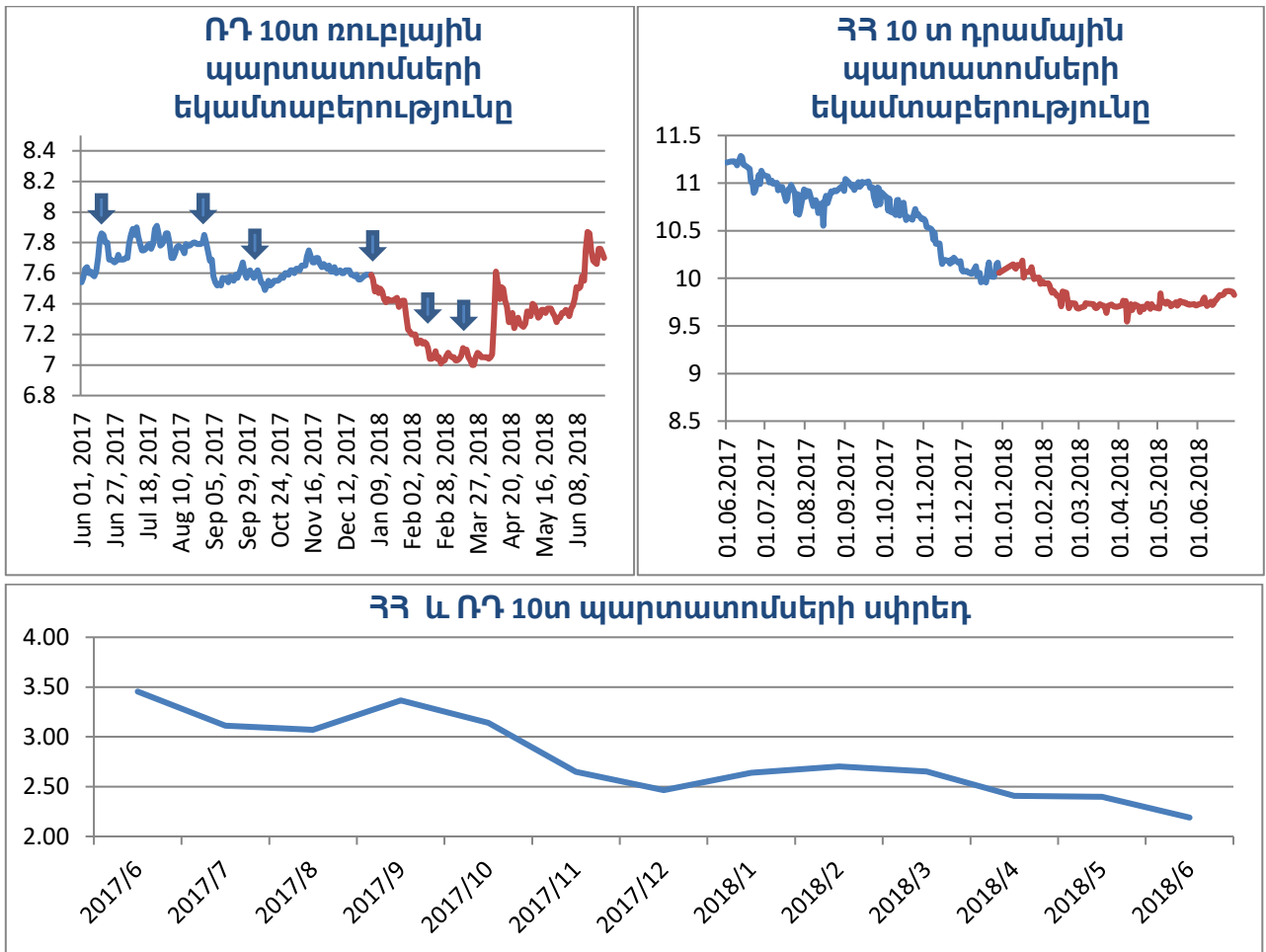
Արդյունքում՝ ՀՀ և ԱՄՆ տոկոսադրույքների սփրեղը, որն, ըստ էության, հանդիսանում է Հայաստանի երկրի ռիսկի ինդիկատոր, կրկին բարձրացավ՝ 10 տարվա պարտատոմսերի համար հասնելով գրեթե 3 տոկոսի:

2.2 Ազգային արժույթով արտահայտված պարտատոմսեր

ՌԴ ռուբլով արտահայտված պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունները նվազման միտումներ են ունեցել 2017թ հունիսից մինչև 2018թ մարտ, ապա կտրուկ աճել ապրիլին և հունիսին:

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

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



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 մոտենալով 2 տոկոսային կետի: