

ԻՆՉՈ՞Ւ ԵՆ ՆՎԱԶՈՒՄ ՏՈԿՈՍԱԴԻՐՈՒՅՔՆԵՐԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆՅԱՆ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՇՈՒԿԱՆԵՐՈՒՄ

Հիմնաբառեր. պետական պարտավորումներ, ավանդներ, վարկեր, ֆինանսական շուկայի տոկոսադրույքներ, ԿԲ դրամավարկային քաղաքականություն, սպառողական գների ինդեքս

Ֆինանսական շուկաներում տոկոսադրույքների փոփոխությունները մշտապես ուշադրության են արժանանում: Պատճառը պարզ է. բոլորն էլ այս կամ այն կերպ առնչվում են ֆինանսական շուկաների հետ, և բացի այդ, ֆինանսական տարբեր գործիքների տոկոսադրույքները տնտեսության զարգացման կամ դրա միտումների վերաբերյալ ազդակներ են հաղորդում: Պարտատոմսերի, վարկերի, ավանդների տոկոսադրույքների վրա կարող են ազդել բազմաթիվ գործոններ՝ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականություն, մակրոտնտեսական իրավիճակ, գնաճ, արտարժույթի փոխարժեքներ և այլն: Բացի այդ, ֆինանսական շուկաներում շատ հաճախ որոշիչ գործոններ են ֆինանսական գործիքների առաջարկի ու պահանջարկի փոփոխությունները, շուկայի մասնակիցների սպասումները:

Որպես կանոն, նշված գործիքները տարբեր կերպ են արձագանքում այդ գործոնների ազդեցություններին: Օրինակ՝ պետական պարտավորումներն առավել արագորեն են փոփոխվում շուկայական գործոնների ազդեցությամբ, մինչդեռ վարկերի ու ավանդների վրա այդ ազդեցությունները միանգամից չեն զգացվում: Ընդ որում, վարկերն ավելի ուշ են արձագանքում տարբեր գործոնների ազդեցություններին: Արձագանքի արագությունը պայմանավորված է այդ գործիքների բնույթով, դրանց շուկաների առանձնահատկություններով:

Փոփոխությունների սկիզբը: Արդեն տևական ժամանակ է, որ ՀՀ ֆինանսական շուկաներում տոկոսադրույքների նվազման միտում է զգացվում: Զարգացումների պատճառներն առավել լավ ընկալելու համար դիտարկումները սկսենք 2014 թ. վերջից: Պայմանավորված արտարժույթի շուկայում փոխարժեքի կտրուկ տատա-



Էդգար ԱՂԱԲԵԿՅԱՆ

Տնտեսագիտության թեկնածու, դոցենտ

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

նումներով՝ նշված ժամանակաշրջանում ԿԲ-ն մի կողմից բարձրացրեց բանկերի պարտադիր պահուստավորման դրույքը, իսկ մյուս կողմից՝ կտրուկ փոփոխեց դրամավարկային քաղաքականության գործիքները: Լոմբարդային ռեպոյի տոկոսադրույքը 10.25-ից դարձավ 21 տոկոս, ինչից հետո դեկտեմբերին բարձրացվեց նաև վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը՝ մինչև 8.5, իսկ 2015 թ. փետրվարին՝ 10.5 տոկոս: Հետագայում՝ սկսած 2015 թ. օգոստոսից, ԿԲ-ն թուլացրեց վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը, ինչը տևեց մինչև 2017 թ. փետրվար (վերաֆինանսավորման կամ ռեպո տոկոսադրույքը հասավ 6 տոկոսի): Բացի այդ, բանկերի կողմից արտարժույթով ներգրավված միջոցների դիմաց պահուստավորման նորմատիվը 2014 թ. դեկտեմբերին 12-ից դարձավ 24 տոկոս, իսկ այնուհետև՝ իջավ մինչև 20 տոկոս: 2016 թ. սեպտեմբերից այդ նորմատիվը կրկին նվազեց՝ հասնելով 18 տոկոսի: Ֆինանսական շուկայում տոկոսադրույքների նվազման գործընթացն ավելի արագացավ բանկային ընդհանուր կապիտալի նորմատիվի փոփոխությունից հետո: ՀՀ ԿԲ-ն առևտրային բանկերի համար ընդհանուր կապիտալի նվազագույն չափի նորմատիվը 5 մլրդից բարձրացրեց 30 մլրդ դրամի, ինչի արդյունքում 2016 թ. վերջին բանկային համակարգում իրացվելիության ավելցուկի, տնտեսական ակտիվության դանդաղման պայմաններում ակտիվացավ արժեթղթերի շուկան, կըտրուկ սկսեցին նվազել պետական և կորպորատիվ պարտատոմսերի տոկոսադրույքները¹:

Պարտատոմսերի տոկոսադրույքներ:

ՀՀ ֆինանսական շուկան առանձնանում է պետական պարտատոմսերի գերակայությամբ, թեև գրեթե բոլոր գործող բանկերը և որոշ ֆինանսական կազմակերպություններ ունեն ցուցակված կորպորատիվ պարտատոմսեր, իսկ վերջին ամիսներին իրական հատվածի թողարկումներն ավելանում են. «Յուրոն», «Սպայկա», «Զանգեզուրի պղնձամուլիբդենային կոմ-

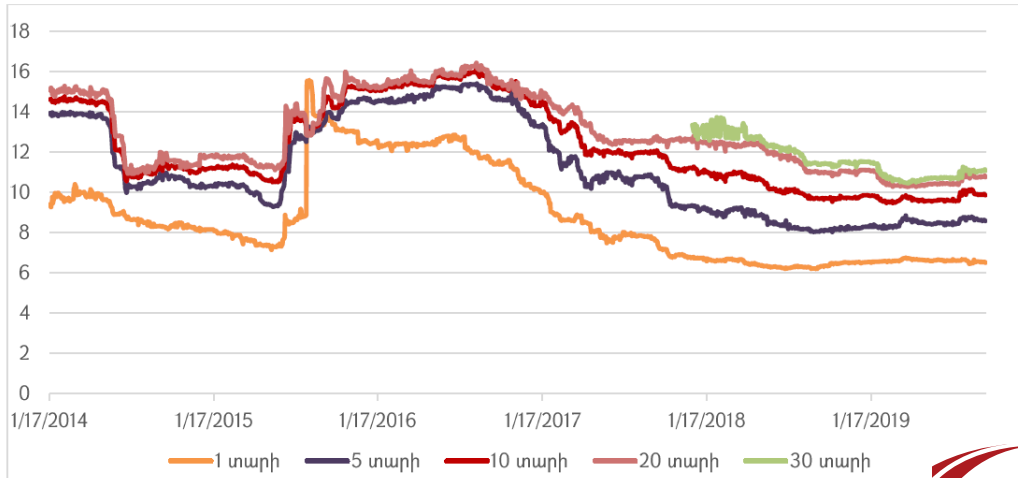
բինատ» ընկերություններն իրականացրին դրամային և դոլարային պարտատոմսերի տեղաբաշխումներ, իսկ որոշ կազմակերպություններ պատրաստվում են նոր թողարկումների:

Պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքներն առավել զգայուն են, հետևաբար՝ ավելի արագորեն են արձագանքում դրամավարկային քաղաքականության և տնտեսական տարբեր գործընթացներին: 2016 թ. վերջին ֆինանսական շուկայում ձևավորված ավելցուկը, որը պայմանավորված էր բանկերի կապիտալի ցուցանիշի ավելացմամբ, պետական պարտատոմսերի շուկայում սկիզբ դրեց տոկոսադրույքների նվազման միտումի: Վերջինս, զուգակցվելով ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության աստիճանական թուլացման հետ, շարունակվում է (գծապատկեր 1):

Պարտատոմսերի տոկոսադրույքների նվազմանը նպաստում է նաև բյուջեի ընթացիկ պակասուրդի կրճատումը, ինչին զուգահեռ, ֆինանսների նախարարությունն արդեն գերազանցել է պետական պարտատոմսերի հաշվին պակասուրդի ֆինանսավորման նպատակադրումը, մինչդեռ այս տարվա ծավալն ավելին է, քան նախորդ տարվանը: Պակասուրդի ֆինանսավորման մեջ գերակշռում են արտաքին վարկերը, որովհետև կապիտալ ծրագրերը հիմնականում իրականացվում են արտաքին դոնորների հետ համագործակցությամբ, որի շնորհիվ ներքին պարտքի շուկան շատ ազդեցիվ կերպով չի ընդլայնվում, ինչն էլ, իր հերթին, իրացվելության ավելցուկի պայմաններում նպաստում է տոկոսադրույքի նվազեցմանը: ՀՀ միջազգային վարկանշի բարելավումը նույնպես ազդում է պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքների նվազեցման վրա: Բացի այդ, միջազգային շուկաներում տոկոսադրույքների նվազման գործընթացն անդրադառնում է նաև մեր շուկայի վրա՝ հնարավորություն ընձեռելով բանկերին արտաքին շուկաներից ավելի էժան միջոցներ ներգրավելու:

¹ Այս հոդվածի բոլոր վիճակագրական տվյալների աղբյուրն է ՀՀ ԿԲ-ն՝ <https://www.cba.am>:

«Ապետական պարտատոմսերի՝ մինչև մարում եկամտաբերությունները՝ սկսած 2014 թ.»



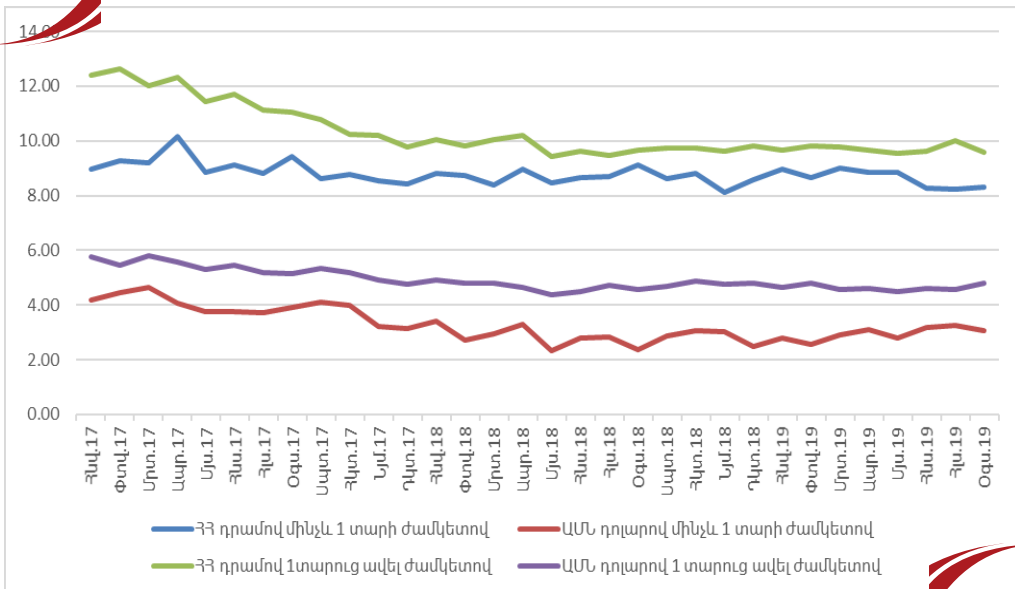
«ԱԿ»-ն այս տարի արդեն երկրորդ անգամ փոփոխել է արտարժույթով ներգրավվող միջոցների պահուստավորման կարգը, և ներկայում արդեն 18 տոկոս պահուստավորումը միայն դրամով իրականացնելու փոխարեն, դրա 4 տոկոսը փոխարինվելու է արտարժույթով պահուստավորմամբ: Դրամով պահուստավորման ծավալների նվազումը մի կողմից բանկային համակարգում դրամի ավելցուկ է ստեղծում, հանգեցնում դրամային գործիքների տոկոսադրույքների նվազման, իսկ մյուս կողմից՝ դոլարային պահուստավորման չափի մեծացումը թույլ է տալիս որոշ չափով բարձրացնել դոլարային գործիքների տոկոսադրույքները: «ԱԿ»-ն դրամային պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքներն օրինակ 2017 թ.-ից մինչև 2019 թ. սեպտեմբեր 10 տարի ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի դեպքում նվազել են մոտ 2,6, իսկ 2019 թ. սկզբին՝ 0,24 տոկոսային կետով: Ինչպես վերոնշյալ, այնպես էլ միջազգային շուկաներում տեղի ունեցող զարգացումների համատեքստում նվազում են նաև «ԱԿ» եվրոպարտատոմսերի եկամտաբերությունները, ինչի արդյունքում հաջողվել է իրականացնել 4,2 տոկոս եկամտաբերությամբ նոր՝ 500 մլն ԱՄՆ դոլար ծավալով պարտատոմսերի տեղաբաշխում: Նշենք, որ 2019 թ. սկզբից մինչև սեպտեմբեր

2025 թ. մարվող եվրոպարտատոմսերի տոկոսադրույքը նվազել է՝ 6,10-ից հասնելով 3,75 տոկոսի:

Ավանդների և վարկերի տոկոսադրույքներ: Եվ դոլարային, և՛ դրամային ավանդների տոկոսադրույքները 2017-ից մինչև 2019 թ. սեպտեմբեր նվազել են: Մինչև մեկ տարի ժամկետայնությամբ դրամային ավանդների տոկոսադրույքները նվազել են 0,66, դոլարայինինը՝ 1,11 տոկոսային կետով: Մեկ տարուց ավելի ժամկետայնությամբ դրամային ավանդների տոկոսադրույքները նվազել են 2,82, դոլարայինինը՝ 0,97 տոկոսային կետով: Սակայն, 2019 թ. սկզբից մինչև սեպտեմբեր դոլարային ավանդների տոկոսադրույքների աճի միտում է զգացվում: Դա կարելի է վերագրել «ԱԿ» ֆինանսական շուկայում դոլարի փոխարժեքի նվազմանը, ինչից ելնելով էլ՝ «ԱԿ»-ն, դեռևս 2019 թ. գարնանից սկսած, ֆինանսական շուկայից ԱՄՆ դոլար է գնում՝ թույլ չտալով դոլարի փոխարժեքի կտրուկ անկում դրա առաջարկի ավելացման պայմաններում: Դոլարային ավանդների տոկոսադրույքների աճը վերջին ամիսներին կարող է պայմանավորվել նաև պահուստավորման նորմատիվի փոփոխություններով, որը հանգեցրել է դոլարային ռեսուրսների պահանջարկի մեծացման (գծապատկեր 2):

ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 2

Ավանդների տոկոսադրույքները՝ սկսած 2017 թ. հունվարից



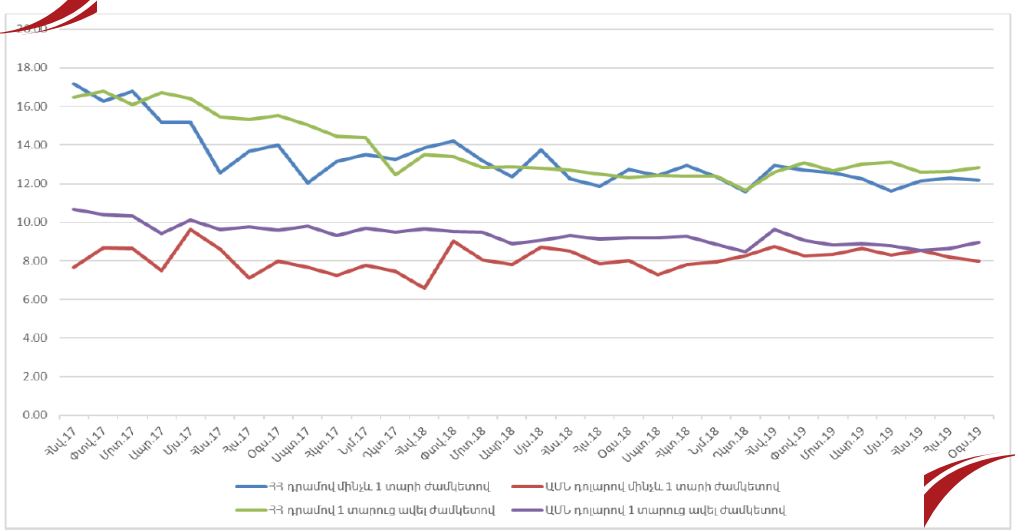
Այսպես, օրինակ, մինչև մեկ տարի ժամկետով դրամային ավանդների տոկոսադրույքները, սկսած տարեսկզբից, նվազել են 0,65, իսկ դոլարայինինը՝ աճել 0,29 տոկոսային կետով: Մեկ տարուց ավելի ժամկետով ավանդների դեպքում տոկոսադրույքները համապատասխանաբար՝ նվազել են 0,1, աճել՝ 0,15 տոկոսային կետով: Նշենք նաև, որ դրամային ավանդների տոկոսադրույքների վրա էապես ազ-

դում է նաև դոլարայինացման միտումների նվազումը:

Վարկերի տոկոսադրույքների փոփոխություններն ավելի կտրուկ միտում են դրսևորել: Օրինակ՝ մինչև մեկ տարի ժամկետով դրամային վարկերի տոկոսադրույքները 2017 թ.-ից մինչև 2019 թ. սեպտեմբեր նվազել են մոտ 5,02 տոկոսային կետով, իսկ մեկ տարուց ավելի ժամկետայնության դեպքում՝ 3,64 տոկոսային կետով:

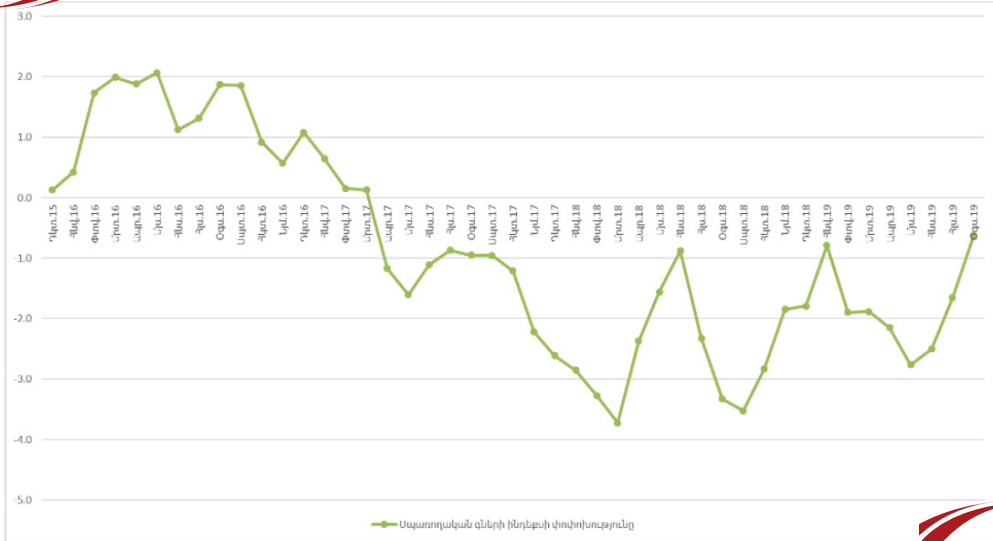
ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 3

Վարկերի տոկոսադրույքները՝ սկսած 2017 թ. հունվարից



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 4

Սպառողական գների ինդեքսի փոփոխությունը՝ սկսած 2015 թ. դեկտեմբերից (յուրաքանչյուր ամիս՝ նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ)



Նույն ժամանակահատվածում մինչև մեկ տարի ժամկետով դոլարային վարկերի տոկոսադրույքներն աճել են 0,3, իսկ մեկ տարուց ավելի ժամկետայնության դեպքում՝ նվազել 0,65 տոկոսային կետով (գծապատկեր 3):

Սկսած 2019 թ. սկզբից՝ պատկերը հետևյալն է. մինչև մեկ տարի ժամկետով դրամային վարկերի տոկոսադրույքները նվազել են 0,77, իսկ մեկ տարուց ավելիի դեպքում՝ աճել 0,25 տոկոսային կետով: Դոլարայինի դեպքում մինչև մեկ տարի ժամկետով վարկերի տոկոսադրույքները նվազել են 0,76, իսկ մեկ տարուց ավելիի դեպքում՝ 0,65 տոկոսային կետով: Նման փոփոխությունների պատճառ կարող են լինել երկարաժամկետ դրամային վարկավորման ծավալների աճը, դրամի նկատմամբ տնտեսավարողների վստահության մեծացումը և այլն:

Ինչ սպասումներ ակնկալել: Նախ՝ տնտեսական զարգացման ներկա փուլին բնորոշ է գնաճի ցածր մակարդակը: Այսինքն՝ սպառողական գների աճը դանդաղել է և բավական հեռու է ԿԲ թիրախային 4 տոկոս մակարդակից: Սպառողական գների ինդեքսը 2019 թ. մայիսի -2,8 տո-

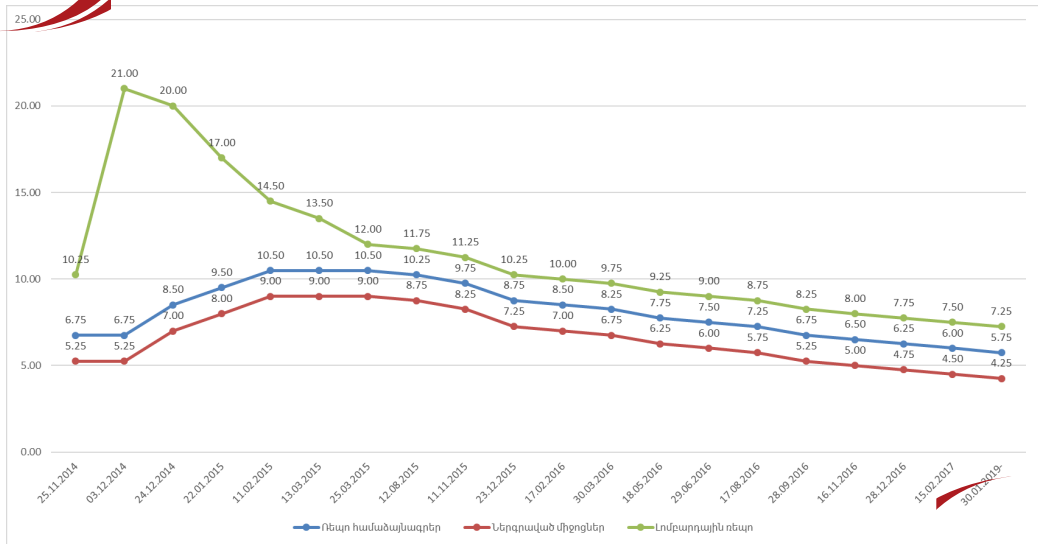
կոսից օգոստոսին հասավ 0,6 տոկոսի: Դա պայմանավորված է մի կողմից զսպող հարկաբյուջետային քաղաքականության պայմաններում առկա թույլ պահանջարկով, իսկ մյուս կողմից՝ միջազգային շուկաներում գնաճի դանդաղման միտումներով: Գնաճի նվազման վրա կարող են ազդել նաև շուկաներում մրցակցության հնարավոր բարելավումները (գծապատկեր 4):

Գնաճի տեմպերի հետագա դանդաղումը, իր հերթին, կարող է նպաստել ֆինանսական շուկաներում տոկոսադրույքների նվազմանը:

Արձագանքելով ՀՀ և միջազգային տնտեսական իրավիճակներին, գնաճի տեմպերի նվազմանը՝ 2019 թ. սեպտեմբերին ՀՀ ԿԲ-ն նվազեցրեց վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը՝ դա հասցնելով 5,75 տոկոսի: Գնաճի և տնտեսական ակտիվության հետագա դանդաղման դեպքում գլխավոր դրամատուները կարող է շարունակել այդ գործընթացը, որը ֆինանսական շուկաներում տոկոսադրույքների նվազման կարևորագույն գործոն է (գծապատկեր 5):

ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 5

« ԿԲ տոկոսադրույքների շարժընթացը՝ սկսած 2014 թ. դեկտեմբերից



Պետական պարտատոմսերի շուկայում տոկոսադրույքների նվազման համար որպես զսպող գործոններ կարող են հանդես գալ 2020 թ. պետական ներքին պարտքի ծավալների մեծացումը, տնտեսության ակտիվացման պայմաններում բանկային համակարգի միջոցների ուղղումը դեպի իրական հատված: Իրական հատվածի ակտիվացումը կարող է զուգորդվել վարկավորման պահանջարկի մեծացմամբ, ինչը բանկային ավանդների աճի պայմաններում չի առաջացնի վարկավորման տոկոսների աճ:

Տոկոսադրույքների նվազման շարունակականությունը, իր հերթին, վարկավորման ծավալների աճի մեծ ներուժ ունի: Վերջինս դրականորեն կանդրադառնա և գործարար միջավայրի, և բնակչության վրա: Բացի այդ, պետական պարտատոմսերի նվազող եկամտաբերության պայմաններում կորպորատիվ պարտատոմսերի նոր թողարկումները ներդրողների

տեսանկյունից բավական գրավիչ են դառնում, ինչն էլ որոշ չափով կարող է համարվել կորպորատիվ պարտատոմսերի հայաստանյան շուկայի ակտիվացման նախադրյալներից մեկը:

Այդուհանդերձ, միայն պահանջարկի մեծացմամբ տոկոսադրույքների նվազեցումն իր մեջ լուրջ շուկայական ռիսկեր է պարունակում, քանի որ տնտեսական իրավիճակի կտրուկ ու շրջադարձային փոփոխությունների պարագայում դրանք կարող են աճել ավելի արագ տեմպերով՝ ոչ միայն լուրջ վնասներ պատճառելով ներդրողներին, այլև ազդելով ֆինանսական համակարգի կայունության վրա: Որպես նման ռիսկերի մեղմացման ուղի կարելի է դիտարկել տոկոսային ռիսկերից զերծ ֆինանսական գործիքների թողարկումը (օրինակ՝ գնաճով ինդեքսավորված պարտատոմսեր և այլն), բաժնային գործիքների շուկաների զարգացումը և այլն: