



ԳԱՅԱՆԵ ԳԵՎՈՐԳՅԱՆ

ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի ասպիրանտ

ԿՈՐՈՆԱՎԻՐՈՒՍԱՅԻՆ ՀԱՄԱՎԱՐԱԿԻ ԱԶԴԵՑՈՒԹՅՈՒՆԸ ԿԱՊԻՏԱԼԻ ԱԶԳԱՅԻՆ ԵՎ ՀԱՄԱՇԽԱՐՀԱՅԻՆ ՇՈՒԿԱՆԵՐԻ ՎՐԱ

2020 թվականը համաշխարհային իրականության մեջ կմնա որպես ծանր ճգնաժամային տարի, որի սոցիալ-տնտեսական հետևանքները խորապես վնասեցին տնտեսության գրեթե բոլոր ոլորտները: Հեղաշրջանային հիմնական նպատակը կապիտալի համաշխարհային և ազգային շուկաների վրա կորոնավիրուսային համավարակի ունեցած ազդեցության վերլուծությունն է: Իրական տնտեսությունում տեղի ունեցող ցանկացած ցնցում անմիջապես իր արտացոլումն է գտնում կապիտալի շուկայում: Ահա այս սկզբունքով, 2020 թվականի սկզբին, պայմանավորված նոր կորոնավիրուսի ի հայտ գալով, համաշխարհային ֆոնդային շուկայում ֆինանսական գործիքների վաճառքի մեծ ալիք սկսվեց, ինչը խիստ բացասական ազդեցություն ունեցավ շուկայական գների վրա: Սակայն հետագա ամիսների ընթացքում ներդրողները լցվեցին դրական սպասումներով, և կապիտալի շուկան բռնեց վերականգնման ուղին: Արդեն տարվա վերջում շատ ոլորտների (օրինակ՝ տեխնոլոգիական և հաղորդակցության) ընկերություններ ծածկեցին կրած վնասները և ունեցան արժեթղթերի շուկայական արժեքի զգալի աճ: Նույնը, սակայն, չենք կարող ասել էներգետիկ, ֆինանսական և անշարժ գույքի ոլորտների ընկերությունների մասին, որոնց բաժնետիրուհիները զնեղ շարունակում են զիջել տարեսկզբյան մակարդակը: Հայ ներդրողները նույնպես համարժեք արձագանքեցին համավարակին, և տարեսկզբին Հայաստանի կապիտալի շուկայում ևս նկատվեց աշխուժացում ու շուկայից միջոցների արտահոսք:

Հիմնաբառեր. կորոնավիրուսային համավարակ, ճգնաժամ, կապիտալի շուկա, ֆոնդային ինդեքսներ, ներդրումային ֆոնդի փայեր, կորպորատիվ պարտավորումներ, պետական պարտավորումներ

Ներածություն: 2019 թվականի վերջին ամիսներին սկիզբ առած և 2020 թվականի ընթացքում բուռն տարածում ստացած կորոնավիրուսային համավարակն արդեն հասցրել է խլել միլիոնավոր մարդկային կյանքեր, և այս թիվը շարունակում է աճել: Շատ ավելի մեծ է կորոնավիրուսով վարակվածների թիվը: Թեև վերջին շրջանում համավարակի բուժման եղանակների կատարելագործումը և պատվաստանյութերի ստեղծումը իրավիճակի բարելավման հույսեր են ներշնչում, այնուամենայնիվ, համավարակն արդեն իսկ հասցրել է հանգեցնել ոչ միայն սոցիալական, այլ նաև տնտեսական աղետի: 2020 թվականի ընթացքում համաշխարհային տնտեսությանը հասցված վնասների ծավալն ահռելի է: Նման ճգնաժամ համաշխարհային տնտեսությունը չի տեսել երկրորդ համաշխարհային պատերազմից ի վեր:

Բնականաբար, ճգնաժամից չէր կարող խուսափել ֆինանսական և հատկապես կապիտալի շուկան: Զարգացած երկրների կապիտալի շուկաները գերճկուն են և գործում են տնտեսության իրական հատվածից մի քանի ամիս առաջ շեղվածքով, ուստի պատահական չէ, որ շատ դեպքերում ֆինանսական շուկաների վարքագծի ուսումնասիրությունը թույլ է տալիս կանխատեսել սպասվող տնտեսական ճգնաժամը: Ահա այդպիսի իրավիճակ ստեղծվեց նաև համավարակի ազդեցությամբ, երբ տնտեսության անկումից ամիսներ առաջ կապիտալի համաշխարհային շուկայում արդեն սկսվել էր քաոսը:

Հետազոտության նպատակն է բացահայտել կորոնավիրուսային համավարակի ազդեցությունը կապիտալի համաշխարհային և ազգային շուկաների վրա:

Այդ առումով, ուսումնասիրվել են շուկայի մասնակիցների վարքագիծը ճգնաժամային իրավիճակներում, առանձնացվել առավել խոր ցնցումներ ապրած ոլորտները, վերլուծվել է ՀՀ կորպորատիվ և պետական պարտատոմսերի շուկայի արձագանքը ճգնաժամային իրավիճակին՝ հիմնվելով պետական և կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայական գործարքների ծավալի և եկամտաբերության փոփոխության վրա:

Գրականության ակնարկ: Կապիտալի համաշխարհային շուկայի հիմնական առանձնահատկություններից է խիստ կարգավորված համակարգ չհամարվելը: Այն ձևավորվել է ինքնակազմակերպման արդյունքում և խիստ զգայուն է արտաքին միջավայրի ազդակների նկատմամբ¹: Այդ է պատճառը, որ ինչպես 2020 թվականի համավարակով պայմանավորված ճգնաժամը, այնպես էլ նախորդ տնտեսական ճգնաժամերը իրենց ազդեցությունն են ունեցել կապիտալի շուկայի վրա: «Ֆորբս» ամսագրի ավագ խմբագիր Մայք Փայթոնը ուսումնասիրել է վերջին մի քանի ճգնաժամերի ազդեցությունը կապիտալի համաշխարհային շուկայի վրա: Ըստ նրա ուսումնասիրությունների՝ 2007-2009 թվականների համաշխարհային ճգնաժամի սկզբնական շրջանում, երբ անշարժ գույքի շուկայում ֆինանսական պղպաղակ պայթեց, ամերիկյան բաժնետոմսերը գերազնահատված էին ընդամենը 2.7%-ով, սակայն հետագայում գները շարունակեցին անկում ապրել՝ 2007 թվականի հոկտեմբերի 9-ի դրությամբ կորցնելով իրենց շուկայական արժեքի 53.78%-ը: Ծգնա-

¹ Տե՛ս **Можейко М.А.**, Синергетика /Всемирная энциклопедия: Философия / Гл. научн. ред. и сост. А.А. Грицанов. «Харвест, Современный литератор», 2001, էջ 932:

ժամի վերջին տարում բաժնետոմսերը ծածկեցին իրենց կորուստների 14%-ը՝ ճգնաժամն ավարտելով 40% անկմամբ:

2001 թվականի տեխնոլոգիական ճգնաժամի հետևանքները հարաբերականորեն ավելի մեղմ էին: Բաժնետոմսերի անկում արձանագրվեց ճգնաժամի սկսվելուց 13 ամիս անց և տևեց 8 ամիս: Այս ընթացքում բաժնետոմսերի գինը երկու անգամ կտրուկ անկում ապրեց՝ մարտի 24-ին և սեպտեմբերի 21-ին: Բաժնետոմսերն իրենց նվազագույն արժեքին հասան 2002 թվականի հոկտեմբերի 9-ին՝ ճգնաժամից մոտ մեկ տարի անց: Այդ ժամանակ բաժնետոմսերի գների անկումը 2000 թվականի հունվար ամսվա համեմատությամբ կազմեց 38%: Կապիտալի շուկայի անկումը մեծ է եղել նաև 1973–1975 թվականների ճգնաժամի ընթացքում, երբ բաժնետոմսերը կորցրին արժեքի 43%-ը²:

Ինչ վերաբերում է 2020 թվականին կորոնավիրուսային համավարակով պայմանավորված ճգնաժամին, ապա չկա որևէ պատմական նախադեպ, որը կարող ենք ուղղակիորեն օգտագործել: Իրականում, նախկինում ոչ մի ճգնաժամ չի սկսվել այսպես. գործ ունենք համաշխարհային, առողջապահական մի իրադարձության հետ, որն իր ազդեցությունը միաժամանակ թողնում է առաջարկի և պահանջարկի վրա այն ժամանակահատվածում, երբ կենտրոնական բանկերը պահուստային հզորություն չունեն արդեն իսկ գոյություն ունեցող գրոյական կամ բացասական տոկոսադրույքների պատճառով³:

Ֆինանսական շուկաների մասով վերլուծությունները ցույց են տալիս, որ որոշ երկրներում, ինչպիսիք են Իսպանիան և Իտալիան, ֆինանսական շուկաների անկումը բարձր կոռելյացիայի մեջ է գտնվում կորոնավիրուսից վարակման դեպքերի հետ, և դրանց հետագա վերականգնումը կապված կլինի տվյալ երկրի ներսում վարակի զարգացման ընթացքի հետ: Մինչդեռ ԱՄՆ-ում, Ռուսաստանում կամ Չինաստանում ֆինանսական շուկաների անկումն ուղղակիորեն կապված չէ վարակման դեպքերի հետ, և վերականգնումը կախված է այդ երկրների կառավարությունների և բիզնեսի ձեռնարկած գործողություններից⁴:

Ինչ վերաբերում է ՀՀ ֆինանսական շուկաներին, ապա տարեսկզբին ՀՀ ԿԲ պահուստները կամ նախորդ տարվա ընթացքում շուկայից գնված արտարժույթի ծավալը բավարար են՝ զսպելու ներքին շուկայում առաջացած ցնցումները: Բացի այդ, ՀՀ ֆինանսական և մասնավորապես՝ բանկային համակարգը բավարար իրացվելիություն ունի՝ դիմակայելու բացասական սցենարներին: Այս առումով, ամենաէական խնդիրը ֆինանսական համակարգում հնարավոր խուճապի զսպումն ու իրավիճակի շարունակականությամբ պայմանավորված տնտեսական զարգացումներին դիմակայելն է⁵:

Հետազոտության մեթոդաբանություն: Հետազոտության մեջ որպես կապիտալի շուկայի վրա համավարակով պայմանավորված ճգնաժամի ազ-

² Տե՛ս Patton M., How Stocks Performed During The Past 6 Recessions, 2020.

<https://www.forbes.com/sites/mikepatton/2020/03/30/how-stocks-performed-during-the-past-6-recessions/?sh=787cc3c1339d>

³ Տե՛ս <https://medialab.am/85527/>

⁴ Տե՛ս **Наумов И. А.**, Влияние пандемии коронавируса на финансовые рынки, 2020:

⁵ Տե՛ս **Աղաբեկյան Է.**, Ինչ ազդեցություն է ունենում կորոնավիրուսով պայմանավորված ճգնաժամը ՀՀ ֆինանսական շուկաների վրա, «Ամբերդ» տեղեկագիր, մարտ, 2020:

դեցության գնահատման հիմք դիտարկվել են ֆինանսական գործիքների շուկայական արժեքները: Առավել ընդհանրական պատկեր ստանալու նպատակով ուսումնասիրվել են ոչ թե առանձին ընկերությունների բաժնետոմսերի շուկայական արժեքները, այլ այդ բաժնետոմսերի հիման վրա ձևավորված ամերիկյան, եվրոպական և ասիական բորսայական ինդեքսների շուկայական արժեքի փոփոխությունը 2020 թվականի ընթացքում՝ ըստ օրերի:

Առանձին ոլորտների ընկերությունների բաժնետոմսերի վրա համավարակի ազդեցության վերլուծության նպատակով ուսումնասիրվել են Standard & Poor's Depository Receipt ներդրումային ֆոնդի բնագավառներ ընդգրկող ֆոնդերի՝ բորսայում ցուցակված փայերի շուկայական արժեքները: Վերը նշված ֆոնդերից հետազոտության ընթացքում դիտարկվել են XLE ֆոնդը, որի պորտֆելը բաղկացած է էներգետիկ ոլորտի ընկերությունների բաժնետոմսերից, XLRE ֆոնդը, որը ներկայացնում է անշարժ գույքի ոլորտը, ինչպես նաև տեխնոլոգիական ոլորտի XLK, հաղորդակցության ոլորտի XLC, կոմունալ ծառայությունների բնագավառը ներկայացնող XLU, արդյունաբերության ոլորտի XLI և ֆինանսական բնագավառի ընկերությունների բաժնետոմսերից բաղկացած XLF ֆոնդի փայերի շուկայական արժեքների փոփոխությունը 2020 թվականին:

Բորսայական գործարքների վերլուծության համար հիմք են ընդունվել Նասդաքում և Նյու Յորքի ֆոնդային բորսայում իրականացված գործարքները, քանի որ նշված բորսաներում ցուցակված է համաշխարհային կապիտալի շուկան ձևավորող ֆինանսական գործիքների հիմնական մասը: Քանի որ դիտարկված ինդեքսներում և ֆոնդերի պորտֆելներում գերակշիռ մասը կազմում են ամերիկյան ընկերությունների բաժնետոմսերը, հետազոտության մեջ առանձնակի ուշադրություն է դարձված նաև ԱՄՆ-ի մի քանի տնտեսական ցուցանիշների վրա: Տնտեսական իրադրության բացահայտման նպատակով որպես հիմք են ընդունվել Արժույթի միջազգային հիմնադրամի հոկտեմբերյան զեկույցում տեղ գտած տնտեսական ցուցանիշները և կանխատեսումները:

Ազգային կապիտալի շուկայի վրա ճգնաժամի ազդեցության գնահատման նպատակով, առաջին հերթին, վերլուծվել են ԱՄՆ դոլար – ՀՀ դրամ փոխարժեքի վրա ազդող գործոնները՝ դրամի արժեզրկման պատճառները բացահայտելու նպատակով: Ուսումնասիրվել է նաև պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության փոփոխությունը 2020 թվականի ընթացքում, և դրա վրա ազդող գործոնների ազդեցության բացահայտման նպատակով Eviews 10 ծրագրի միջոցով կազմվել է ռեգրեսիոն մոդել: Ուսումնասիրվել են նաև պետական և կորպորատիվ պարտատոմսերով առաջնային և երկրորդային շուկաներում իրականացված գործարքները, քանի որ 2009 թվականի փորձը ցույց է տալիս, որ ճգնաժամային իրավիճակում պարտատոմսերով գործարքների ծավալի մեծացումը վկայում է շուկայում խուճապի առկայության և շուկայից դրամական միջոցների արտահոսքի մասին: ՀՀ բաժնետոմսերի շուկային անդրադարձ չի կատարվել, քանի որ տվյալ շուկան Հայաստանում դեռևս բավարար չափով զարգացած և ճկուն չէ տնտեսական ցնցումներին արձագանքելու համար:

Վերլուծություն: Համաշխարհային տնտեսության պատմության մեջ 2020 թվականը կմնա որպես աղետալի և նախադեպը չունեցող ճգնաժամային

տարի, որի կործանարար հետևանքները գերազանցում են անգամ 2007–2009 թվականի ճգնաժամի պատճառով տնտեսությանը հասցված վնասները: Այսպես՝ Արժույթի միջազգային հիմնադրամի հոկտեմբերյան կանխատեսմամբ համաշխարհային տնտեսական անկումը միայն 2020 թվականին կկազմի 4.4%, ինչը 44 անգամ գերազանցում է 2009 թվականի 0.1% տնտեսական անկումը: Զարգացող երկրների պարագայում վերջին 40 տարիների ընթացքում առաջին անգամ տնտեսական աճի տեմպը կիրապարակվի բացասական մեծությամբ. 2020 թ. զարգացող երկրների համար կանխատեսվում է 3.3% տնտեսական անկում, մինչդեռ 2009 թ. այս երկրներում գրանցվել էր 2.8% տնտեսական աճ: Զարգացած երկրների համար տնտեսական աճի տեմպը 2020 թվականին կկազմի -5.8%⁶:

Բնականաբար, ճգնաժամը չէր կարող շրջանցել ֆինանսական և հատկապես կապիտալի շուկան, ընդհակառակը՝ դեռևս 2020 թ. փետրվար-մարտ ամիսներին, երբ Միացյալ Նահանգներում կորոնավիրուսից մահացածների թիվը չէր անցնում մի քանի տասնյակից, և չկային խիստ սահմանափակումներ, շուկայի մասնակիցներն արդեն իսկ կանխատեսում էին սպասվող անկումը, և շուկայում սկսվել էր աննախադեպ վաճառք: 2020 թվականի մարտին Նյու Յորքի ֆոնդային բորսայում բաժնետոմսերով իրականացված գործարքների ծավալը կազմում էր մոտ 42.2 միլիարդ ԱՄՆ դոլար, ինչը գրեթե կրկնակի գերազանցում էր 2019 թվականի նույն ամսին իրականացված գործարքների ծավալը, իսկ Նասդաքում բաժնետոմսերով բորսայական գործարքների ծավալը 2020 թվականի մարտ ամսին կազմում էր 59.4 միլիարդ ԱՄՆ դոլար՝ 2.2 անգամ ավելի, քան 2019 թվականի մարտ ամսին⁷:



Գծապատկեր 1. Ամերիկյան S&P 500, Nasdaq 100 և Dow Jones Industrial Average ինդեքսների շուկայական արժեքի փոփոխությունը 2020 թվականի ընթացքում⁸

Բնականաբար, նման մեծածավալ վաճառքը հանգեցրեց ֆինանսական գործիքների շուկայական արժեքի կտրուկ անկման. 2020 թվականի մարտի 23-ի դրությամբ, երբ գրեթե բոլոր ոլորտների բաժնետոմսերի շուկայական գները հասել էին իրենց նվազագույն արժեքին, Nasdaq 100 ինդեքսը կորցրել

⁶ Տե՛ս International Monetary Fund, World Economic outlook, October, 2020, էջ 10:

⁷ Աղբյուրը՝ https://markets.cboe.com/us/equities/market_statistics/historical_market_volume/

⁸ Աղբյուրը՝ <https://app.koyfin.com/charts/gm/id-5rg2y9#>

էր իր արժեքի 21%-ը, S&P 500 ինդեքսը՝ 31.3%-ը, Dow Jones Industrial Average ինդեքսը՝ 35.5%-ը (գծապատկեր 1): Գրեթե նույն պատկերն էր նաև եվրոպական և ասիական շուկաներում: Ֆրանսիական CAC 40, բրիտանական FTSE 100 և գերմանական DAX 30 ինդեքսների արժեքը 2020 թվականի մարտ ամսվա ընթացքում արժեզրկվեց շուրջ 30%-ով: Իրավիճակն ավելի մեղմ էր ասիական շուկայում: Ճապոնական NIKKEI 225 և ռուսական MOEX ինդեքսները 2020 թվականի մարտ ամսին կորցրին արժեքի մոտ 22%-ը: Սակայն ապրիլի կեսերից արդեն այս ինդեքսները սկսեցին վերականգնվել. ռուսական ինդեքսն ավելի թույլ, իսկ ճապոնականը՝ արագ տեմպերով: Արդյունքում՝ MOEX ինդեքսի արժեքը տարեսկզբյան մակարդակի նկատմամբ աճեց 2.76%-ով, իսկ NIKKEI ինդեքսը՝ 10.74%-ով: Անկումն ավելի փոքր էր չինական SHANGHAI 50 ինդեքսի պարագայում. 11%՝ պայմանավորված այն հանգամանքով, որ համավարակը սկսվել էր հենց այս երկրում, և ինդեքսի տատանումները սկսվել էին ավելի վաղ: Հետևաբար՝ վերականգնման գործընթացը նույնպես ավելի շուտ սկսվեց, և ինդեքսի արժեքը տարեվերջին աճեց 14.78%-ով (գծապատկեր 2):



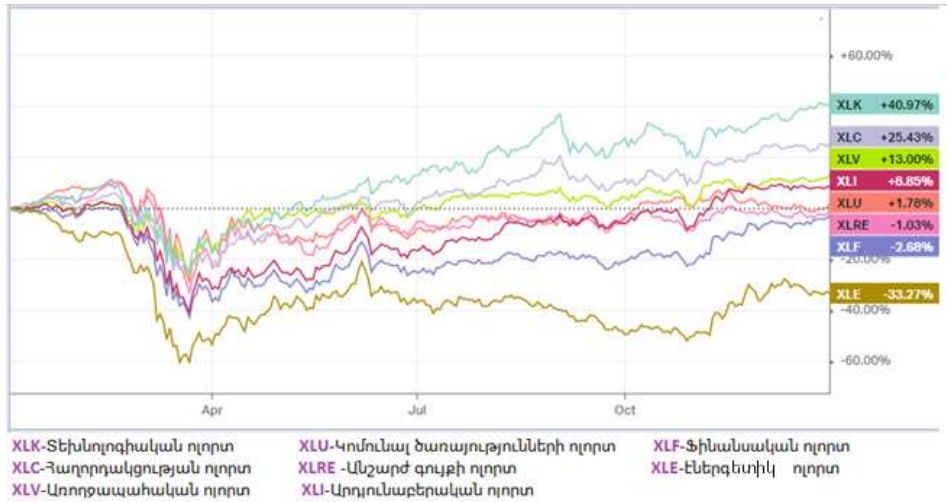
Գծապատկեր 2. Բրիտանական (UKX), ֆրանսիական (CAC), գերմանական (DAX), ճապոնական (NKY), չինական (SSE50) և ռուսական (INDEXCF) ինդեքսների շուկայական արժեքի փոփոխությունը 2020 թ.⁹

Համավարակի ազդեցությունն առանձնակի մեծ էր էներգետիկ ոլորտի ընկերությունների բաժնետոմսերի գնի վրա: Այս բնագավառի ընկերությունների բաժնետոմսերով ձևավորված XLE ներդրումային ֆոնդի փայը 2020 թվականի մարտին ունեցավ մոտ 60% գնանկում, իսկ ըստ տարեկան տվյալների՝ փայի արժեքը նվազեց 33.27%-ով (գծապատկեր 3): Նման անկումը պատահական չէր, քանի որ ֆոնդի պորտֆելի 56.64%-ը բաղկացած է նավթի և բնական գազի արդյունահանմամբ և վերամշակմամբ զբաղվող ընկերությունների բաժնետոմսերի¹⁰, իսկ միջազգային ուղևորությունների՝ համավարակով պայմանավորված սահմանափակումները հանգեցրին նավթի համաշ-

⁹ Աղբյուրը՝ <https://app.koyfin.com/charts/gm/id-n44e93?view=chart>

¹⁰ Տե՛ս <https://finsovetnik.com/etf-energy-select-sector-spdr-xle/>

խարհային պահանջարկի կոլապսի, և 2020 թվականի փետրվար-ապրիլ ամիսներին նավթի գինը 60%-ով նվազեց¹¹:



Գծապատկեր 3. SPDR էներգումային ֆոնդի փայերի շուկայական արժեքի փոփոխությունը 2020 թվականի ընթացքում՝ ըստ ոլորտների¹²

2020 թվականի ապրիլին միջազգային ավիաթիչքների միջին թիվը, ըստ Flightradar24-ի, կազմել է 65,837, մինչդեռ 2019 թվականի նույն ժամանակահատվածում այդ ցուցանիշը 175,816¹³ էր: Արդյունքում՝ Միջազգային էներգետիկ գործակալությունը (The International Energy Agency-IEA) իր ապրիլյան զեկույցում 2020 թվականի ընթացքում կանխատեսում է նավթի նկատմամբ պահանջարկի անկում օրական 8.1 միլիոն բարելով¹⁴:

Հիմնվելով անշարժ գույքի ոլորտի ընկերությունների բաժնետոմսերից բաղկացած XLRE ֆոնդի փայի արժեքի տատանումների վրա՝ կարող ենք պնդել, որ կորոնավիրուսային համավարակի հետևանքով առավել խոշոր կորուստներ կրած բնագավառներից է նաև անշարժ գույքի ոլորտը: 2020 թվականի առաջին կեսին զգալի ցնցումներ նկատվեցին ԱՄՆ-ի անշարժ գույքի շուկայում: Միացյալ Նահանգներում 2020 թվականի ապրիլին առաջնային շուկայից անշարժ գույքի առավաճառքի ծավալներում տարվա սկզբի համեմատությամբ նկատվեց մոտ 26.4% անկում, իսկ երկրորդային շուկայում առավաճառքի ծավալները փետրվար-մայիս ամիսներին նվազեցին 32%-ով: Այնուամենայնիվ, տարվա երկրորդ կեսին, պայմանավորված հատկապես հիպոտեկային վարկերի տոկոսադրույքի նվազմամբ, ԱՄՆ-ի անշարժ գույքի շուկայում որոշակի աշխուժացում սկսվեց, և 2020 թվականի վերջին եռամսյակում վաճառքի ծավալները անգամ գերազանցեցին տարեսկզբի ցուցանիշները¹⁵: Արդյունքում՝ անշարժ գույքի ոլորտն արտացոլող XLRE ֆոնդի փայի

¹¹ Տե՛ս International Monetary Fund, World Economic outlook, October, 2020, էջ 42:

¹² Աղբյուրը՝ <https://app.koyfin.com/charts/gm/et-j6123q>

¹³ Տե՛ս <https://www.flightradar24.com/data/statistics>

¹⁴ Տե՛ս International Monetary Fund, World Economic outlook, October, 2020, էջ 44:

¹⁵ Տե՛ս <https://tradingeconomics.com/united-states/existing-home-sales>

արժեքի անկումը, տարեկան հաշվարկով, կազմեց ընդամենը 1.03%՝ մարտ ամսվա 33% անկման փոխարեն (գծապատկեր 3):

Ինչ վերաբերում է առողջապահական ոլորտին, ապա ներդրողների սպասումները չարդարացան, և ոլորտի XLV ֆոնդի փայի տարեկան աճը կազմեց ընդամենը 13%, մինչդեռ 2019 թվականին աճել էր 22.3%-ով¹⁶ (գծապատկեր 3): Բնականաբար, կորոնավիրուսի դեմ պատվաստանյութի արտադրությամբ զբաղվող ընկերությունների պարագայում պատկերն այլ էր. այսպես՝ «Մոդերնա» ընկերության բաժնետոմսի շուկայական գինը, որը 2019 թվականի վերջին չէր գերազանցում 24 ԱՄՆ դոլարը, 2020 թվականի ընթացքում սկսեց սրընթաց աճել՝ դեկտեմբերին հասնելով իր արժեքի գագաթնակետին՝ 169.86 ԱՄՆ դոլար: Դեկտեմբերի երկրորդ կեսին, սակայն, այս բաժնետոմսի գինը սկսեց անկում ապրել, և դեկտեմբերի 31-ի դրությամբ կազմում էր 104.47 ԱՄՆ դոլար¹⁷:

Ընդհանուր առմամբ, 2020 թվականի մայիսից, չնայած կորոնավիրուսի երկրորդ ալիքի սպասումներին, շուկայի մասնակիցները լցվեցին կարգավորման հույսով: Արդյունքում՝ կապիտալի շուկայում ստեղծված քաոսը դադարեց, և ֆինանսական գործիքների շուկայական գները վերականգնվեցին. շատ դեպքերում տարին ավարտվում էր նախորդ տարվա համեմատությամբ դրական աճով: Այսպես՝ S&P 500 ինդեքսի արժեքի տարեկան աճը կազմել է 16.65%, Dow Jones Industrial Average ինդեքսինը՝ 7.62%, իսկ Nasdaq 100 ինդեքսի արժեքը գրեթե կրկնապատկվել է՝ աճելով 48%-ով (գծապատկեր 1): Գերմանական DAX ինդեքսը նույնպես, չնայած մարտի 30% անկմանը, վերականգնվել է՝ ունենալով արժեքի 6.26% տարեկան աճ: Նույնը, սակայն, չենք կարող ասել բրիտանական FTSE և ֆրանսիական CAC ինդեքսների մասին, որոնց արժեքի տարեկան աճը բացասական է, համապատասխանաբար՝ -18.24% և -10.49% (գծապատկեր 2): Պայմանավորված հեռավար աշխատանքի և ուսուցման ծավալների գերաճով՝ առաջընթաց ապրեցին հաղորդակցության և տեխնոլոգիական ոլորտի ընկերությունները. տեխնոլոգիական ոլորտը ներկայացնող XLC ֆոնդի փայի արժեքի տարեկան աճը կազմեց մոտ 41%, իսկ հաղորդակցությունների ոլորտի XLC ֆոնդի փայի արժեքն աճեց 25.43%-ով (գծապատկեր 3):

Այնուամենայնիվ, աշխարհում ճգնաժամային իրավիճակը շարունակվում է, և քայլեր են ձեռնարկվում դրա հաղթահարման ուղղությամբ: Նմանատիպ նախաձեռնություններից է Եվրոպական միության՝ համավարակից վերականգնման փաթեթ-ֆոնդը՝ 750 միլիարդ եվրո ծավալով, որը նախատեսում է դրամական և բնաիրային օգնություն խոշոր վնասներ կրած ընկերություններին և տնային տնտեսություններին, աշխատավարձային սուբսիդիաներ՝ զբաղվածությունը պահպանելու նպատակով, հարկային արտոնություններ և այլն: Ինչ վերաբերում է ԱՄՆ-ին, ապա Դաշնային պահուստների համակարգը հայտարարել է իր դրամավարկային քաղաքականությունում փոփոխություններ մտցնելու մասին՝ գնաճի մակարդակի կարգավորման նպատակով¹⁸: Վերջինս 2020 թվականի ապրիլից ի վեր ցածր է իր թիրախային

¹⁶ Տե՛ս <https://app.koyfin.com/charts/gm/et-3q29co>

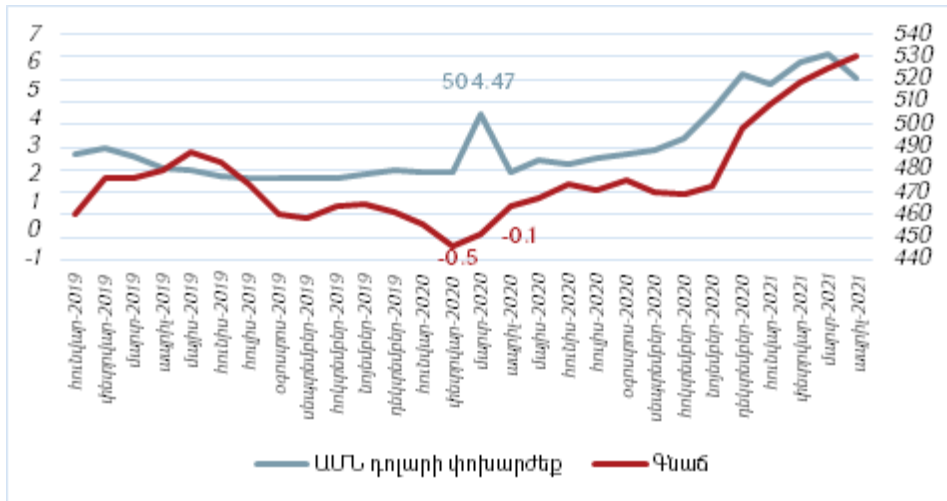
¹⁷ Տե՛ս <https://ru.tradingview.com/chart/?symbol=NASDAQ%3AMRNA>

¹⁸ Տե՛ս International Monetary Fund, World Economic outlook, October, 2020, էջ 5:

մակարդակից՝ 2%-ից¹⁹: 2020 թվականի դեկտեմբերի 27-ին ԱՄՆ-ի նախագահը ստորագրեց տնտեսությունում 900 միլիարդ ԱՄՆ դոլարի ներարկման վերաբերյալ օրենքը, որը նախատեսված է տնային տնտեսությունների, փոքր բիզնեսի, դպրոցների և երեխաների կարիքները հոգալու, գործազրկության մակարդակի նվազեցման, ինչպես նաև կորոնավիրուսի դեմ պատվաստանյութի բաշխման ծախսերը հոգալու համար²⁰:

Եթե տնտեսության կարգավորման այս և նմանատիպ այլ քայլեր, այնուամենայնիվ, չհանգեցնեն գնաճի մակարդակի վերականգնմանը, և ՀՆԱ-ն շարունակի նվազել, սա կարող է շուկայում ցնցումների և վաճառքի նոր ալիքի առաջացման լուրջ պատճառ դառնալ:

Ինչ վերաբերում է հայրենական շուկային, սպա այս պարագայում ևս առանցքային էր սպասումների դերը, որոնք, առաջին հերթին, կապված էին ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի բարձրացման հետ: 2020 թվականի մարտի երկրորդ կեսից ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքը սկսեց արագ տեմպերով աճել և մարտի վերջին արդեն հասեց 500 դրամի շեմը²¹: ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի բարձրացման պատճառների բացահայտման համար դիտարկենք դրա վրա ազդող գործոնների վարքագիծը նույն ժամանակահատվածում:



Գծապատկեր 4. ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի և գնաճի մակարդակի ցուցանիշները 2019 թ. հունվարից 2021 թ. ապրիլին ընկած ժամանակահատվածում²²

Այդ գործոններից առաջինը գնաճն է: Հայաստանի պարագայում գնաճի և փոխարժեքի միջև կոռելյացիայի մակարդակը բավականին բարձր է՝ 0.6²³, ինչը նշանակում է, որ գնաճը կարող է ուղղակիորեն ազդեցություն ունենալ դրամի արժեքի վրա, սակայն, ըստ գծապատկեր 4-ի, 2020 թվականի մար-

¹⁹ Տե՛ս <https://tradingeconomics.com/united-states/core-inflation-rate>

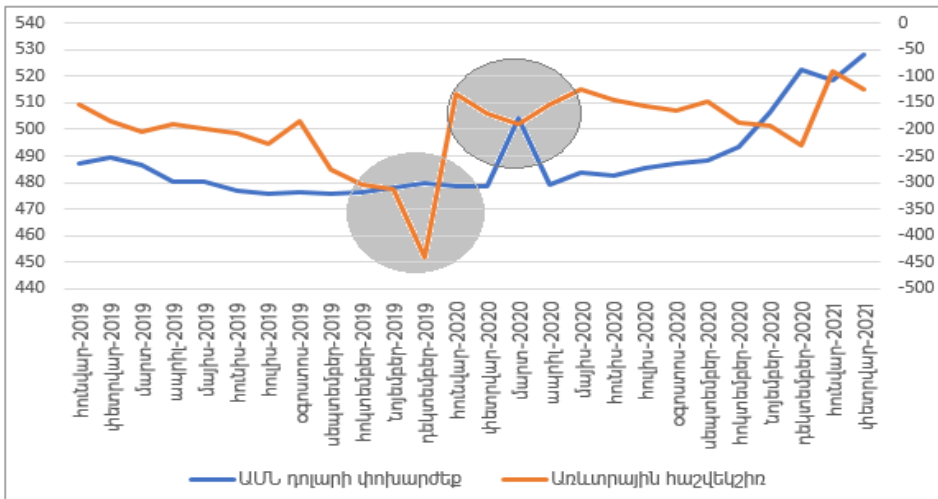
²⁰ Տե՛ս <https://www.washingtonpost.com/business/2020/12/20/stimulus-package-details/?fbclid=IwAR3slXyzfRsOKn3Xn64wqBJQGGSnbkYDeFDzGjMGbKtUltiqsx3qz25b370>

²¹ Տե՛ս <https://www.cba.am/am/SitePages/ExchangeArchive.aspx>

²² Տե՛ս <https://www.cba.am/am/SitePages/ExchangeArchive.aspx>, <https://tradingeconomics.com/armenia/inflation-cpi>

²³ Հաշվարկվել է ըստ վերջին 5 տարվա ամսական տվյալների:

տին, երբ փոխարժեքը հասավ 504.47-ի, գնաճի մակարդակը կազմում էր -0,1%: Իհարկե, դրամի՝ 2020 թվականի վերջից սկսված և 2021 թվականին շարունակվող արժեզրկումն արդեն իր վրա կրում է հետզհետե մեծացող գնաճի ազդեցությունը, սակայն 2020 թվականի մարտին փոխարժեքի բարձրացման վրա գնաճի մակարդակի ազդեցությունը բացառվում է:



Գծապատկեր 5. ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի և առևտրային հաշվեկշռի ցուցանիշները 2019 թ. հունվարից 2021 թ. փետրվարն ընկած ժամանակահատվածում²⁴

Նույնկերպ բացառվում է նաև առևտրային հաշվեկշռի ազդեցությամբ դրամի արժեզրկումը: Թեև 2020 թվականի մարտին առևտրային հաշվեկշռի որոշակի անկում գրանցվեց, սակայն ճիշտ չի լինի փոխարժեքի բարձրացումը կապել այդ հանգամանքի հետ, քանի որ նույն սկզբունքով 2019 թվականի վերջին առևտրային հաշվեկշռի կտրուկ վատթարացումը (-440 մլն ԱՄՆ դոլար) փոխարժեքի վրա որևէ էական ազդեցություն չէր ունեցել (գծապատկեր 5):

Ինչ վերաբերում է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքին, ապա Կենտրոնական բանկը 2020 թվականի մարտի 17-ին այն իջեցրեց՝ դարձնելով 5.25%²⁵, սակայն դա նույնպես չկանգնեցրեց դրամի արժեզրկման գործընթացը:

Որպես փոխարժեքի վրա ազդող կարևոր գործոն կարելի է դիտարկել նաև ԱՄՆ դոլարի ինդեքսի ցուցանիշը, հատկապես որ ԱՄՆ դոլար/ՀՀ դրամ փոխարժեքը և ԱՄՆ դոլարի ինդեքսը մինչև 2017 թվականը ակնհայտորեն դրական են կոռելացված (գծապատկեր 6): Այսինքն՝ 2020 թվականի մարտին ԱՄՆ դոլար/ՀՀ դրամ փոխարժեքի բարձրացումը կարելի է ինչ-որ չափով պայմանավորել ԱՄՆ դոլարի՝ մյուս արժույթների նկատմամբ արժևորմամբ, ինչն այդ ժամանակահատվածում պայմանավորված էր նավթի գների կտրուկ անկմամբ, որի մասին վերը արդեն խոսվել է:

²⁴ Տե՛ս <https://www.cba.am/am/SitePages/ExchangeArchive.aspx>, <https://tradingeconomics.com/armenia/balance-of-trade>

²⁵ Տե՛ս <https://www.cba.am/am/SitePages/fmompinterestrates.aspx>

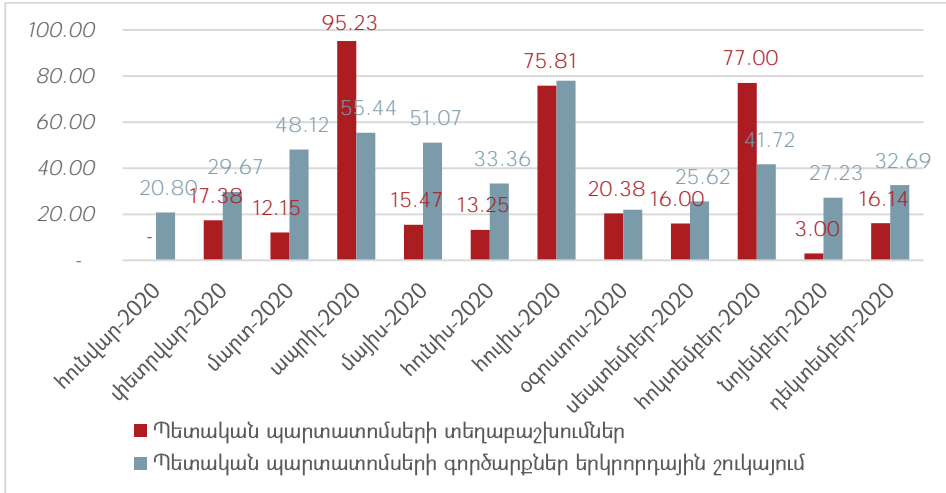


Գծապատկեր 6. ԱՄՆ դոլար/ՀՀ դրամ փոխարժեքի և ԱՄՆ դոլարի ինդեքսի արժեքների փոփոխությունը 2010–2021 թվականներին²⁶

Սակայն ԱՄՆ դոլարի ինդեքսի բարձրացումը նույնպես չի կարող դիտարկվել որպես փոխարժեքի բարձրացման վրա ազդող հիմնական պատճառ, հատկապես որ 2020 թվականի վերջին և 2021 թվականին, պատերազմական իրավիճակով և ճգնաժամի խորացմամբ պայմանավորված, դրամի արժեզրկումը շարունակվում է՝ ի տարբերություն ԱՄՆ դոլարի ինդեքսի արժեքի բարձրացման (գծապատկեր 6):

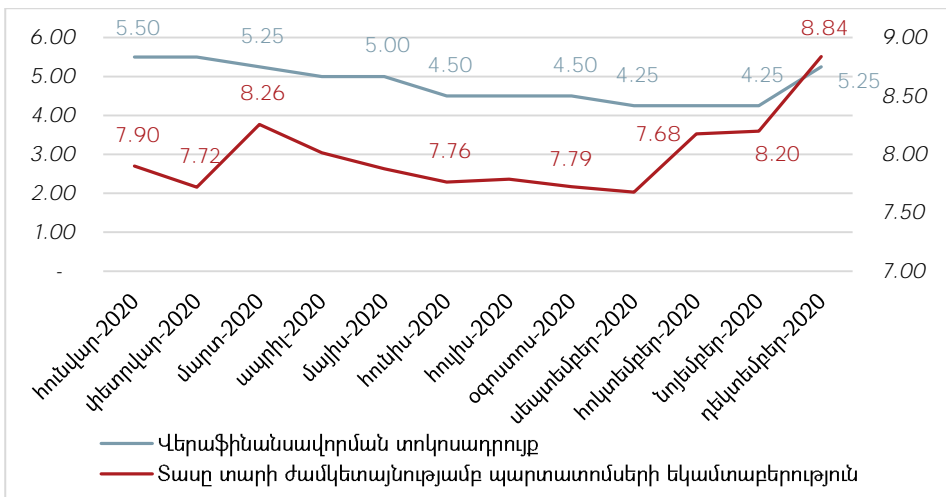
Այսպիսով՝ վերը բերված փաստարկները վկայում են, որ 2020 թվականի սկզբին փոխարժեքի բարձրացման և կապիտալի շուկայում իրարանցումների առաջացման հիմնական պատճառը ներդրողների սպասումներն են: Փոխարժեքի բարձրացման սպասումները հանգեցնում են այն բանին, որ ներդրողները սկսում են ակտիվորեն ձեռք բերել արտարժույթ՝ մեծացնելով դրա նկատմամբ պահանջարկը՝ դրանով իսկ ավելի արժեզրկելով դրամը: Արտարժույթի ձեռքբերման համար դրամական միջոցներ ազատելու նպատակով շուկայում 2020 թվականի փետրվար-մարտ ամիսներին սկսվեց պետական պարտատոմսերի մեծածավալ վաճառք (գծապատկեր 7): Մարտին պետական պարտատոմսերով գործարքների ծավալը հասավ 48.12 միլիարդ ՀՀ դրամի, որն ավելի քան կրկնակի գերազանցում էր հունվար ամսին կատարված գործարքների ծավալը: Նման մեծածավալ վաճառքը հանգեցրեց դրամային միջոցների թանկացմանը, այն է՝ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության բարձրացմանը:

²⁶ Տե՛ս https://www.tradingview.com/chart/?symbol=FX_IDC%3AUSDAMD



Գծապատկեր 7. Պետական պարտապտմաներով առաջնային և երկրորդային շուկաներում կադրաված գործարքների ծավալը 2020 թ. (միլիարդ ՀՀ դրամ)²⁷

Ըստ գծապատկեր 8-ի՝ 2020 թվականի մարտին տասը տարի ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի եկամտաբերությունը հասավ 8.26-ի: Հետագա ամիսներին ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի կայունացմանը և Կենտրոնական բանկի կողմից վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի նվազեցմանը զուգահեռ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը սկսեց իջնել:



Գծապատկեր 8. Տասը տարի ժամկետայնությամբ պետական պարտապտմաների եկամտաբերությունը և վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը 2020 թ.²⁸

²⁷ Տվյալների աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ տեղեկագրեր, պետական պարտքի մասին տարեկան հաշվետվություններ:

²⁸ Տվյալների աղբյուրը՝ www.cba.am/ եկամտաբերության կորեր, www.cba.am/ տոկոսադրույքների գրաֆիկ:

Այսպիսով՝ կարող ենք ասել, որ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա ազդող հիմնական գործոններն են ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքը, վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը և երկրորդային շուկայում պետական պարտատոմսերով գործարքների ծավալը: Թվարկված գործոնների ազդեցությանը մաթեմատիկական գնահատական տալու նպատակով կառուցվել է ռեգրեսիոն մոդել: Մոդելում փոփոխականների արժեքները դիտարկվել են 5 տարվա՝ 2016–2020 թվականների համար՝ ըստ ամիսների: Մոդելը կառուցվել է փոքրագույն քառակուսիների մեթոդով: Արդյունքում՝ ստացվել է հետևյալ պատկերը.

$$D(Y) = 0.015D(X_1) + 0.471D(X_2) - 1.65D(X_3) - 0.1^{29},$$

որտեղ՝ Y -ը տասը տարի ժամկետայնությամբ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունն է, X_1 -ը՝ ԱՄՆ դոլար/ՀՀ դրամ փոխարժեքը, X_2 -ը՝ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը, X_3 -ը՝ երկրորդային շուկայում պետական պարտատոմսերով գործարքների ծավալը:

Մոդելում ընդգրկված փոփոխականները նշանակալի են 10% նշանակալիության միջակայքում: Ի սկզբանե մոդելում ներառվել են նաև պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկայում գործարքների ծավալը, ռեպո գործարքների ծավալը, գնաճի մակարդակը և փողի բազան, սակայն վերջիններս նշանակալի չլինելու պատճառով հեռացվել են մոդելից: Դարբին-Ուոթսոնի գործակցի արժեքը կազմում է 1.64, ինչը հավաստում է մոդելում ավտոկոռելյացիայի բացակայության մասին: Ուայթի և Բրեուշ Գոդֆրիի թեստերի միջոցով 10% նշանակալիության միջակայքում հերքվել է նաև մոդելում հետերոսկեդաստիկության առկայությունը: Ընտրված ցուցանիշների յուրաքանչյուր շարքի համար դրվել է նաև Դիկի-Ֆուլերի միավոր արմատ թեստը: Ստացված արդյունքները ցույց տվեցին, որ ընտրված ցուցանիշները ստացիոնար չէին, և դրանք մոդելում ներառվել են առաջին կարգի տարբերություններով:

Մոդելը ցույց է տալիս, որ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը դրական է կոռելյացված փոխարժեքի և վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի հետ: Եվ իսկապես, եթե կիրառենք մոդելը 2020 թվականի երկրորդ կեսի համար, կստանանք նույն պատկերը, ինչ տարեսկզբին: Գնաճի մակարդակի բարձրացմամբ, տնտեսական ակտիվության թուլացմամբ, հետպատերազմական իրավիճակով և չնվազող աշխարհաքաղաքական ռիսկերով պայմանավորված՝ ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքը սկսեց նորից աճել: Արդյունքում՝ դեկտեմբերի սկզբին ԱՄՆ դոլար/ՀՀ դրամ փոխարժեքը հասավ 506.98-ի, իսկ դեկտեմբերի կեսերին՝ 525-ի³⁰: Մյուս կողմից՝ Կենտրոնական բանկը մեկ տոկոսային կետով բարձրացրեց վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը՝ հասցնելով 5.25%-ի³¹: Ըստ այդմ՝ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը սկսեց աճել (գծապատկեր 8): Նույնը չենք կարող ասել պետական պարտատոմսերով գործարքների մասին: Ըստ մոդելի՝ դրանք հակառակ ուղղությամբ են ազդում պետական պարտատոմսերի եկամտաբե-

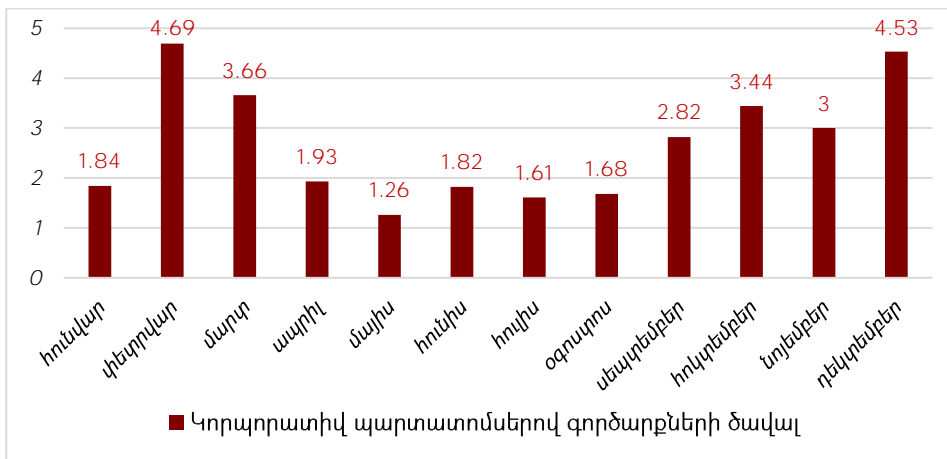
²⁹ Տվյալների աղբյուրը՝ www.cba.am/ եկամտաբերության կորեք, www.cba.am/ տոկոսադրույքների գրաֆիկ, www.cba.am/ ԿԲ տեղեկագրեր, www.cba.am/ փոխարժեքների արխիվ:

³⁰ Տե՛ս <https://www.cba.am/am/SitePages/ExchangeArchive.aspx>

³¹ Տե՛ս <https://www.cba.am/am/SitePages/fmoppiinterestrates.aspx>

րության վրա, սակայն, այլ հավասար պայմաններում, որքան մեծանում է պետական պարտատոմսերով գործարքների ծավալը երկրորդային շուկայում, այնքան իջնում է պարտատոմսերի գինը, բարձրանում՝ եկամտաբերությունը: Այնուամենայնիվ, պետական պարտատոմսերով երկրորդային շուկայում կատարվող գործարքների ծավալը չենք կարող միարժեքորեն պայմանավորել շուկայից միջոցների արտահոսքով: Երկրորդային շուկայի գործարքների ծավալի վրա կարող են ազդեցություն ունենալ միևնույն ժամանակահատվածում պետական պարտատոմսերի տեղաբաշխման ծավալները: Այսպես օրինակ՝ 2020 թվականի ապրիլ, հուլիս կամ հոկտեմբեր ամիսների մեծածավալ գործարքները պայմանավորված են այդ ամիսներին մեծածավալ տեղաբաշխումներով, համապատասխանաբար՝ 95.23, 75.81 և 77 միլիարդ ՀՀ դրամ ծավալով (գծապատկեր 7):

Ինչ վերաբերում է կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկային, ապա փետրվարին, երբ Հայաստանում դեռևս չկային կորոնավիրուսով վարակման դեպքեր, պայմանավորված համավարակի՝ Հայաստան ներթափանցման սպասումներով, սկսվել էր կորպորատիվ պարտատոմսերի մեծածավալ վաճառք: Կորպորատիվ պարտատոմսերով գործարքների ծավալը 2020 թվականի փետրվարին, նախորդ ամսվա համեմատությամբ, աճեց 155%-ով՝ հասնելով 4.69 միլիարդ ՀՀ դրամի (գծապատկեր 9): Հետագա ամիսներին, ինչպես արդեն նշվել է, ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի կայունացմամբ կայունացավ նաև իրավիճակը կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայում:

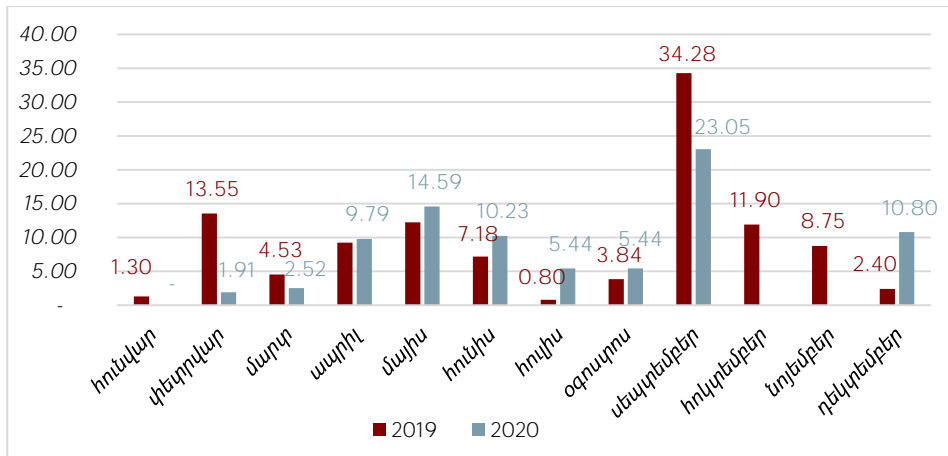


Գծապատկեր 9. Հայաստանի ֆոնդային բորսայում կորպորատիվ պարտապարտմսերով իրականացված գործարքների ծավալը 2020 թ. (միլիարդ ՀՀ դրամ)³²

ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայում հաջորդ աշխուժացումը նկատվեց արդեն տարվա վերջին եռամսյակում, որը, սակայն, պայմանավորված էր ոչ թե կորոնավիրուսի երկրորդ ալիքով, այլ սեպտեմբերի 27-ին Ադրբեջանի սանձազերծած լայնածավալ պատերազմով: Ներդրողների շրջանում ՀՀ ֆինանսական համակարգի հանդեպ դեռևս չմարած անվստահու-

³² Աղբյուրը՝ Հայաստանի ֆոնդային բորսայի ամսական տեղեկագրեր և առևտրի տվյալներ. <https://amx.am/am/9/trading/12/market-data>

թյունը հանգեցրեց նրան, որ կրկին սկսվեց շուկայից արտահոսք: Որոշ ներդրողներ նախընտրում էին միջոցները պահել առավել անվտանգ թվացող բանկային ավանդի, մյուսները՝ կանխիկ փողի տեսքով: Կորպորատիվ պարտատոմսերով գործարքների ծավալը դեկտեմբերին հասավ 4.53 միլիարդ ՀՀ դրամի (գծապատկեր 9): Նման մեծածավալ վաճառքը հանգեցրեց կորպորատիվ պարտատոմսերի գների մեծ անկումների, որոշ պարտատոմսերի դեպքում մինչև մարում եկամտաբերությունը հասավ 6.4%-ի՝ 5.5% արժեկտրոնային եկամտաբերության պարագայում:



Գծապատկեր 10. Կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկումների ծավալը ՀՀ-ում 2019 և 2020 թվականներին (միլիարդ ՀՀ դրամ)³³

Ինչ վերաբերում է կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկումներին, ապա եթե 2020 թվականի առաջին եռամսյակում թողարկումների ծավալը, ըստ ամիսների, զիջում է 2019 թվականի նույն ամիսների ընթացքում իրականացված թողարկումներին, ապա հետագա ամիսների ընթացքում արդեն, շուկայի կարգավորմանը զուգահեռ, պատկերը փոխվում է: 2020 թվականի ընթացքում կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկումների ծավալը կազմում է 84 միլիարդ ՀՀ դրամ՝ 10.6%-ով ավելի, քան 2019 թվականին: Նման իրավիճակը կանխատեսելի էր, քանի որ ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի հիմնական թողարկողները ֆինանսական կազմակերպություններն են, առաջին հերթին՝ բանկերը: Հետևաբար՝ ՀՀ-ում կորպորատիվ պարտատոմսերը չեն արտացոլում իրական տնտեսությունում ձևավորված պատկերը: Բնականաբար, պատերազմական իրավիճակով պայմանավորված, 2020 թվականի հոկտեմբեր և նոյեմբեր ամիսներին կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկումներ չեն իրականացվել: Դեկտեմբերին արդեն կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկման ծավալը հասավ 10.8 միլիարդ ՀՀ դրամի՝ շնորհիվ «Ամերիաբանկ» ՓԲԸ-ի կողմից դրամային և դոլարային պարտատոմսերի թողարկումների (գծապատկեր 10): 2020 թվականի ընթացքում «Ամերիաբանկ» ՓԲԸ-ն հանդես եկավ նաև եվրոյով կանաչ պարտատոմսերի թողարկմամբ՝ 50 մլն ԱՄՆ դոլարին համարժեք ծավալով, որը շրջադարձային գոր-

³³ Աղբյուրը՝ Հայաստանի ֆոնդային բորսա, ֆինանսական գործիքներ.
<https://amx.am/am/9/trading/10/instruments>

ծարք է տեղական ֆինանսական շուկայում որպես Հայաստանում կանաչ պարտատոմսերի առաջին ծրագիր: Թողարկումն իրականացվել է Կապիտալի շուկաների միջազգային ասոցիացիայի կանաչ պարտատոմսերի թողարկման սկզբունքներին համաձայն: Կանաչ պարտատոմսերը թողարկվել են Նիդեռլանդների զարգացման բանկ FMO-ի հետ համատեղ, որը նաև պարտատոմսերի հիմնական ներդրողն է³⁴:

Եզրակացություններ: Ընդհանրացնելով վերլուծության արդյունքները՝ կարող ենք նշել, որ կապիտալի համաշխարհային շուկայի վրա կորոնավիրուսային համավարակի բացասական ազդեցությունը առաջին հերթին պայմանավորված էր ոչ թե ինքնին տնտեսական ճգնաժամով, այլ ճգնաժամային սպասումներով: 2020 թվականի մարտից կապիտալի շուկայում սկսվեց ֆինանսական գործիքների վաճառքի մեծ ալիք, որը խիստ բացասաբար անդրադարձավ գրեթե բոլոր ֆինանսական գործիքների արժեքների վրա: Հետագայում ներդրողները լցվեցին պատվաստանյութի թողարկման սպասումներով և կարգավորման հույսով, ինչի արդյունքում շուկայական ցնցումները դադարեցին: Արդեն տարվա երկրորդ կեսին ֆոնդային շուկայում առքի ծավալները գերազանցեցին տարեսկզբի վաճառքի ծավալները, ինչի արդյունքում գները կարգավորվեցին, և ֆինանսական շատ գործիքներ տարին ավարտեցին շուկայական արժեքի դրական տեղաշարժով: Պայմանավորված հեռավար աշխատանքի և ուսուցման ահռելի ծավալներով՝ հատկապես նշանակալի եղավ տեխնոլոգիական և հաղորդակցության ոլորտի ընկերությունների առաջխաղացումը: Բնականաբար, ոչ բոլոր ոլորտների ընկերություններին հաջողվեց ծածկել տարեսկզբին կրած վնասները: Այսպես՝ էներգետիկ ոլորտը, որը համարվում է համավարակի արդյունքում ամենաշատ տուժած բնագավառը, չհասցրեց վերականգնվել մինչև տարեվերջ: Էներգետիկ ոլորտի նման ճգնաժամի պատճառը միջազգային ավիաթռիչքների խիստ սահմանափակումներն էին, որոնք հանգեցրին նավթի նկատմամբ պահանջարկի խիստ անկման: Ֆինանսական և անշարժ գույքի ոլորտի ընկերություններին նույնպես չհաջողվեց վերականգնվել մինչև տարեվերջ: Նմանատիպ իրավիճակ ստեղծվեց նաև ֆրանսիական և բրիտանական մի շարք ընկերությունների համար: Արդյունքում՝ CAC 40 և FTSE 100 ինդեքսների արժեքը շարունակում է զիջել տարեսկզբյան մակարդակը: Ինչ վերաբերում է առողջապահության ոլորտի ընկերություններին, ապա եթե տարեսկզբին ներդրողները մեծ սպասումներ ունեին այս բնագավառի բաժնետոմսերի արժեքի հետ կապված, ապա տարեվերջին արդեն պարզ դարձավ, որ այդ սպասումներն անհիմն էին, և ոլորտը պարզապես գտնվում է իր իներցիոն աճի մեջ:

Ընդհանուր առմամբ, իրականացվող աջակցման ծրագրերը և Արժույթի միջազգային հիմնադրամի կողմից 2021 թվականին 5.2% տնտեսական աճի սպասումները հուսադրող են, սակայն եթե այս ամենը չհանգեցնի տնտեսության կարգավորմանը, կապիտալի շուկայում կարող է ցնցումների նոր ալիք առաջանալ:

Հայաստանի պարագայում նույնպես ցնցումները պայմանավորված էին սպասումներով, որոնք, առաջին հերթին, կապված էին փոխարժեքի բարձ-

³⁴ Տե՛ս <https://ameriabank.am/IR/hy/news/ir-releases/detail>

րացման հետ: 2020 թվականի սկզբին փոխարժեքի բարձրացման սպասումներով ներդրողները սկսեցին իրականացնել պետական պարտատոմսերի մեծածավալ վաճառք՝ դրամային միջոցներ ազատելու և ԱՄՆ դոլար ձեռք բերելու նպատակով: Նման վարքագիծը հանգեցրեց մի կողմից՝ ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ պահանջարկի բարձրացմանը և դրամի էլ ավելի արժեզրկմանը, մյուս կողմից՝ դրամային միջոցների թանկացմանը և պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության բարձրացմանը: Սակայն այս ցնցումները երկարաժամկետ չէին, և Կենտրոնական բանկը կարողացավ հետագա ամիսների ընթացքում կայունացնել դրամի փոխարժեքը, ինչի արդյունքում պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը նույնպես սկսեց նվազել: Եթե տարեսկզբին թվում էր, թե Կենտրոնական բանկի միջոցները բավարար են ներքին շուկայում առաջացած ցնցումները զսպելու համար, ապա տարեվերջին, աստիճանաբար խորացող տնտեսական ճգնաժամի և պատերազմի պատճառով, դրամը սկսեց նորից արժեզրկվել: Բացի այդ, Կենտրոնական բանկը շարունակաբար բարձրացնում է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը, և պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը շարունակում է աճել: Նման իրավիճակում, երբ ճգնաժամի սկզբնական շրջանում ցնցումների պատճառը սպասումներն էին, Կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող ցանկալի քաղաքականություն կարող է լինել դրամի արժեզրկումը կանխարգելող միջոցառումների առավել վաղ իրականացումը և, անհրաժեշտության դեպքում, բանկերի և հատկապես փոխանակման կետերի կողմից ԱՄՆ դոլարով իրականացվող գործառնությունների ծավալի սահմանափակումը, որպեսզի վերջիններիս՝ սպեկուլյատիվ եկամուտներ ստանալու ձգտումը չհանգեցնի փոխարժեքի բարձրացման:

Ինչ վերաբերում է կորպորատիվ պարտատոմսերին, ապա այս պարագայում նույնպես ճգնաժամի սպասումներով ներդրողները սկսեցին մեծ ծավալներով հանել միջոցները շուկայից՝ նախընտրելով դրանք պահել ավանդների կամ կանխիկ փողի տեսքով: Այս պարագայում, քանի դեռ անհատ ներդրողների շրջանում լիարժեք չի ձևավորվել վստահություն ֆինանսական համակարգի և պարտատոմսերի շուկայի նկատմամբ, կարծում ենք, միակ ելքը որոշ ֆինանսական գործիքներով բորսայական առևտրի ժամանակավոր սահմանափակումն է կամ արգելումը՝ դրանց գների կտրուկ անկումներից խուսափելու նպատակով: Նման կոշտ քայլերը, սակայն, կարող են էլ ավելի խորացնել անվստահությունը պարտատոմսերի հանդեպ և նվազեցնել դրանց գրավչությունը բանկային ավանդի համեմատությամբ:

Օգտագործված գրականություն

1. Աղաբեկյան Է., Ինչ ազդեցություն է ունենում կորոնավիրուսով պայմանավորված ճգնաժամը ՀՀ ֆինանսական շուկաների վրա, «Ամբերդ» տեղեկագիր, մարտ, 2020:
2. Можейко М.А., Синергетика /Всемирная энциклопедия: Философия.Гл. научн. ред. и сост. А.А. Грицанов. «Харвест, Современный литератор», 2001.
3. Наумов И. А., Влияние пандемии коронавируса на финансовые рынки, 2020.

4. International Monetary Fund, World Economic outlook, October, 2020.
5. <https://www.investopedia.com/articles/exchangetradedfunds/09/spdr-etfs.asp>
6. <https://www.forbes.com/sites/mikepatton/2020/03/30/how-stocks-performed-during-the-past-6-recessions/?sh=787cc3c1339d>
7. https://markets.cboe.com/us/equities/market_statistics/historical_market_volume/
8. <https://app.koyfin.com/charts/gm/id-5rg2y9#>
9. <https://app.koyfin.com/charts/gm/et-j6123q>
10. <https://app.koyfin.com/charts/gm/et-3q29co>
11. <https://finsovetnik.com/etf-energy-select-sector-spdr-xle/>
12. <https://www.flightradar24.com/data/statistics>
13. <https://tradingeconomics.com/united-states/existing-home-sales>
14. <https://tradingeconomics.com/united-states/core-inflation-rate>
15. <https://tradingeconomics.com/armenia/inflation-cpi>
16. <https://tradingeconomics.com/armenia/balance-of-trade>
17. https://www.tradingview.com/chart/?symbol=FX_IDC%3AUSDAMD
18. <https://ru.tradingview.com/chart/?symbol=NASDAQ%3AMRNA>
19. <https://www.washingtonpost.com/business/2020/12/20/stimulus-package-details/?fbclid=IwAR3sIXyzfRsOKn3Xn64wqBJQGGSnbkhYDeFDzGjMGBkUtixs3qz25b370>
20. <https://amx.am/am/9/trading/12/market-data>
21. <https://amx.am/am/9/trading/10/instruments>
22. <https://www.cba.am/am/SitePages/ExchangeArchive.aspx>
23. <https://www.cba.am/am/SitePages/fmompinterestrates.aspx>
24. <https://ameriabank.am/IR/hy/news/ir-releases/detail>

ԳԱՅՆԵ ԵՎՈՐԳՅԱՆ

Ասպիրանտ կաբեդրյ Ֆինանսօւ ԱԳՁՁ

Վլյադնե քանդեմնն կօրօնաՖնրսս նա մնրօՖն և նա-նսնոնալնե ըրնկն կապնտալնե.– 2020 ցօդ օստանեթս Վա մնրօՖն իստօրն կա կօդ ըթեթօլցօ կրնզնսս, սօսնալնօ-էկօնօմն-նսկսնե կօսևեթսՖնն կօտօրօցօ նանսնս սերնեթսնն չսթերբ քրա-նսնսկեսնս Ֆսեմ սեկտօրա մ էկօնօմննկն. ՕսնօՖնա Ցսնն իսսևեթսՖնն – քրօնալնզնրնրօՖն Վլյադնե քանդեմնն նա մնրօՖն և նաոնաոնալնե ըրնկն կապնտալնե. Լյօբօե քօտրսնսնս Վա ըսսնլնօ նսկտօրե էկօնօմննկն նեմեթլեննօ նաօմնրն Փրաթրաթնե նա ըրնկն կապնտալնե. Իմեննօ քօ էսնօսն քրննսնսն Վա նաոնալնե 2020 ցօդա Վա սՖնննս Վա քօսևեթսմենն նօՖնօ կօրօնաՖնրսս նա մնրօՖնօ ֆօնդօՖնօ ըրնկն նաոնալնե Ֆոլնսա ՖոլնսօՖնն ՖննստրմենտօՖն, Ցսօ օկազալօ կրսննե նեգաոննօՖն Վլյադնե նա ըրնկնօննե Ցսնն. Օդնաօկօ Վա քօսևեթսՖննե մեսսնսն ինՖեստրսն Ֆսննս ըրնկն ՖոլնստրմենտօՖն նաոնալնե ըրնկն կապնտալնե նաոնալնե Վա ՖօստանաՖննս Վա ըրնկն կապնտալնե մնրօնս սեկտօրօՖն, ըաոնկն Ցսնս կապնտալնե սնրօղնս քօկրնրն Վա ըրնկնօննե սնրօղնս, ա ըրնկնօննե սնրօղնս Ցսննս ՖոլնստրմենտօՖն նաոնալնե ըրնկն կապնտալնե նաոնալնե

повысилась. Однако то же самое нельзя сказать о компаниях секторов энергетики, финансов и недвижимости, цены на акции которых продолжают оставаться ниже начального уровня. Армянские инвесторы также отреагировали на пандемию. В начале года на рынке капитала Армении наблюдалась активность в рыночных операциях и утечка денежных средств с рынка.

Ключевые слова: пандемия коронавируса, кризис, рынок капитала, фондовые индексы, доля инвестиционного фонда, корпоративные облигации, государственные облигации.

JEL: E22, F21

DOI: 10.52174/1829-0280_2021_2_48

GAYANE GEVORGYAN

PhD Student of the Chair of Finance of ASUE

Impact of Coronavirus Pandemic on the Global and National Capital Markets.— 2020 will remain a severe crisis year in the world history, the socio-economic consequences of which have deeply damaged almost all sectors of the economy. The main purpose of this study is to analyze the impact of the coronavirus epidemic on the global and national capital markets. Any economic shock in the real sector immediately finds its reflection in the capital market. In the same way, at the beginning of 2020, due to the coronavirus pandemic, a large wave of financial instrument sales began in the global stock market, which had a very negative impact on market prices. However, in the following months, investors were filled with positive expectations, and the capital market started recovering. By the end of the year, companies of many sectors, such as technology and communications, covered the losses and had a significant increase of market value. However, this is not true for energy, financial and real estate sectors. The stock prices of these companies continue to remain low.

Key words: coronavirus pandemic, crisis, capital market, stock indices, exchange-traded funds, corporate bonds, government bonds.

JEL: E22, F21

DOI: 10.52174/1829-0280_2021_2_48