




Էդգար ԱՂԱԲԵԿՅԱՆ

Տնտեսագիտության
թեկնածու, դոցենտ

2004 թ. ավարտել է ՀՊՏՀ-ն
և ընդունվել ասպիրանտուրա:
2007 թ. ստացել է փնտեսագի-
տության թեկնածուի գիտական
աստիճան և աշխատանքի ան-
ցել ՀՊՏՀ արժեթղթերի շուկա-
յի (այժմ՝ ֆինանսների) ամբիո-
նում, սկզբում՝ որպես ասիս-
տենտ, ապա դոցենտ: Հեղինակ
է մի շարք գիտական հրապա-
րակումների և հեղափոխություն-
ների:

 <https://orcid.org/0000-0002-4194-5495>

**ՊԱՏԵՐԱԶՄ ՈՒ ՊԱՏԺԱՄԻՋՈՑՆԵՐ.
ՌՈՒՍԱՍՏԱՆՅԱՆ
ԱՐԺԵԹՂԹԵՐԻ ՇՈՒԿԱՅԻ
ԱՐՁԱԳԱՆՔՆ ԻՐԱՎԻՃԱԿԻՆ**

DOI: 10.52174/2579-2989_2024.3-20

Հիմնաբառեր. *ռուս-ուկրաինական պատերազմ, պատժամիջոցներ, ռուսական արժեթղթերի շուկա, պարտավորմաներ, բաժնետոմսեր, ածանցյալ արժեթղթեր, ռեպո գործարքներ*

Ռուս-ուկրաինական պատերազմի պատճառով ՌԴ-ի փնտեսությունն ընդհանրապես և արժեթղթերի շուկան՝ մասնավորապես հայտնվել են արտակարգ իրավիճակում: Միջազգային փոխանցումների սահմանափակումները, արժեթղթերի շուկայի ենթակառուցվածքների՝ բորսայի, պահառուական համակարգերի վրա դրված պատժամիջոցներն անհնարին են դարձրել միջազգային դրամական հոսքերը, կապիտալի շարժը և արտասահմանյան գործարքները: Սակայն, չնայած ներքին ու արտաքին լարված պայմաններին, արժեթղթերի շուկան և փնտեսությունն ընդհանրապես սկսում են հարմարվել սրեղծված իրավիճակին: Միջազգային ապրանքահումքային, էներգետիկ ռեսուրսների շուկաներում գների բարձրացման շնորհիվ՝ ռուսաստանյան ընկերություններից շարժերը բավական բարձր ցուցանիշներ են արձանագրում և շահույթաբաժիններ վճարում:

Հողվածագիրը դիտարկել է ընդհանուր փնտեսական միջավայրի զարգացումները, դրանք պայմանավորող հիմնական գործոնները, ինչպես նաև արժեթղթերի շուկայի որոշակի հարվածների (պարտավորումներ, բաժնետոմսեր, ածանցյալ գործիքներ և ռեպո գործարքներ) շարժընթացը:

Ռուս-ուկրաինական պատերազմը, որը մեկնարկեց 2022 թ. փետրվարի 24-ին, իր ազդեցությունը թողեց համաշխարհային տնտեսության և ֆինանսական շուկաների վրա: Այդ ազդեցությունը հիմնականում պայմանավորված է լոգիստիկ խզումներով,

Ֆինանսական ու տնտեսական սահմանափակումներով և կուտակված ռիսկերի ու անորոշության աճով: Փորձենք դիտարկել, թե պատերազմն ինչպես է անդրադարձել ռուսաստանյան արժեթղթերի շուկայի վրա: Նշենք, որ հենց այդ շուկայում կատարվող փոփոխություններն են հայաստանյան ֆինանսական ու ներդրումային ծառայությունների շուկայում տեղի ունեցող ձևափոխումների և արագ աճի տեմպերի արձանագրման հիմնական պատճառը:

Պատերազմ և պատժամիջոցներ: Թեև ՌԴ-ի նկատմամբ պատժամիջոցներ ու սահմանափակումներ սկսել են կիրառվել դեռևս 2014 թվականի պատերազմական գործողություններից հետո, այնուամենայնիվ, դրանք ավելի նեղ ու մասնավոր բնույթ են կրել:

2022 թվականին մեկնարկած պատերազմական գործողությունները, ապա նաև քաղաքական գործընթացները պատճառ դարձան, որ ԱՄՆ-ն և ԵՄ-ն ավելի լայնածավալ տնտեսական պատժամիջոցներ կիրառեն ՌԴ-ի նկատմամբ: Այդ պատժամիջոցները դրսևորվում են որպես որոշակի ապրանքների ներմուծման ու արտահանման, ֆինանսական գործառնությունների, ֆինանսական կազմակերպությունների ու ֆինանսական շուկայի ենթակառուցվածքների համար սահմանված արգելքներ, մի շարք անձանց հետ կատարվող գործառնությունների սահմանափակումներ, ինչպես նաև պետական ու մասնավոր կազմակերպություններին պատկանող ֆինանսական ակտիվների սառեցում: Ընդհանուր առմամբ, 2022 թվականի փետրվարից մինչև 2024 թվականի հունիս ընդունվել է համանման սահմանափակումների 13 փաթեթ: Պատժամիջոցների մի մասը, որը կապված է որոշակի ապրանքատեսակների ներմուծման ու արտահանման սահմանափակումների հետ, խթանալով է նաև համաշխարհային ապրանք

քաղաքականության լոգիստիկ շղթաները՝ դառնալով գնաճի արագացման պատճառ:

Այսպես, 2022 թվականի մարտի 1-ից սկսած, SWIFT համակարգից ռուսական բանկերի անջատումն³ անհնար է դարձնում արտարժույթային փոխանցումներն ու ֆինանսական գործառնությունների հետ կապված հաղորդագրությունների ուղարկումը: Նույն կերպ, որոշ ընկերությունների համար արժեթղթերով գործառնություններն արգելափակվել են դրանց նկատմամբ ԵՄ-ի¹ և ԱՄՆ-ի² սահմանած պատժամիջոցների պատճառով: Արժեթղթերի շուկայում ամենաէական պատժամիջոցները պայմանավորված են Ազգային հաշվարկային դեպոզիտարիայի հետ միջազգային CLEARSTREAM և EUROCLEAR դեպոզիտարիաների համագործակցության դադարեցմամբ, ինչը խոչընդոտում է ռուսական պահառուի արժեթղթերն այլ պահառուների փոխանցելու և միջազգային գործարքներ կատարելու հնարավորությունը:

Ընդ որում, սահմանափակումների քաղաքականությունը միակողմանի չէ: ՌԴ-ն, իր հերթին, սահմանափակել է ՌԴ ռեզիդենտների կողմից ոչ բարեկամ երկրների ռեզիդենտների հետ գործարքներ կնքելու գործընթացը, ինչի հետևանքով ռուս ռեզիդենտները կարող են գործարքներ կնքել միայն կրկնակի բարեկամության սկզբունքի ապահովմամբ⁴: Դա նշանակում է, որ ՌԴ ռեզիդենտների գործարքներն իրականացվում են միայն բարեկամական երկրների ֆինանսական միջնորդների միջոցով, որոնք էլ, իրենց հերթին, խուսափելով միջազգային սահմանափակումներից ու դրանց հետ կապված ռիսկերից, խստացրել են համապատասխանության գործընթացի կազմակերպումը՝ գործառնությունները կազմակերպելով խիստ սահմանափակումներով:

2024 թվականի ամռանը ԱՄՆ-ն նոր սահմանափակումներ կիրառեց Մոսկվա-

¹ OFAC Sanctions List Service <https://sanctionslist.ofac.treas.gov/Home/ConsolidatedList>

² Consolidated list of persons, groups and entities subject to EU financial sanctions <https://data.europa.eu/data/datasets/consolidated-list-of-persons-groups-and-entities-subject-to-eu-financial-sanctions?locale=en>

³ <https://www.swift.com/news-events/news/message-swift-community>

⁴ Применение Указов Президента Российской Федерации, устанавливающих меры воздействия (противодействия), направленные на обеспечение финансовой стабильности Российской Федерации https://cbr.ru/explan/app_decrees_president_aimed_ensuring_financial_stability/

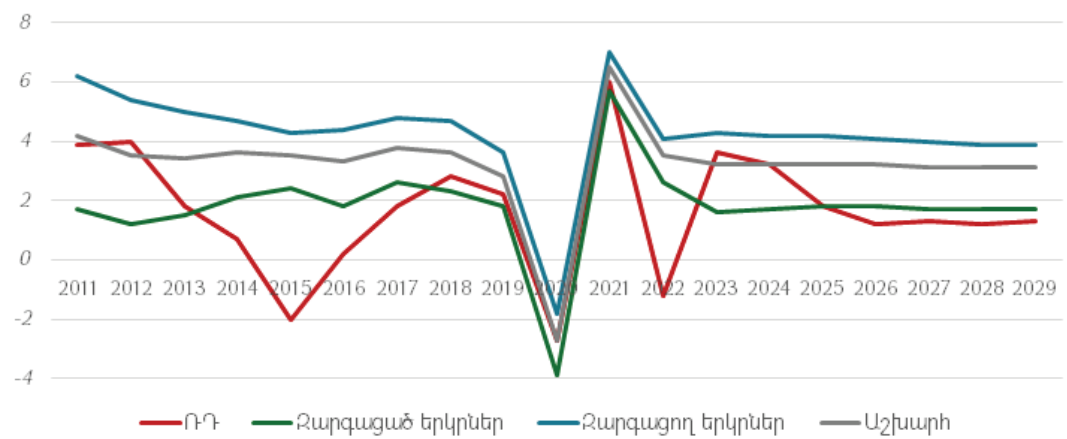
յի բորսայի և Ազգային քլիրինգային կենտրոնի նկատմամբ՝ արգելափակելով դոլարային գործառնությունները, ինչը փաստացի նշանակում է արտարժութային բորսայական գործառնությունների դադարեցում: Արժեթղթերի շուկայում տեղի ունեցող գործընթացներն անկախ չեն ընդհանուր տնտեսական գործընթացներից, և դրանց մասին պատկերացում կազմելու համար նախ՝ անհրաժեշտ է դիտարկել տնտեսական միջավայրի փոփոխությունները:

Տնտեսական միջավայրի արձագանքը պատերազմին ու պատժամիջոցներին: Պատժամիջոցները չէին կարող չանդարդառնալ ՌԴ տնտեսության ու դրա բնութագրիչ ցուցանիշների շարժընթացի վրա: Վերջին տասնամյակում ՌԴ-ում ամենամեծ տնտեսական անկումը՝ -2,7 տոկոս, տեղի է ունեցել COVID-19 համավարակի ընթացքում, ինչը բնորոշ էր բոլոր երկրներին: Ու թեև ավելի մեծ ծավալի պատժամիջոցներին, 2022 թվականին իրական ՀՆԱ նվազման ցուցանիշը 1.2 տոկոսով ավելի պակաս էր 2015 թվականի տնտեսական անկման ցուցանիշից, երբ ՌԴ իրական ՀՆԱ-ն նվազել էր 2 տոկոսով: Իհարկե, տնտեսական պատժամիջոցների շրջանակը 2022 թվականից հետո անհամեմատ մեծացել է, և համեմատաբար փոքր անկումը կարող ենք պայմանավորել այս ժամանակահատվածում ապրանքահումքային շուկաներում գների բարձրացմամբ, ինչը թույլ է տալիս ՌԴ-ին ավելի արագ կերպով հարմարվել ստեղծված միջավայրին:

Ինչպես երևում է գծապատկեր 1-ից, ՌԴ տնտեսական աճը ներկա փուլում ավելի բարձր է զարգացած երկրների միջին ցուցանիշից, սակայն ԱՄՀ-ն տնտեսական աճի ավելի ցածր ցուցանիշներ է կանխատեսում 2024 թվականից հետո:

ՌԴ ընթացիկ հաշվի մնացորդի, ապրանքների ու ծառայությունների ներմուծման ու արտահանման ծավալների շարժընթացը նույնպես կրում է պատերազմի ու պատժամիջոցների ազդեցությունը: Ինչպես նշել էինք, պատժամիջոցների էական մասը կապված է որոշակի ապրանքատեսակների՝ ՌԴ ներմուծման և ՌԴ-ից արտահանման արգելքների հետ:

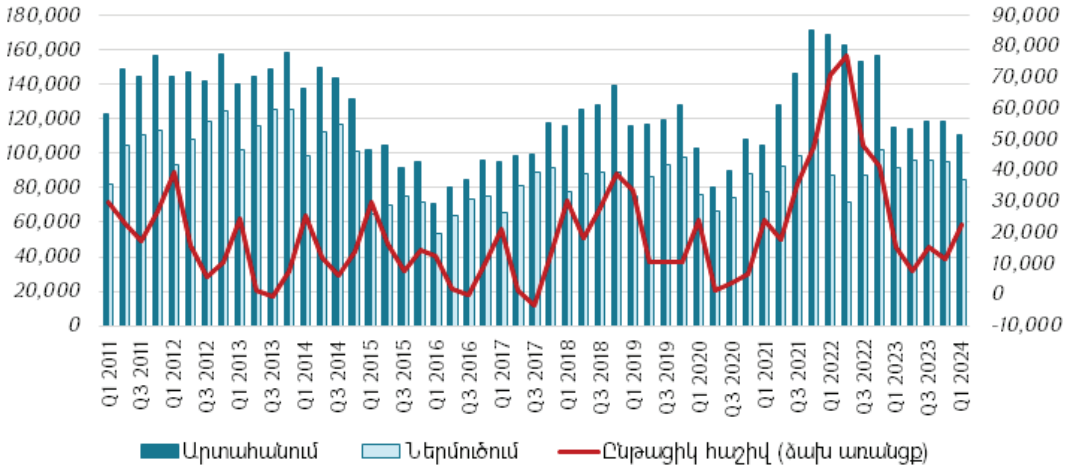
Գծապատկեր 2-ից երևում է, որ ընթացիկ հաշվի մնացորդը 2022 թվականի ընթացքում զգալիորեն աճել է, ինչը հիմնականում պայմանավորված է ներմուծման նվազմամբ: 2022 թվականի երկրորդ եռամսյակում նախորդ տարվա նույն եռամսյակի համեմատ ներմուծումը նվազել է մոտ 23 տոկոսով: Դրա արդյունքում ընթացիկ հաշվի մնացորդը նախորդ տարվա նույն եռամսյակի նկատմամբ աճել է մոտ 4.3 անգամ: Այստեղ առկա է նաև



ԳՇԱՊԱՏԿԵՐ 1

ՌԴ, զարգացած, զարգացող երկրների և համաշխարհային իրական ՀՆԱ աճի շարժընթացը և ԱՄՀ կանխատեսումները, 2011-2029 թթ.⁵

⁵ Աղբյուրը՝ Արժույթի միջազգային հիմնադրամ, World Economic Outlook (April 2024), https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/RUS?year=2024



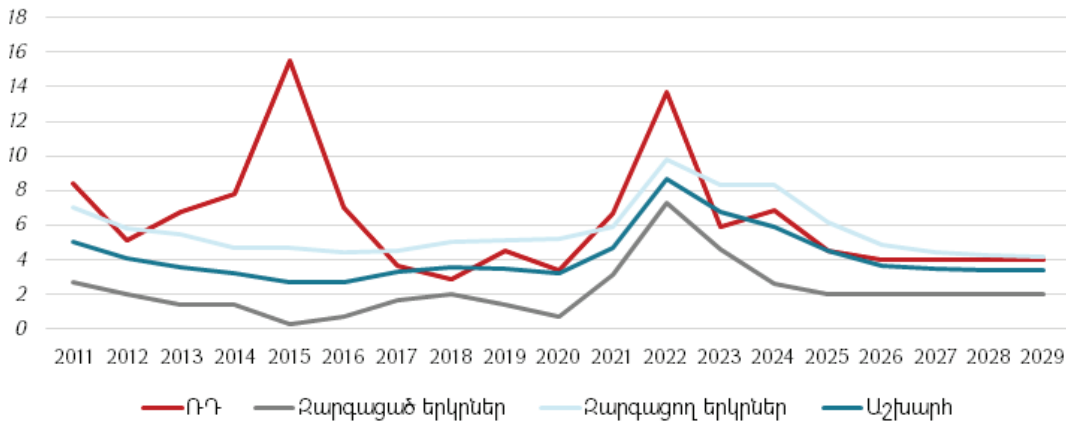
ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 2

ՌԴ ապրանքների և ծառայությունների ներմուծումն ու արտահանումը և ընթացիկ հաշվի մնացորդն ԱՄՆ մլն դոլարով, 2011-2024 թթ.⁶

մեկ այլ խնդիր՝ պայմանավորված արտարժույթային փոխանցումների սահմանափակումներով: Բանն այն է, որ ՌԴ-ի կողմից արտահանված ապրանքների դիմաց վճարների վերադարձը դեպի ՌԴ անհնար է դառնում: Որպես օրինակ՝ դեպի Հնդկաստան արտահանման ծավալների մեծացումը, որի դիմաց վճարումները կատարվում են հնդկական ռուբլիով: Գործնականում

խնդիրներ են առաջացել դեպի ՌԴ գումարների փոխանցման համար⁷, ինչի հետևանքով միջոցները ներդրվում են Հընդկաստանում:

ՌԴ-ում և, ընդհանրապես, ողջ աշխարհում, պայմանավորված պատերազմով, պատժամիջոցներով և ապրանքների ու ծառայությունների շրջանառության լոգիստիկ շղթաների խզմամբ, COVID-19-ի հաղ-



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 3

Գնաճի ցուցանիշները և դրանց կանխատեսումը ՌԴ-ում, զարգացած ու զարգացող երկրներում և ողջ աշխարհում, 2011-2029 թթ.⁸

⁶ Աղբյուրը՝ ՌԴ ԿԲ, Balance of Payments of the Russian Federation (Analytical Presentation) https://www.cbr.ru/vfs/eng/statistics/credit_statistics/bop/bal_of_payments_ap_e.xlsx

⁷ Эксперты назвали главные проблемы для торговли России с Индией, <https://www.rbc.ru/politics/30/01/2024/65b7a58d9a794767771d9c95>

⁸ Աղբյուրը՝ Արժույթի միջազգային հիմնադրամ, World Economic Outlook (April 2024), Inflation rate, average consumer prices (Annual percent change) https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEO_WORLD/RUS?year=2024

թահարումից հետո ձևավորված գնաճն էլ ավելի է սրվել: Նման պայմաններում կենտրոնական բանկերը սկսել են վարել խրտացման դրամավարկային քաղաքականություն, որի արդյունքը տեսանելի է՝ սկսած միայն 2023 թվականի վերջից:

2021-2024 թվականներին բարձր գնաճը հատուկ է եղել բոլոր խմբերի երկրներին: Սակայն, ՌԴ ազգային արժույթի արժեզրկման տեսլակերը, շուկայական սպասումներն ավելի բարդ պայմաններ են ստեղծել: ՌԴ-ում գնաճի ցուցանիշը 2022 թվականին 13.7 տոկոս էր, ինչը բարձր է թե՛ զարգացող, թե՛ զարգացած երկրների միջին գնաճի ցուցանիշից: Ինչպես երևում է գծապատկեր 3-ից, 2015 թվականին, երբ ՌԴ-ում գնաճը հասել էր 15,5 տոկոսի, մնացած երկրներում դրա մակարդակը ցածր էր: Արժույթի միջազգային հիմնադրամը ՌԴ-ի համար 2024 թվականից հետո ավելի չափավոր ու այլ երկրների հետ համադրելի գնաճ է կանխատեսում:

Արտարժույթային շուկան նույնպես արձագանքում է ստեղծված իրավիճակին: Ինչպես երևում է գծապատկեր 4-ից, ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքը՝ ՌԴ ռուբլու նկատմամբ, պատերազմական գործողությունների սկսման օրն աճել է մոտ 25 տոկոսով՝ մեկ ԱՄՆ դոլարի դիմաց 84.0475-ից հասնելով 105.271 ՌԴ ռուբլու: Հետագայում՝ մարտից հետո, փոխարժեքն աստիճանաբար սկսել է նվազել, սակայն 2022

թվականի վերջին կրկին աճի միտում է նկատվել: Հետագա տատանումները կապված են ինչպես տնտեսությունում արտարժույթի հոսքերի փոփոխությունների, այնպես էլ պատժամիջոցների հետ (օրինակ՝ 2024 թվականի ամռանը Մոսկվայի բորսայի նկատմամբ միջազգային պատժամիջոցներ կիրառվեցին): Նման դեպքերում, սակայն, փոխարժեքների արձագանքները շուկային են ու կարգավորվում են կարճ ժամկետում:

ՌԴ տնտեսությունը պատմականորեն մեծ կախվածություն ունի նավթի համաշխարհային գներից: 2022 թվականի ճգնաժամը, որը հաջորդեց պատերազմական գործողություններին, դրսևորվեց նավթի համաշխարհային գների բարձրացմամբ: Նավթի գինը տարեսկզբի նկատմամբ մարտի սկզբին աճեց 33 տոկոսով, ինչի հետևանքով Brent տեսակի նավթի գինը հասավ առավելագույն՝ մակարդակին՝ 127.98 ԱՄՆ դոլար:

ՌԴ ԿԲ-ն պատերազմի մեկնարկից հետո կտրուկ կերպով բարձրացրեց տոկոսադրույքը՝ մինչև 20 տոկոս, որից հետո դա իջեցվեց: 2023 թվականի հուլիսից հետո, սակայն, բարձր գնաճային միջավայրը զսպելու համար տոկոսադրույքը կրկին բարձրացվեց՝ հասնելով 16 տոկոսի: Քաղաքականության նման խստացումներն էական ազդեցություն ունեցան ոչ միայն գնաճի սպասումների, այլև ֆինանսական



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 4

**ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքը՝
ՌԴ ռուբլու նկատմամբ,
2011-2024 թթ.⁹**



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 5

**Brent տեսակի նավթի գինը,
2011-2024 թթ.¹⁰**

⁹ Աղբյուրը՝ <https://www.investing.com/currencies/usd-rub>

¹⁰ Աղբյուրը՝ <https://www.investing.com/commodities/brent-oil-historical-data>

շուկաների տոկոսադրույքների և գների վրա: Սրան զուգահեռ, ՌԴ ԿԲ և ՌԴ կառավարության սահմանափակումներն արտարժույթային գործառնությունների և ոչ ռեզիդենտների հետ գործարքներում կապիտալի արտահոսքը զսպող կարևոր գործոններ են:

Արժեթղթերի շուկան: ՌԴ արժեթղթերի շուկայի արձագանքը տնտեսական ու քաղաքական ստեղծված իրավիճակին և պատժամիջոցների սահմանմանը դրսևորվեց ակտիվների գների ու գործարքների ծավալների տատանմամբ: Նախ՝ անդրադառնանք ՌԴ պետական պարտատոմսերի շուկայի արձագանքին:

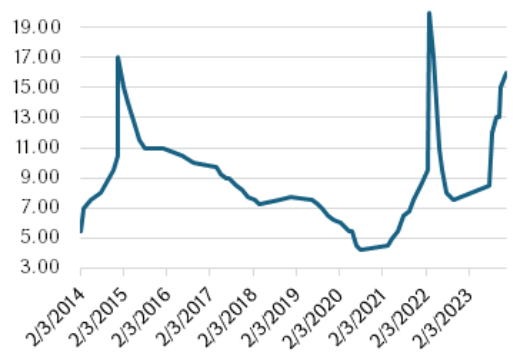
Պարտատոմսերի արձագանքը նման իրավիճակներում, սովորաբար, երկու պատճառ պետք է ունենա՝ ռիսկի պարզակամարի մեծացում և ԿԲ տոկոսադրույքների բարձրացում: ՌԴ պարտատոմսերի դեպքում ավելացավ ևս մեկ խնդիր՝ կապված դրանց արժեկտրոնների ու անվանական արժեքների մարման անհնարինության հետ՝ միջազգային փոխանցումային համակարգերից ՌԴ անջատման հետևանքով:

Ժամանակագրական առումով, ՌԴ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության առաջին արձագանքը թռիչքաձև էր՝ պայմանավորված ՌԴ ԿԲ-ի կողմից տոկոսադրույքի բարձրացմամբ, ապա իջեցմամբ, որին զուգընթաց, նվազեցին նաև

պարտատոմսերի եկամտաբերությունները: Եկամտաբերության մոտ 6 տոկոսային կետով բարձրացումը 10 տարի ժամկետով պարտատոմսերի դեպքում մարտի սկզբին կապված էր հենց ԿԲ տոկոսադրույքը 20 տոկոս դարձնելու հետ: Պետք է նշել, որ, դեռևս 2021 թվականի գարնանից սկսած, պարտատոմսերի եկամտաբերություններն աճում էին, ինչը կապված էր ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության խստացման հետ: Կարելի է ասել, որ եկամտաբերության ընթացիկ տատանումներն այս ժամանակահատվածում արձագանք էին կան ԿԲ տոկոսադրույքների փոփոխություններին, կամ պատժամիջոցների հետ կապված ռիսկերի բարձրացմանը:

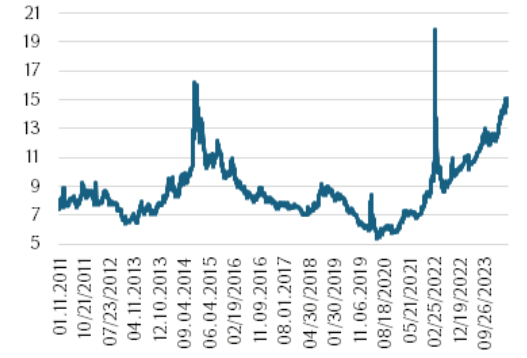
Ինչպես երևում է գծապատկեր 8-ից, պարտատոմսերի առաջնային ու երկրորդային շուկաներում գործարքների ծավալը 2022 թվականի գարնան սկզբին կտրուկ նվազել է, իսկ հետագայում՝ վերականգնվել, մինչդեռ թողարկումների ու հետգնումների ցուցանիշները դեկտեմբերին աննախադեպ բարձր են եղել: Երկրորդային շուկայի ցուցանիշները համեմատաբար կայուն են. դրանք կտրուկ կերպով աճել են 2023 թվականի հոկտեմբերին, որից հետո կրկին նվազել են:

Պարտատոմսերի երկրորդային շուկայի ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս, որ 2023 թվականի հոկտեմբերյան կտրուկ աճը պայմանավորված է եղել պետական



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 6

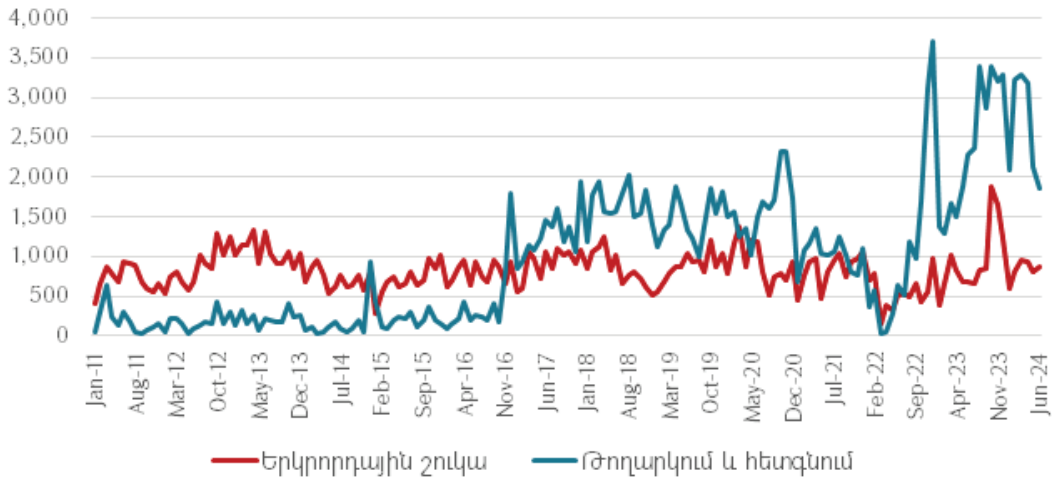
ՌԴ ԿԲ առանցքային տոկոսադրույքը, 2014-2024 թթ.¹¹



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 7

ՌԴ 10 տարի ժամկետայնության պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը, 2011-2024 թթ.¹²

¹¹ Աղբյուրը՝ ՌԴ ԿԲ: Ключевая ставка Банка России https://www.cbr.ru/hd_base/KeyRate/
¹² Աղբյուրը՝ <https://www.investing.com/rates-bonds/russia-10-year-bond-yield>

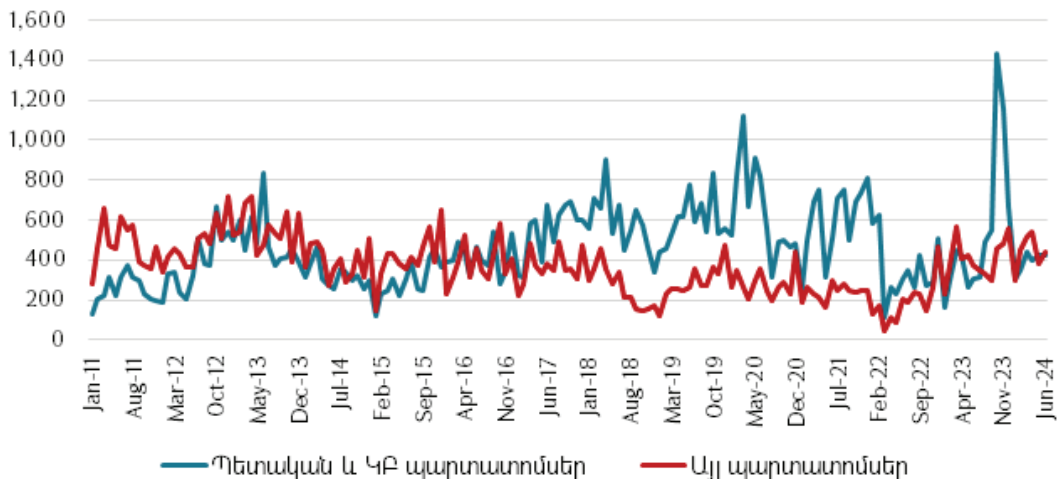


ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 8

Մոսկվայի բորսայում պարտատոմսերի առաջնային ու երկրորդային շուկաների շարժընթացը, 2011-2024 թթ. (մլրդ ՌԴ ռուբլի)¹³

պարտատոմսերի շուկայում գործարքների աճով: Կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան համեմատաբար կայուն ծավալ ունի: Պետական պարտատոմսերով գործարքների ակտիվությունը 2023 թվականի վերջին կապված է նախ՝ ընդհանուր տեղաբաշխումների ծավալի աճի հետ, հատկա-

պես՝ մեկօրյա ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի դեպքում: Բացի դրանից, ՌԴ ԿԲ-ն բացահայտել է փոխադարձ պայմանավորվածությամբ կնքվող գործարքների միջոցով շուկայական չարաշահումների դեպքեր¹⁴, որոնք էականորեն ազդել են շուկայի ծավալների վրա: Միաժամանակ,



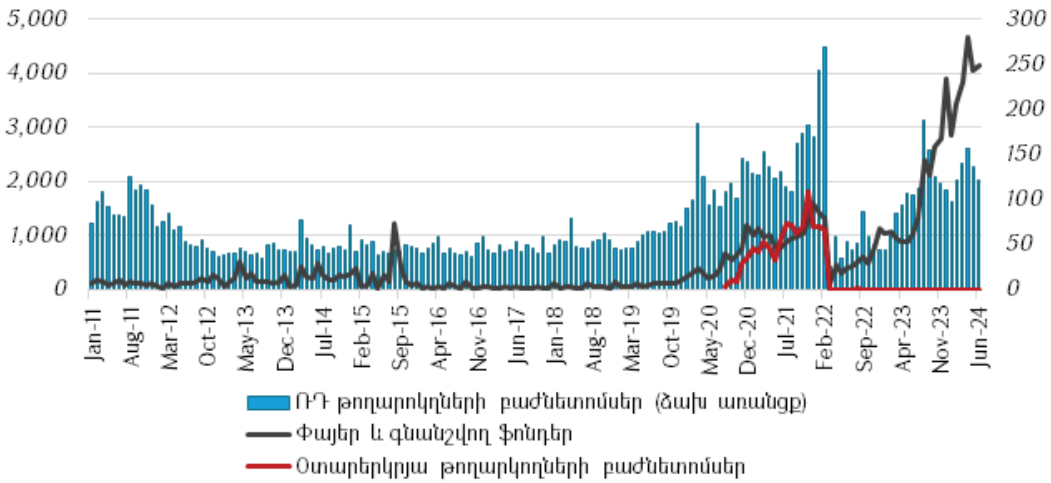
ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 9

Մոսկվայի բորսայում պետական, ԿԲ և այլ թողարկողների պարտատոմսերով գործարքների շարժընթացը, 2011-2024 թթ. (մլրդ ՌԴ ռուբլի)¹⁵

¹³ Աղբյուրը՝ Статистика по рынкам Группы "Московская Биржа" (январь 2009 года - июнь 2024 года) <https://fs.moex.com/files/4243/>

¹⁴ Աղբյուրը՝ ՌԴ ԿԲ: Установлены факты манипулирования рынком при совершении сделок с биржевыми облигациями, 6 декабря 2023 года, Пресс-релиз, <https://cbr.ru/press/pr/?file=638374748430213204PNP.htm>

¹⁵ Աղբյուրը՝ Статистика по рынкам Группы "Московская Биржа" (январь 2009 года - июнь 2024 года) <https://fs.moex.com/files/4243/>

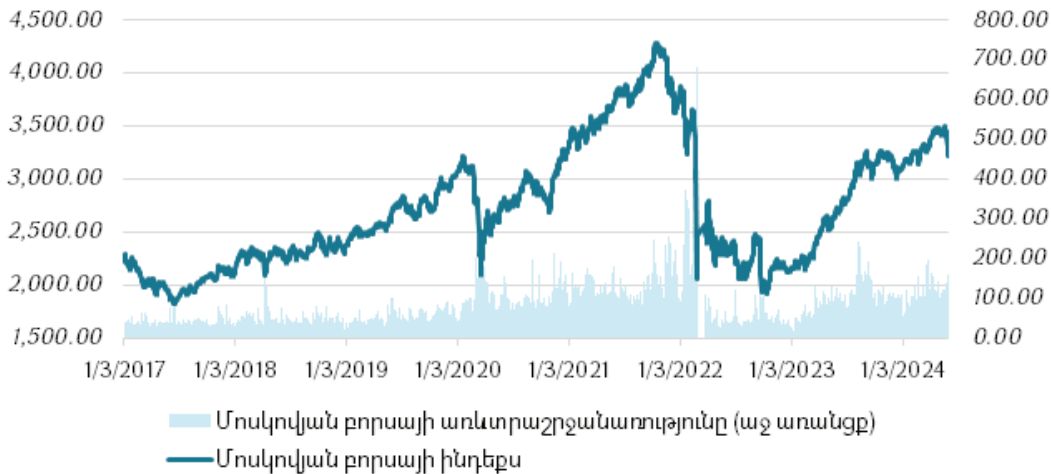


ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 10

Մուսկվայի բորսայում բաժնային գործիքներով գործարքների շարժընթացը, 2011-2024 թթ. (մլրդ ՌԴ ռուբլի)¹⁶

ՌԴ պարտատոմսերի շուկայում 2022 թվականի ընթացքում դիտարկվել է մասնավոր ներդրողների քանակի կտրուկ աճ, ինչի արդյունքում ֆիզիկական անձանց համար բացված բրոքերային հաշիվների քանակը հասել է 22,9 մլն-ի¹⁷: Գործարքների էական մասը պայմանավորված է եղել նաև ԿԲ-ի կողմից տոկոսադրույքի բարձրացմամբ,

ինչը հանգեցնում է ինչպես պետական, այն պես էլ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկաներում գների նվազմանը: Նման իրավիճակում շատ կազմակերպություններ սկսեցին թողարկել լողացող արժեկտրոնով պարտատոմսեր, ինչը թույլ է տալիս ներդրողներին նվազեցնել ռիսկերը շուկայի բարձր տատանողականու-



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 11

Մուսկվայի բորսայի առևտրաշրջանառությունը (մլրդ ՌԴ ռուբլի) և ինդեքսի շարժընթացը, 2017-2024 թթ.¹⁸

¹⁶ Աղբյուրը՝ Статистика по рынкам Группы "Московская Биржа" (январь 2009 года - июнь 2024 года) <https://fs.moex.com/files/4243/>

¹⁷ Աղբյուրը՝ Մուսկվայի բորսա: ОБЗОР РОССИЙСКОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ <https://bondguide.moex.com/articles/overview-bond-market/>

¹⁸ Աղբյուրը ՌԴ ԿԲ: Основные показатели рынка акций https://www.cbr.ru/vfs/statistics/data_standard/44-indicators.xlsx

թյան պայմաններում¹⁹:

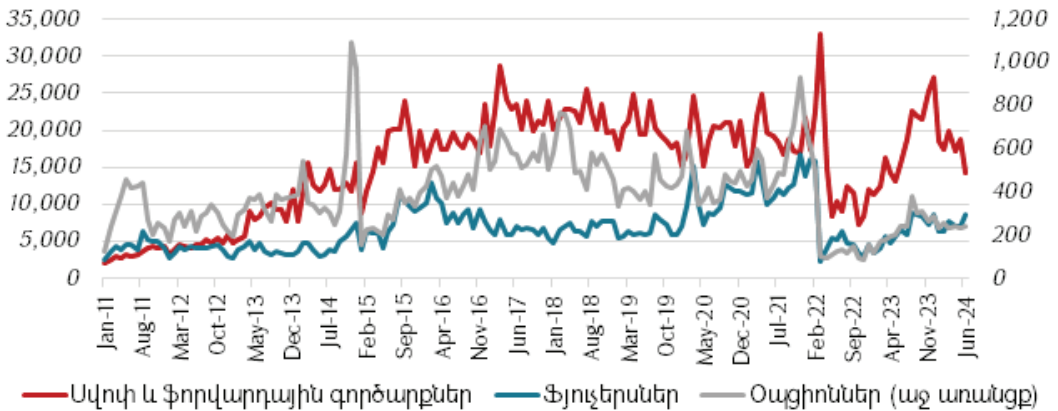
Բաժնետոմսերի շուկան, որպես արժեթղթերի շուկայի ավելի ռիսկային հատված, որտեղ, ի տարբերություն պարտատոմսերի արժեկտրոնների, ապագա վճարվող շահաբաժիններ ամրագրված չեն, ենթակա է ավելի մեծ տատանողականության: Նախ՝ նշենք, որ միջազգային պատժամիջոցները կտրուկ կերպով նվազեցրել են ինչպես բաժնետոմսերի գները, ինչը շուկայական գործարքների ծավալների անկման գլխավոր պատճառներից մեկը կարող է լինել, այնպես էլ կապիտալի միջազգային շուկաներ մուտքի հնարավորությունները (օտարերկրյա ներդրողների համար մեծ ռիսկերի, ինչպես նաև գների անկման պայմաններում ռուսաստանյան բաժնետոմսերով գործարքներն աննպատակահարմար են դարձել):

Գծապատկեր 10-ում ակնհայտորեն երևում են բաժնետոմսերով, ֆոնդերի փայերով կնքվող գործարքների առումով փոփոխությունները: Պատերազմի սկզբում շուկայական իրավիճակի մեղմման և խուճապի նվազեցման նպատակով Մոսկվայի բորսան փակվեց մի քանի շաբաթով, ինչն էականորեն նվազեցրեց ցնցումներն ու անկումները շուկային պայմաններում:

2022 և 2023 թվականներին ռուսական խոշորագույն բաժնետիրական ընկերությունները, այդ թվում՝ «Լուկոյլը» և «Գազպրոմը» բավական բարձր շահութաբաժիններ վճարեցին՝ չնայած տնտեսական ու քաղաքական դժվարին իրավիճակին, ինչը բարձրացրեց վստահության մակարդակը բաժնետոմսերի ներքին շուկայի նկատմամբ²⁰:

Բաժնետոմսերի շուկայում գործարքների հետագա ծավալների աճի պատճառներից էին նաև որոշ ոլորտներում և ընկերություններում բարձր աճի ցուցանիշները: Նման ընկերությունների օրինակ էին նավաբեռնափոխադրող ու նավահանգստային ընկերությունները՝ ի հաշիվ բեռնաշրջանառության ու կառավարման բարձր ցուցանիշների, էներգետիկ կազմակերպությունները և այլն²¹:

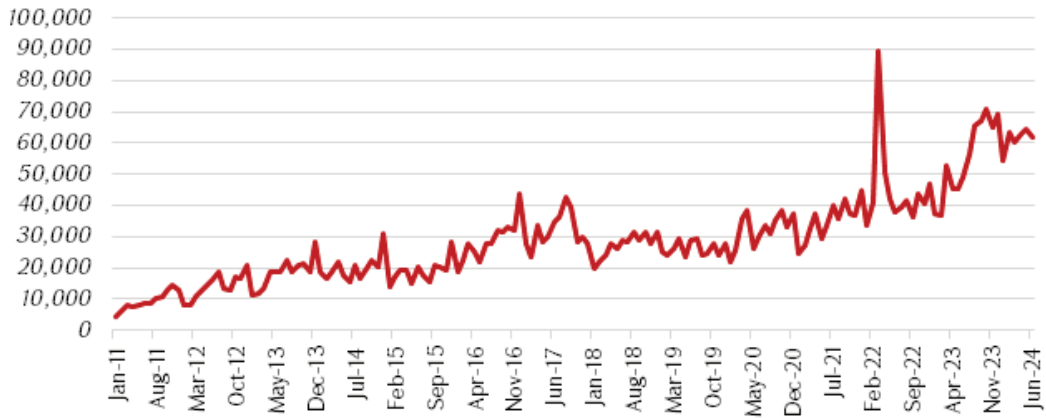
Շուկայի վրա էական ազդեցություն են գործում նաև որոշակի ընկերությունների կողմից նախնական հրապարակային առաջարկությունները և բաժնետոմսերի թողարկման ծավալների մեծացումը: Բացի այդ, շատ կազմակերպություններ, կապված սահմանափակումների ու պատժամիջոցների հետ, սկսեցին տեղափոխել իրենց գլխամասային գրասենյակները, ինչը ևս



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 12

Կայուն եկամտաբերությամբ ֆոնդերի ակտիվների կառուցվածքը, 2014-2023 թթ.²²

¹⁹ Աղբյուրը՝ Ալֆաբանկ: Итоги года на рынке облигаций. Что купить на 2024 год, <https://alfabank.ru/make-money/investments/learn/t/itogi-goda-na-rinke-obligatsii-cto-kupit-na-2024-god/>
²⁰ Աղբյուրը՝ РБК, 6 акций с большими дивидендами и не очень. Что купить на 2024 год, <https://quote.rbc.ru/news/article/657316bf9a7947a21337bffb>
²¹ Աղբյուրը՝ Тинькофф Журнал, Самые доходные акции на российском рынке в 2023 году <https://journal.tinkoff.ru/news/top-leaders-2023/>
²² Աղբյուրը՝ Статистика по рынкам Группы "Московская Биржа" (январь 2009 года - июнь 2024 года) <https://fs.moex.com/files/4243/>



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 13

Մոսկվայի բորսայում ռեպո գործարքների շարժընթացը, 2011-2024 թթ. (մլրդ. ՌԴ ռուբլի)²³

ազդեց գործարքների ծավալների վրա: Նավթագազային ոլորտի ընկերություններից շատերը, անկախ պատժամիջոցների առկայությունից, սկսեցին նոր ներդրումային նախագծերի ֆինանսավորում իրականացնել²²: Բաժնետոմսերի շուկայում իրավիճակի վրա ազդեց նաև այն հանգամանքը, որ պատժամիջոցների պատճառով ռուսաստանյան շատ ընկերությունների բաժնետոմսեր ապացուցակվեցին արտասահմանյան բորսաներում, դադարեցվեց դրանց դեպոզիտար ստացականների շրջանառությունը, անհնար դարձավ դրանց փոխանցումները՝ կապված ռուսաստանյան դեպոզիտար համակարգի՝ պատժամիջոցների տակ հայտնվելու հետ:

Ինչպես երևում է գծապատկեր 11-ից, բորսայական ինդեքսը կտրուկ տատանումներով է արձագանքել տեղի ունեցած իրադարձություններին: 2022 թ. փետրվարի անկումը պայմանավորված էր պատերազմական գործողություններով: Սակայն, հետագայում ինդեքսի աճը նախանշող էական գործոններ հայտնվեցին: Նախ՝ 2023 թվականի սկզբին աճը հիմնականում կապված էր էներգակիրների՝ նավթի, գազի համաշխարհային գների բարձրացման հետ, ինչի հետևանքով աճեցին էներգետիկ ընկերությունների բաժնետոմսերի գները: 2023 թվականի գարնան աճը հիմնականում պայմանավորված էր թանկար-

ժեք մետաղների և հատկապես ոսկու համաշխարհային գների աճով, ինչը հանգեցրեց հանքարդյունահանող ընկերությունների բաժնետոմսերի գների աճին: Կառավարության աջակցությունը որոշ ոլորտների և ընկերությունների ևս բաժնետոմսերի շուկայում կայունության պատճառներից մեկն էր: Ինդեքսի փոփոխությունների վրա էական ազդեցություն ունեցավ դրա կառուցվածքի փոփոխությունը՝ նոր ընկերությունների մուտքի և ինդեքսում ներառված որոշ ընկերությունների դուրս գալու հետ կապված:

Ռուսաստանյան ածանցյալների շուկան կազմված է արտարժույթային սվոփ և ֆորվարդային գործիքներից, ֆյուչերսներից և օպցիոններից: Ֆյուչերսներն ու օպցիոնները հիմնականում վերաբերում են արտարժույթին, ինդեքսներին, տոկոսադրույքներին, բաժնետոմսերին և ապրանքներին: Այս շուկան, սովորաբար, ամենատատանողականն է՝ արտացոլելով մասնակիցների սպասումները գների ապագա փոփոխություններից: 2022 թվականի փետրվարին սկիզբ առած պատերազմական գործողություններն այս շուկայի տատանողականության հիմնական գործոնն էին: Բացի այդ, շուկան արձագանքել է էներգետիկ ռեսուրսների՝ նավթի, գազի համաշխարհային շուկաներում գնային փոփոխություններին: Քանի որ շուկայի

²³ Աղբյուրը՝ Статистика по рынкам Группы "Московская Биржа" (январь 2009 года - июнь 2024 года) <https://fs.moex.com/files/4243/>

հիմնական մասն արտարժույթային գործիքներն են, հետևաբար՝ արտարժույթի փոխարժեքի տատանումները, դրանց հետ կապած սպասումները վերջինիս հիմնական շարժիչ ուժերն են: Արդյունքում ածանցյալ շուկաները, որոնք ներդրողներին հնարավորություն են տալիս հեջավորելու իրենց դիրքերն այլ շուկաներում, տնտեսական ու քաղաքական լարված պայմաններում ավելի ակտիվացան: Մի կողմից 2022 թվականից սկզբին աճեցին բացված հաշիվները, իսկ մյուս կողմից՝ շուկայական ծավալները պարբերաբար ռեկորդային աճ էին արձանագրում: ՌԴ ԿԲ գործողությունները, մակրոտնտեսական և գնային կայունության ապահովման առումով, ևս էական ազդեցություն են գործում այս շուկայում:

Ռեպո գործարքները, ավանդաբար, ֆինանսական իրացվելիության ապահովման հիմնական գործիքն են բոլոր շուկաներում: Պատերազմական գործողությունների սկզբից ի վեր դրանց ծավալը ռուսաստանյան բորսայական շուկայում էականորեն աճել է՝ պայմանավորված, նախ և առաջ, ռուսաստանյան բանկերի ու ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից միջազգային շուկաներում իրացվելիության աղբյուրներից օգտվելու հնարավորությունների սահմանափակմամբ: Բացի այդ, ռեպո պայմանագրերի շուկան նման պայմաններում պետական պարտատոմսերի շուկայի աճի հիմնական գործոններից է դարձել, քանի որ պետական պարտատոմսերը ռեպո գործարքների հիմնական գործիքն են՝ կապված ցածր ռիսկի ու բարձր իրացվելիության հետ: Դրամավարկային քաղաքականության ու ԿԲ գործողությունները ևս ռեպո գործարքների ու դրանց ծավալների աճի հիմնական գործոնն են եղել:

Ամփոփում: Այսպիսով՝ կարող ենք պնդել, որ պատերազմական գործողություններն ու պատժամիջոցներն էական ազդեցություն են գործում ոչ միայն ՌԴ տնտեսության, այլև արժեթղթերի շուկայի վրա: Տնտեսությունն ու արժեթղթերի շուկան հայտնվել են որակապես նոր իրավիճակում: Սակայն, միաժամանակ, դրանք ունեն հարմարվողականության մեծ ներուժ, ինչը պայմանավորված է ապրանքահումքային շուկաներում գների բարձրացման հետ կապված դրամական հոսքերի աճով և ֆինանսական գործառնությունների համար այլընտրանքային կառուցակարգերի կիրառմամբ: Միջազգային ֆինանսական շուկաներից ու իրացվելիության աղբյուրներից անջատվածությունը շուկային ստիպում է զարգանալ տեղային միջավայրում: Այս դեպքում առկա ռիսկերը հիմնականում մեղմվում են՝ շնորհիվ որոշ ոլորտների ու ընկերությունների աճի բարձր տեմպերի ու շահութաբերության: Արդյունքում պատերազմական գործողությունների ու պատժամիջոցների տևողության անորոշության պայմաններում շուկան սկսում է հարմարվել առկա իրավիճակին և ստեղծել նոր ենթակառուցվածքներ: Ըստ այդմ էլ՝ ներդրողները ձևավորում են գործառնությունների իրականացման նոր սխեմաներ: Իրավիճակը մեղմվում է նաև ՌԴ կառավարության և ՌԴ ԿԲ քաղաքականության շնորհիվ: Բայց և այնպես, ռուսաստանյան շուկան գնալով էլ ավելի է պարփակվում նեղ օղակի մեջ, և զարգացման հիմնական ուղիներ են դառնում հարմարվողականության մակարդակի բարձրացումը, ենթակառուցվածքային նոր համակարգերի ձևավորումը, ինչպես նաև ներդրողների համար կապիտալի միջազգային շուկաներ մուտքի նոր կառուցակարգերի ու ճանապարհների ստեղծումը՝ բարեկամ երկրների միջոցով:

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆ

1. OFAC Sanctions List Service <https://sanction-list.ofac.treas.gov/Home/ConsolidatedList>
2. Consolidated list of persons, groups and entities subject to EU financial sanctions <https://data.europa.eu/data/datasets/consolidated-list-of-persons-groups-and-entities-subject-to-eu-financial-sanctions?locale=en>
3. SWIFT - <https://www.swift.com/news-events/news/message-swift-community>
4. ՌԴ ԿԲ, Применение Указов Президента Российской Федерации, устанавливающих меры воздействия (противодействия), направленные на обеспечение финансовой стабильности Российской Федерации https://cbr.ru/explan/app_decrees_president_aimed_ensuring_financial_stability/
5. ՌԴ ԿԲ: Balance of Payments of the Russian Federation (Analytical Presentation) https://www.cbr.ru/vfs/eng/statistics/credit_statistics/bop/bal_of_payments_ap_e.xlsx
6. ՌԴ ԿԲ: Ключевая ставка Банка России https://www.cbr.ru/hd_base/KeyRate/
7. ՌԴ ԿԲ: Установлены факты манипулирования рынком при совершении сделок с биржевыми облигациями, 6 декабря 2023 года, Пресс-релиз, <https://cbr.ru/press/pr/?-file=638374748430213204PNP.htm>
8. ՌԴ ԿԲ: Основные показатели рынка акций https://www.cbr.ru/vfs/statistics/data_standard/44-indicators.xlsx
9. Արժույթի միջազգային հիմնադրամ: World Economic Outlook (April 2024), Real GDP growth, https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOORLD/RUS?year=2024
10. Արժույթի միջազգային հիմնադրամ: World Economic Outlook (April 2024), Inflation rate, average consumer prices (Annual percent change) <https://www.imf.org/external/datamapper/PCPIPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOORLD/RUS?year=2024>
11. Մոսկվայի բորսա: Статистика по рынкам Группы "Московская Биржа" (январь 2009 года - июнь 2024 года) <https://fs.moex.com/files/4243/>
12. Մոսկվայի բորսա: ОБЗОР РОССИЙСКОГО РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ <https://bondguide.moex.com/articles/overview-bond-market/1>
13. <https://www.investing.com/currencies/usd-rub>
14. <https://www.investing.com/commodities/brent-oil-historical-data>
15. <https://www.investing.com/rates-bonds/russia-10-year-bond-yield>
16. Ալֆաբանկ: Итоги года на рынке облигаций. Что купить на 2024 год, <https://alfabank.ru/make-money/investments/learn/t/itogi-goda-na-rynke-obligatsii-cto-kupit-na-2024-god/>
17. РБК, Эксперты назвали главные проблемы для торговли России с Индией, <https://www.rbc.ru/politics/30/01/2024/65b7a58d9a794767771d9c95>
18. РБК, 6 акций с большими дивидендами и не очень. Что купить на 2024 год <https://quote.rbc.ru/news/article/657316bf9a7947a21337bffb>
19. Тинькофф Журнал, Самые доходные акции на российском рынке в 2023 году <https://journal.tinkoff.ru/news/top-leaders-2023/>

Эдгар АГАБЕКЯН

*Эксперт исследовательского центра «Амберд», АГЭУ,
кандидат экономических наук, доцент*

ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА

ВОЙНА И САНКЦИИ: РЕАКЦИЯ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА НА СИТУАЦИЮ

Из-за экономических и политических последствий российско-украинской войны, а также введенных санкций, российская экономика в целом и фондовый рынок в частности находятся в чрезвычайной ситуации. Ограничения на международные переводы, санкции, налагаемые на инфраструктуру рынка ценных бумаг – биржи, депозитарные системы – делают невозможными международные денежные потоки, движение капитала и операции на внешних рынках. Однако, несмотря на напряженные внутренние и внешние условия, фондовый рынок, как и экономика в целом, начинает адаптироваться к ситуации. Благодаря росту цен на международных рынках сырья и энергоресурсов многие российские компании фиксируют достаточно высокие показатели и выплачивают дивиденды. В статье автор рассмотрел развитие общей экономической ситуации,

тенденции отдельных сегментов рынка ценных бумаг - облигаций, акций, деривативов и операций репо, а также основные факторы, определяющие их.

Ключевые слова: *российско-украинская война, санкции, российский фондовый рынок, облигации, акции, деривативы, РЕПО*

Edgar AGHABEKYAN

*Expert at «Amberd» Research Center, ASUE,
 PhD in Economics, Associate Professor*

FINANCIAL SYSTEM

WAR AND SANCTIONS: REACTION OF THE RUSSIAN STOCK MARKET TO THE SITUATION

Due to the economic and political consequences of the Russian-Ukrainian war, as well as the imposed sanctions, the Russian economy in general and the stock market in particular are in an emergency situation. Restrictions on international transfers, sanctions imposed on the securities market infrastructure — stock exchanges, depository systems — have made international cash flows, capital flows and transactions on foreign markets impossible. However, despite the tense internal and external conditions, the stock market, as well as the economy as a whole, is beginning to adapt to the situation. With rising prices on the international markets of raw materials and energy resources, many Russian companies are recording quite high performance and paying dividends. In the paper, the author reviewed the development of the general economic situation, trends in individual segments of the securities market — bonds, shares, derivatives and repo transactions — as well as the main factors determining them.

Key words: *Russian-Ukrainian war, sanctions, Russian stock market, bonds, shares, derivatives, repos*