



Էդգար ԱՂԱԲԵԿՅԱՆ

Տնտեսագիտության թեկնածու, դոցենտ

2004 թ. ավարտել է ՀՊՏՀ-ն և ընդունվել ասպիրանտուրա: 2007 թ. ստացել է փորձագիտության թեկնածուի գիտական աստիճան և աշխատանքի անցել ՀՊՏՀ արժեթղթերի շուկայի (այժմ՝ ֆինանսների) ամբիոնում, սկզբում՝ որպես ասիստենտ, ապա դոցենտ: Հեղինակ է մի շարք գիտական հրատարակումների և հեղատվությունների:

ԴՈՒԱՐԱՅՆԱՑՄԱՆ ՆՎԱԶՈՒՄԸ,

ԿԱՄ ԱՐԴՅՈ՞Ք ՏՆՏԵՍՈՒԹՅՈՒՆԸ ԴԵՌԵՎՍ ՎՍՏԱՀՈՒՄ Է ԴՐԱՄԻՆ

Հիմնաբառեր. դոլարայնացում, վարկեր, ավանդներ, արժույթների փոխարժեքներ, վճարային հաշվեկշիռ, տոկոսադրույքներ, սպասումներ

Հեղինակը հողվածում անդրադարձել է ՀՀ ֆինանսական շուկայում արձանագրված դոլարայնացման նվազման միտումներին: Տևական ժամանակ, մինչև 2020 թ.-ի կորոնավիրուսով պայմանավորված ճգնաժամը, հայաստանյան արտարժույթի շուկայում հարաբերական կայունություն էր տիրում: ՀՀ կենտրոնական բանկն արտարժույթի առքի գործառնություններով փորձում էր զսպել ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի անկումը: Այս մոտեցումն ուներ որոշակի պատճառներ, որոնք իրենց արտացոլում էին գտնում մակրոտնտեսական մի շարք ցուցանիշներում, այդ թվում՝ վճարային հաշվեկշռում: Նման իրավիճակում, երբ ազգային արժույթով գործիքներն ավելի մեծ նախընտրություն ունեին դոլարայինի համեմատ, ֆինանսական շուկայում տեղի էր ունենում ավանդատուների և վարկատուների վարքագծային փոփոխություն: Սակայն, ներկա փուլում արժույթային շուկայում իրավիճակն այլ է, և դժվար է ակնկալել տևական կայունություն: Հեղինակը փորձում է բացահայտել ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի նվազման պատճառները և պարզել՝ արդյո՞ք նման միտումները երկարաժամկետ բնույթ են կրում, ու դեռ որքա՞ն ժամանակ դրանք կշարունակվեն:

Հայաստանյան իրականության մեջ շատերն են խոսում դրամի փոխարժեքի անկայունության մասին՝ դոլարային ներդրումներն առավել վստահելի համարելով: Նման մոտեցումը ճիշտ է համարվում այն պարագայում, երբ առկա են դրամի արժեզրկման կամ ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի աճի ռիսկեր կամ սպասումներ: Սակայն, մինչև 2020 թ. մարտ,

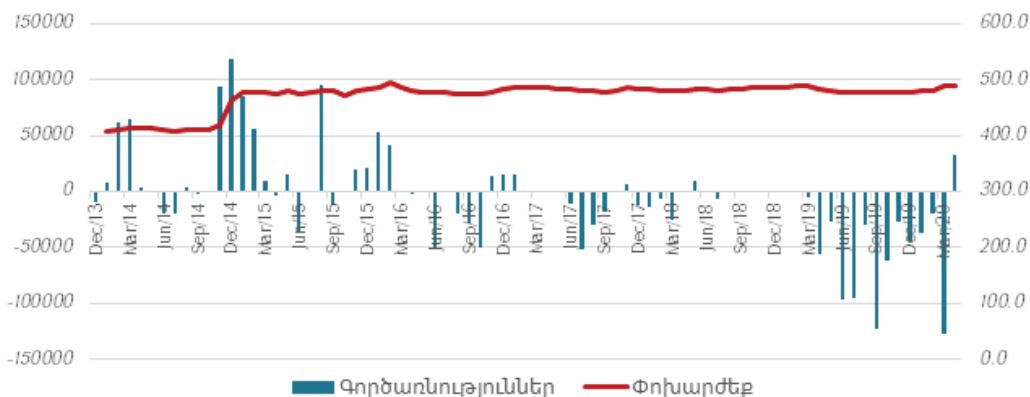
երբ դրամի արժեզրկման էական միտումներ չկային, իսկ գնաճը բավական ցածր մակարդակում էր, արտարժույթի շուկան «խաղաղ էր»: Զգալի էր դոլարայնացման տեմպերի նվազումը, և նույնիսկ կենտրոնական բանկն էր արտարժույթ գնում՝ այդպիսով փորձելով զսպել ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի կտրուկ անկումը: Եվ ահա, սկսած մարտից, ՀՀ ֆինանսական շուկան և, ընդհանրապես, ՀՀ տնտեսությունը մուտք են գործել նոր՝ ճգնաժամային, անորոշության մի փուլ: Իսկ ինչպես է այդ անորոշությունն անդրադառնում տնտեսության վրա՝ ավանդների, վարկերի արժույթային կառուցվածքի, ինչպես նաև տարբեր արժույթներով վարկերի ու ավանդների տոկոսադրույքների առումով: Միաժամանակ, եթե տնտեսությունը վստահում է դրամին, ապա ինչո՞ւ է շարունակում բարձր մնալ դոլարայնացման մակարդակը: Եվ, վերջապես, ինչ սպասենք ապագայում:

ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի դինամիկան և մակրոտնտեսական միջավայրը: 2014 թվականի վերջին՝ կտրուկ տատանումներից հետո, ձևավորվեց հարաբերականորեն կայուն արտարժույթի շուկա: Միայն, սկսած 2019 թ. մարտից, ԿԲ-ն ձեռ-

նամուխ եղավ ավելի ակտիվ գործառնությունների իրականացման արտարժույթի շուկայում՝ պայմանավորված դրամի արժևորման ռիսկով:

2019 թ. հունվար-2020 թ. փետրվար ժամանակահատվածում ՀՀ ԿԲ-ն կատարել է մոտ 623 մլն ԱՄՆ դոլարի առք: Նման իրավիճակը կարող է բացատրվել տնտեսության իրական հատվածի և ֆինանսական ոլորտի կողմից արտարժույթի առաջարկի կամ դրամի պահանջարկի աճով:

Իսկ ինչպիսի՞ն էր արտահանման և ներմուծման դինամիկան, արդյո՞ք տեղի էին ունենում էական փոփոխություններ, և ներկա ճգնաժամային պայմաններում պետք է, արդյո՞ք, հակառակ սպասումներ ունենալ: Այս առումով, իրավիճակն առավել լավ է բնութագրվում ըստ վճարային հաշվեկշռի ընթացիկ հաշվի մնացորդի դինամիկայի: Վերջինիս բացասական մնացորդը աճի հստակ միտում ունի: Ֆինանսական հաշվի մնացորդի դինամիկան այս առումով հակասական պատկեր է ստեղծում: 2019 թ. առաջին եռամսյակում ֆինանսական հաշվի մնացորդը բացասական է, սակայն երկրորդ եռամսյակում դա աճում և տեղափոխվում է դրական տիրույթ, իսկ հա-



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 1

2014-2020 թթ. փետրվար ամիսներին ՀՀ ԿԲ արտարժույթի առքի գործառնությունների ծավալները (հազ. ԱՄՆ դոլար)¹ և շուկայական միջին փոխարժեքը²

¹ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ ամսական տեղեկագրեր, www.cba.am (առքի գործառնությունները ներկայացված են որպես բացասական, իսկ վաճառքներինը՝ որպես դրական. արդյունքում, նշված է զուտ առքի կամ վաճառքի գործառնությունը: 2020 թ. մարտ-ապրիլի ցուցանիշների հաշվարկը կատարվել է ըստ ԿԲ գործառնությունների, հեղինակի դիտարկումներով:

² Միջին փոխարժեքների հաշվարկը կատարել է հեղինակը՝ համաձայն ՀՀ ԿԲ հրապարակած օրական հաշվարկային փոխարժեքների, <https://www.cba.am/AM/SitePages/ExchangeArchive.aspx>

չորդ եռամսյակում կրկին սկսում նվազել: Այսինքն՝ այս պայմաններում խոսքը կապիտալի արտահոսքի մասին է, մինչդեռ վճարային հաշվեկշռի զուտ սխալների և բացթողումների մեծության կտրուկ աճը (երկրորդ, երրորդ և չորրորդ եռամսյակներում կազմել է համապատասխանաբար՝ 200,6, 112,9 և 187,3 մլն ԱՄՆ դոլար՝ առաջին եռամսյակի 4,21 մլն ԱՄՆ դոլարի փոխարեն) վկայում է ներկայացված վիճակագրական տվյալների շուրջ առկա անորոշության մասին: 2019 թ. ընթացքում դա պայմանավորված էր ավտոմեքենաների ներմուծման ու արտահանման գործընթացներով, զբոսաշրջության աճով և այլն:

Հետևաբար՝ մինչգնաժամային ժամանակահատվածի համար կարելի է ենթադրել, որ միջազգային շուկաներում ձևավորված միտումները, տնտեսական ակտիվության աճը, գնաճի ցածր մակարդակը, ներքին արտարժույթի շուկայում հարաբերական կայունությունը շուկայի մասնակիցների շրջանում դրական սպասումներ էին առաջացնում դրամի փոխարժեքի առումով, ինչն էլ դրամային գործիքները նախընտրելի էր դարձնում: Բայց արդյո՞ք անկասկած է փոխարժեքի նկատմամբ ձևավորված վստահությունը:

Բանն այն է, որ, սկսած 2020 թ. մարտից, ճգնաժամն էականորեն փոխեց պատկերը: Նոր կորոնավիրուսի համավարակով պայմանավորված՝ համաշխարհային տնտե-

սության նկատմամբ բացասական սպասումները, տնտեսական ակտիվության նվազումը, միջազգային շուկաներում նախնի գնի անկումը (ինչն առաջացրեց նաև ռուբլու փոխարժեքի անկում) չէին կարող չանդրադառնալ ՀՀ տնտեսության, արտարժույթային հոսքերի, շուկայի մասնակիցների սպասումների և դոլարայնացման միտումների վրա: Հենց մարտից էլ արձանագրվեց ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի աճ, որն ամսվա վերջին հասեց 500 դրամի սահմանը՝ մեկ ԱՄՆ դոլարի դիմաց: Այս փուլում ՀՀ ԿԲ-ն շարունակեց վարել լողացող փոխարժեքի քաղաքականություն, թեև պարբերաբար շուկայում դոլարային ինտերվենցիաներ էին կատարվում: Մարտին ԿԲ-ն շուկայում վաճառեց մոտ 127 մլն ԱՄՆ դոլար, ինչի արդյունքում արտարժույթի շուկայում լարվածությունը զգալիորեն մեղմվեց: Ապրիլի կեսին իրավիճակը կրկին կտրուկ փոխվեց, ինչը կարելի է ինչ-որ չափով պայմանավորել նաև հարկային վճարումների շրջանով, երբ տնտեսավարողները հարկային վճարումների նպատակով ստիպված են լինում իրենց արտարժույթային միջոցների մի մասը վերածել դրամի: Արդյունքում, ապրիլին ԿԲ-ն շուկայից գնեց մոտ 33 մլն ԱՄՆ դոլար: Իսկ ինչպե՞ս են այս գործընթացներն արտացոլվում դոլարայնացման շարժընթացում:

Ավանդների վարքագիծը: Եթե 2014 թ.-



ԳԾԱԴՐՎԱԾ ԿԵՐ 2

Վճարային հաշվեկշռի ընթացիկ և ֆինանսական հաշիվների դինամիկան 2014-2019 թթ.³

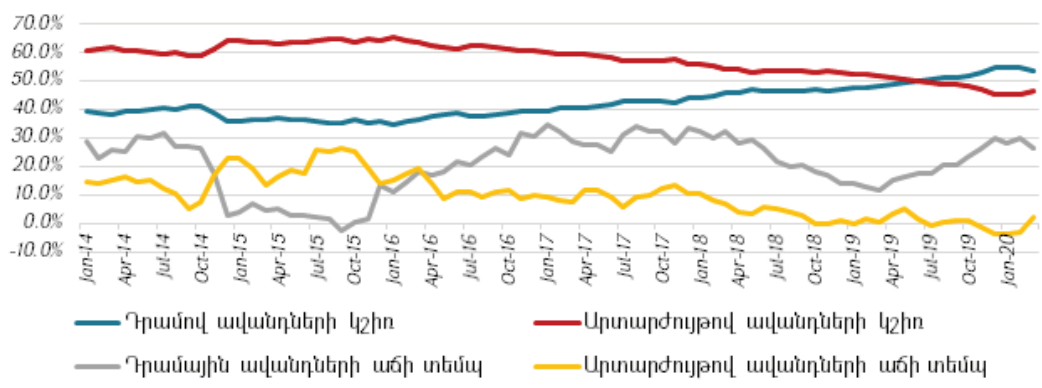
³ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, <https://www.cba.am/am/SitePages/statexternalsector.aspx>

ից հետո դրամային ավանդների աճը և դոլարային ավանդների նվազեցումը ԿԲ-ն ապահովում էր արտարժույթով ներգրավված միջոցների պահուստավորման ավելի բարձր նորմատիվի շնորհիվ, ապա հիմա պատկերն այլ է: Ինչպես ցույց է տալիս 2019 թ.-ի ընթացքում ռեզիդենտներից ներգրավված ընդհանուր ավանդների կառուցվածքում դրամային և արտարժույթով ավանդների տեսակարար կշիռների ուսումնասիրությունը, հունիսից սկսած, դրամային ավանդների կշիռը սկսել է գերազանցել արտարժույթով ավանդների կշիռը: Արդյունքում, 2020 թ. մարտին դրամային ավանդների տեսակարար կշիռը արդեն հասել է 55%-ի: Այսինքն՝ 2019 թ. հունվարից 2020 թ. փետրվարն ընկած ժամանակահատվածում դրամային ավանդների ծավալը մեծացել է մոտ 340,1 մլրդ դրամով, իսկ արտարժույթով ավանդներինը՝ նվազել 26,1 մլրդ դրամով: Սակայն, սկսած 2020 թ. մարտից, սկիզբ առած ճգնաժամի հետևանքով ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի աճի պայմաններում ավանդների դոլարայնացման պատկերը փոխվել է: Դրամային ավանդների կշիռն իջել է մինչև 53,6%, ինչը համարժեք է դրամային ավանդների՝ մոտ 33 մլրդ դրամով նվազելուն և դոլարայինների՝ 38 մլրդ դրամով աճին:

Հետաքրքրական է, որ հենց 2019 թ. մարտից սկսած, դրամային ավանդների

աճի տեմպը սկսել է արագանալ, իսկ դոլարայինինը՝ շարունակել իր նվազող դինամիկան: 2020 թ. փետրվարին դրամային ավանդների աճի տեմպը հասել է 30,2%-ի, իսկ դոլարային ավանդների նվազման տեմպը՝ -3,1%-ի: Սակայն, 2020 թ. ճգնաժամը մարտի ցուցանիշը կտրուկ նվազեցրեց մինչև 26,5%, իսկ դոլարայինի աճի տեմպն արդեն իսկ դրական էր՝ 2,4%: ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի աճի հետագա ռիսկերի պարագայում, ինչը, բնականաբար, առավել հավանական է, ավանդների դոլարայնացման աճն անխուսափելի է, որը կարող է զսպվել կամ դանդաղեցվել մի կողմից՝ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականությամբ, իսկ մյուս կողմից՝ ՀՀ տնտեսական ակտիվության աճով պայմանավորված արտարժույթային հոսքերի նախաճիգնաժամային պատկերի վերականգնմամբ:

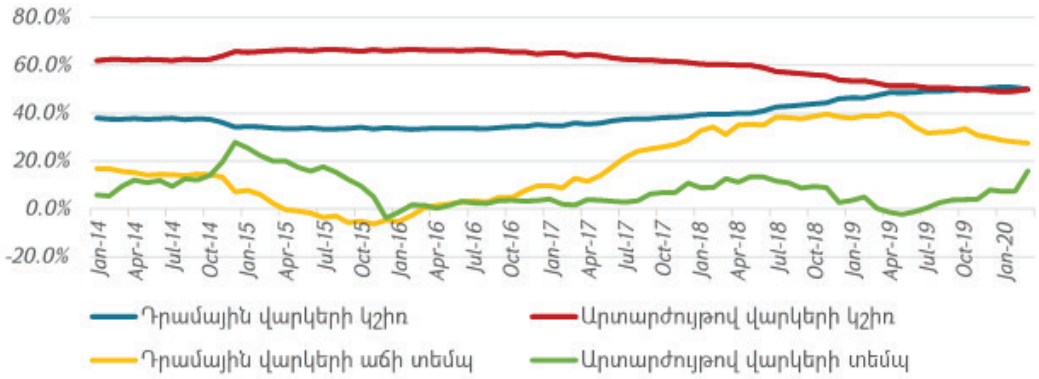
Վարկերի վարքագիծը: Վարկերի պարագայում նույնպես պատկերն էականորեն փոխվել էր 2019 թ.-ից մինչև 2020 թ. փետրվար ժամանակահատվածում: 2019 թ. հոկտեմբերից սկսած՝ դրամային վարկերի տեսակարար կշիռը գերազանցում էր արտարժույթայինը: 2020 թ. փետրվարի վերջի դրությամբ դրամային վարկերի տեսակարար կշիռը 50,8% էր, և դա այն պայմաններում, երբ 2019 թ. հունվարի համեմատ 2020 թ. փետրվարին դրամային վարկերն աճել էին 413,9, իսկ արտարժույթով վար-



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 3

2014-2020 թթ. մարտ ամիսներին ռեզիդենտներից բանկերի ներգրաված արտարժույթային և դրամային ավանդների տեսակարար կշիռներն ընդհանուր ավանդների կառուցվածքում⁴ և դրանց աճի տեմպերը

⁴ Այս և հաջորդիվ հաշվարկներն ըստ ԿԲ վիճակագրական տվյալների, <https://www.cba.am/am/SitePages/statmonetaryfinancial.aspx>



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 4

2014-2020 թթ. մարտ ամիսներին ռեզիդենտների՝ արտարժույթով և դրամով բանկային վարկերի տեսակարար կշիռներն ընդհանուր վարկերի կառուցվածքում և դրանց աճի տեմպերը

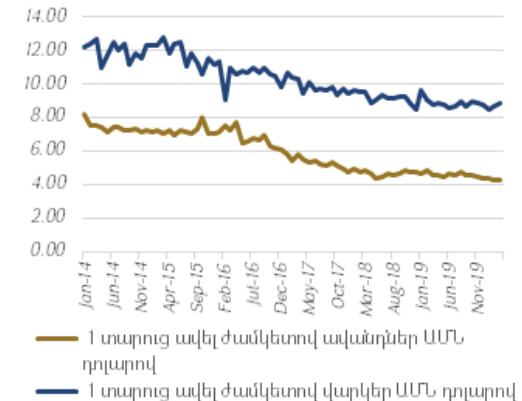
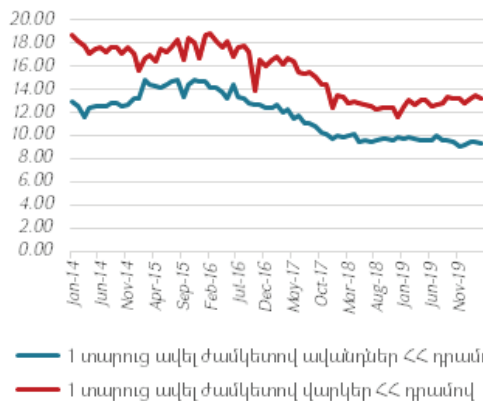
կերը՝ 152,6 մլրդ դրամով: Այս առումով, վարկերի ավելի ուշ արձագանքելը փոխարժեքային տատանումներին բնական է և կապված այդ ֆինանսական գործիքի առանձնահատկությունների հետ: Արդեն 2020 թ. մարտին դրամային վարկերի տեսակարար կշիռը նվազեց՝ հասնելով 49,9%-ի: Դա պայմանավորված էր նախորդ ամսվա նկատմամբ դրամային վարկերի 27,9 և դոլարայինների՝ 93,5 մլրդ աճով:

Արդեն տևական ժամանակ է՝ դրամային վարկերի աճի տեմպերը գերազանցում են արտարժույթայինը: Նշենք նաև, որ, սկսած 2018 թ. վերջերից, դրամային վարկերի աճի տեմպերը որոշակիորեն նվազում են: 2020 թ. մարտի վերջին դրամային վար-

կերի աճի տեմպը կազմել է 27,5%, մինչդեռ արտարժույթայինինը փետրվարին գրանցված 7,4%-ից դարձել է 15,8%:

Տոկոսադրույքների դինամիկան: Այս պայմաններում հետաքրքրական է դիտարկել դրամային և արտարժույթային ավանդների և վարկերի տոկոսադրույքների փոփոխությունները: Տոկոսադրույքների նվազման միտումը, որ սկիզբ է առել դեռևս 2015 թ.-ից, երբ ԿԲ-ն սկսեց մեղմացնել դրամավարկային քաղաքականության գործիքները՝ նվազեցնելով նաև ռեպո և պահուստավորման տոկոսադրույքները, ակնհայտ է:

2020 թ. մարտին, հունվարի հետեմատ, մեկ տարուց ավելի ժամկետով դրամային ավանդների տոկոսադրույքը նվազել է 0,18,



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 5

2014-2020 թթ. մարտ ամիսներին 1 տարուց ավելի ժամկետով դրամային և դոլարային վարկերի ու ավանդների տոկոսադրույքների դինամիկան

մինչդեռ մեկ տարուց ավելի ժամկետով վարկերինը՝ ընդամենը 0,02 տոկոսային կետով: Համեմատության համար նշենք, որ մինչև մեկ տարի ժամկետայնությամբ ավանդները նվազել են 1,87 տոկոսային կետով: Ավանդների տոկոսադրույքի նվազումը կարող է պայմանավորված լինել ինչպես դրանց ծավալների մեծացմամբ, այնպես էլ ԿԲ-ի կողմից վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի նվազեցմամբ: Միաժամանակ, դոլարային ավանդների դեպքում արձանագրվել է 0,12 տոկոսային կետով նվազում, իսկ վարկերի դեպքում՝ 0,44 տոկոսային կետով աճ: Հետաքրքրական է այն հանգամանքը, որ մինչ ճգնաժամը՝ դրամային ավանդների տոկոսադրույքների շարունակական նվազման պայմաններում, դրամով ավանդների աճի տեմպերն արագանում էին:

Ինչո՞ւ և ի՞նչ սպասել: Ընդհանրացնելով նշենք, որ դոլարայնացման նվազման միտումներ արձանագրվել են դեռևս 2014 թ.-ից հետո, երբ ԿԲ-ն սահմանել է արտարժույթով ներգրավված միջոցների պահուստավորման նորմատիվի խստացում: Սակայն, ընդհանուր դրամավարկային քաղաքականության և պահուստավորման նորմատիվի մեղմացման արդյունքում նույնպես դոլարայնացման նվազման միտումը շարունակվել է: Պատճառը, նախևառաջ, դրամի փոխարժեքի հետ կապված դրական սպասումներն էին, երբ ԱՄՆ դոլարի համեմատաբար կայուն փոխարժեքի ու դրա տատանման մեծ ռիսկերի բացակայության պայմաններում դրամային գործիքները սկսում են գրավիչ դառնալ ֆինանսական շուկայի համար: Դոլարայնացման նվազեցումը դրսևորվել էր նաև դրամային ավանդների և վարկերի տոկոսների նվազմամբ:

Այդուհանդերձ, 2020 թ. ճգնաժամի պայմաններում պատկերը լիովին փոխվում է: Ճիշտ է, առկա անորոշությունները թույլ չեն տալիս հետագայի ճշգրիտ պատկեր ստանալ, սակայն ակնհայտ է, որ դոլարայնացման նվազման միտումը շրջվում

է, և միայն դրամի փոխարժեքի հետագա կայունության և տնտեսական աճի տեմպերի վերականգնման պայմաններում է հնարավոր ակնկալել վերադարձ նախկին վիճակին: Նախաճգնաժամային պատկերում էլ տեսանելի էր, որ փոխարժեքի կայունությունը չի ամրապնդվում, ինչի մասին վկայում են ընթացիկ հաշվի մնացորդի նվազումը, ֆինանսական հաշվի դինամիկան և դրանց շուրջ առկա անորոշությունը: Եվ այս պայմաններում հասկանալի էր ԿԲ-ի կողմից ժամանակ առ ժամանակ ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի անկման զսպումը: Դոլարայնացման նվազման կըտրուկ փոփոխություններ ու շրջադարձեր չլինելը, դոլարային գործիքների մեծ կշիռը հավաստում էին, որ շուկայի մասնակիցները երկարաժամկետ փուլում փոխարժեքի արժևորման, զուցե նաև կայուն մնալու հստակ սպասելիքներ դեռևս չունեին և դրամային գործիքների կշռի աճի նախաճգնաժամային դինամիկան կարճաժամկետ սպասման արդյունք էր: Ճշգնաժամային ներկա փուլում դրամի երկարաժամկետ արժևորման և, հետևաբար, նաև դոլարայնացման նվազման սպասումների հիմքեր չկան: Արժույթի միջազգային հիմնադրամի ապրիլյան կանխատեսման համաձայն՝ այս տարվա ընթացքում ՀՀ-ում սպասվում է 1,5% տնտեսական անկում, սպառողական գների 0,8% աճ, վճարային հաշվեկշռի 8,6% նվազում⁵: Հետաքրքրական է, որ ՀՀ ֆինանսների նախարարության և ԿԲ կանխատեսումներն այս առումով ավելի վատատեսական են, ինչը կարելի է հիմնավորել իրավիճակի անորոշությամբ և իրականացվող կանխատեսման նպատակներով: Նման պայմաններում 2020 թ. փետրվարից հետո ձևավորված իրավիճակում իրատեսական չէ ակնկալել կտրուկ փոփոխություն: Հետևաբար՝ դոլարայնացման աճի զսպման էական գործոններ կարելի է համարել տնտեսական ակտիվության արագ վերականգնումն ու արտարժույթային շուկաներում անորոշության բացակայությունը:

⁵ Տե՛ս World Economic Outlook, April 2020: The Great Lockdown, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>

