



## ԱՇԽԱՐՀՈՒՄ ՃԳՆԱԺԱՄԻ ԵՆ ՍՊԱՍՈՒՄ

**Հիմնաբառեր.** շրջված եկամտաբերության կոր, առևտրային հակամարտություն, բացասական տրոյսադրույք, մոնետար և ֆիսկալ ներարկումների պարբերաշրջան (ցիկլ), եվրոբոնդերի տեղաբաշխում

### Նարեկ ԿԱՐԱՊԵՏՅԱՆ

ՀՊՏՀ ասպիրանտ

2019 թ., ավարտելով ՀՊՏՀ-ն, ընդունվել է ասպիրանտուրա: 2016-2018 թթ. եղել է ՀՊՏՀ «Ամբերդ» հետազոտական կենտրոնի հետազոտող, ապա փորձագետ:

Վերապատրաստումներ է անցել աշխարհի տարբեր երկրների հեղինակավոր կազմակերպություններում:

Ընդունված է կարծել, որ տնտեսության վերաբերյալ կանխատեսումներ կատարելն «անշնորհակալ գործ է»: Իսկ ճգնաժամերի կանխատեսումը՝ գրեթե անիրագործելի: ԱՄՀ փորձագետների հետազոտությունը<sup>1</sup> ցույց է տվել, որ 63 երկրում 1992-2014 թթ. տեղի ունեցած 153 ճգնաժամից տնտեսագետները միարժեքորեն կանխատեսել են միայն 5-ը՝ դրանց տեղի ունենալուց մեկ տարի առաջ: Հեռու չգնանք՝ ՀՀ կառավարության 2009 թ. բյուջետային ուղերձում տնտեսական աճի կանխատեսումը 9.2 տոկոս էր, մինչդեռ... տեղի ունեցավ 14.2 տոկոս անկում<sup>2</sup>:

Սակայն, սա չի բացառում, որ ժամանակ առ ժամանակ միջազգային մամուլում հանդիպենք ճգնաժամի վերաբերյալ ամենաազդեցիկ տնտեսագետների կանխագուշակումներին: Օրինակ՝ 2006 թ. Նուրիել Ռուբինին ահազանգում էր անշարժ գույքի շուկայի «պղպջակի» և մոտեցող համաշխարհային ճգնաժամի մասին, իսկ անցյալ տարի հայտնի տնտեսագետն անդրադարձավ այն 10 ռիսկին, որ 2020 թ. աշխարհը կարող է ճգնաժամի մեջ գցել<sup>3</sup>:

Այսօր արդեն այդ ռիսկերի մասին շատերն են խոսում, քանի որ դրանք շոշափելի են դարձել: Համաշխարհային տնտեսական մամուլն «աղաղակում է», որ ԱՄՆ-ի

<sup>1</sup> Zidong An et al. How Well Do Economists Forecast Recessions?. Working Paper No. 18/39. IMF. (2018). <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/03/05/How-Well-Do-Economists-Forecast-Recessions-45672>

<sup>2</sup> Տես ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի (<https://www.armstat.am/am/?nid=202>) և ՀՀ ֆինանսների նախարարության ([http://www.minfin.am/hy/page/petakan\\_byuje\\_2009\\_t](http://www.minfin.am/hy/page/petakan_byuje_2009_t)) կայքերում:

<sup>3</sup> The Makings of a 2020 Recession and Financial Crisis. Nouriel Roubini, Brunello Rosa. Sep 13, 2018. Project Syndicate. <https://www.project-syndicate.org/commentary/financial-crisis-in-2020-worse-than-2008-by-nouriel-roubini-and-brunello-rosa-2018-09?barrier=accesspaylog>

պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության կորը «շրջված է»։ այժմ 2 տարի ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի տոկոսադրույքն ավելի բարձր է, քան 10 տարի ժամկետայնություն ունեցողների։ Իսկ այս ցուցյով շրջված եկամտաբերության կորը նախորդել է 1950 թ. սկսած՝ ԱՄՆ-ում տեղի ունեցած բոլոր ճգնաժամերին։ Ցուցիչը համարվել է ճգնաժամի ամենահուսալի նախանշաններից մեկը, քանի որ, ինչպես կարելի է տեսնել գծապատկեր 1-ից, այսպես ասած, «բութ մատի կանոնն» աշխատել է։ Կանխագուշակումն իրականացել է մի քանի ամսից մինչև երկու տարի ժամանակային խզմամբ<sup>4</sup>։

Վիճակագրությունը՝ վիճակագրություն, բայց աշխարհում շատ փոփոխություններ են տեղի ունեցել նույնիսկ ընդամենը 10 տարում։ Ով՞ ով, բայց տնտեսագետները լավ գիտեն՝ նույնիսկ ամենահուսալի վիճակագրական կապերը ինչ-որ պահի ինչ-որ «մանրուքից» կարող են խախտվել։ Ահա թե ինչու պետք է փնտրել ամբողջական պատկերը, ինչն էլ կփորձենք անել ստորև։

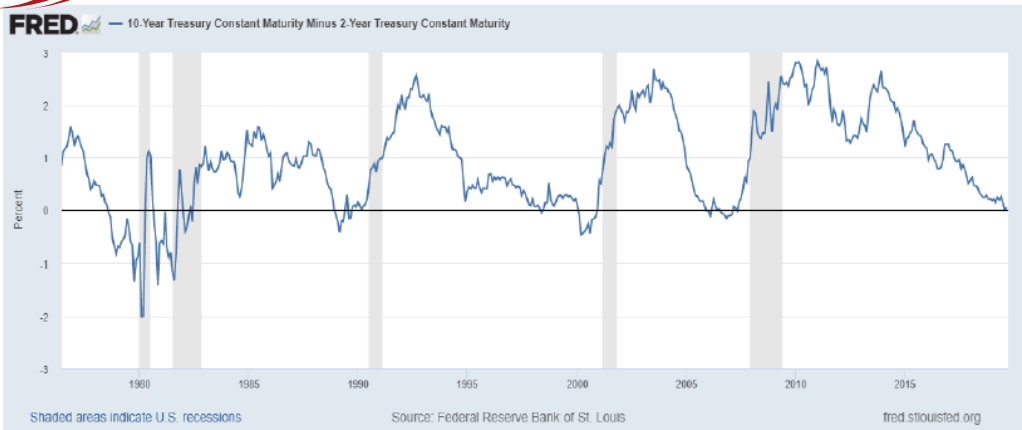
*Ինչո՞ւ է շրջված եկամտաբերության կորը, և ինչո՞ւ են աշխարհում անհանգստանում այդ երևույթի համար։* Նորմալ ժամանակներում եկամտաբերության կորը կամ նույն թողարկողի՝ տարբեր ժամկետայնության և եկամտաբերության պարտա-

տոմսերի համադրումներն արտահայտող կորն աճող է, քանի որ ներդրողն իր փողից ավելի երկար ժամանակով հրաժարվելու համար ավելի բարձր պարգևավճար է պահանջում, որովհետև տեսնում է մեծացող անորոշություն ապագայի նկատմամբ։ Գծապատկեր 2-ում դա արտացոլված է Հայաստանի պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայի՝ մինչև մարում եկամտաբերությունների կորում, որն ամեն օր հաշվարկում և հրապարակում է ՀՀ կենտրոնական բանկը։ Ավելին, դա արտացոլված է նաև մեկ տարի առաջ հրապարակված՝ ԱՄՆ-ի պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության կորում (գծապատկեր 2)։

Շրջված կորի դեպքում իրավիճակը փոխվում է. կարճ ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի տոկոսադրույքն ավելի բարձր է, քան երկար ժամկետայնությամբ պարտատոմսերինը։ Այսպիսին է այժմ ԱՄՆ-ի պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության կորը։ Սա նշանակում է, որ ներդրողները նախընտրում են երկարաժամկետ պարտատոմսեր, քանի որ ակնկալում են, որ մոտ ապագայում տոկոսադրույքները կնվազեն, իսկ կենտրոնական բանկը (Դաշնային պահուստային համակարգը) կիջեցնի տոկոսադրույքները՝ «էժան փողով» ակտիվացնելով ֆի-

ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 1

**ԱՄՆ-ի 10 և 2 տարի ժամկետայնությամբ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության տարբերությունը**



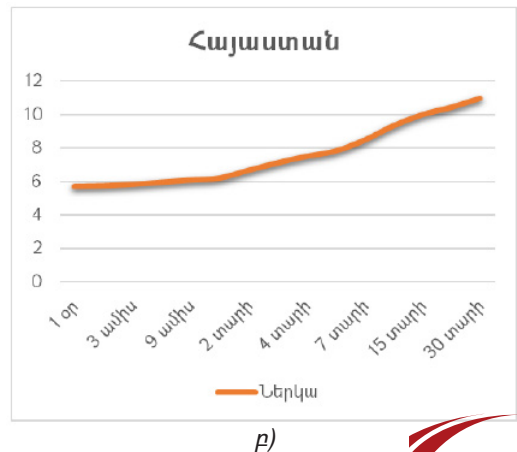
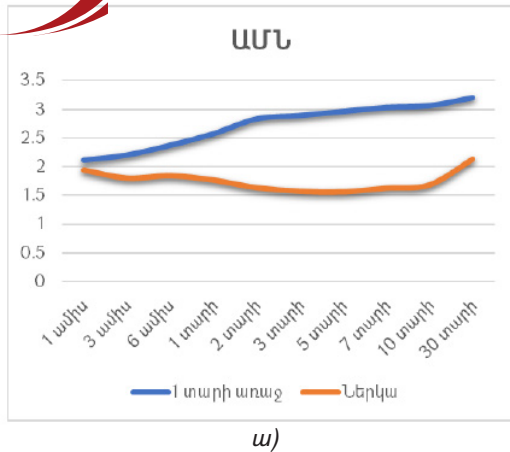
Աղբյուրը՝ <https://fred.stlouisfed.org/series/T10Y2Y#0>

Ծանոթագրություն՝ սզեցված հատվածները ցույց են տալիս ԱՄՆ-ում տեղի ունեցած ճգնաժամերը։

4 What the Yield Curve Says About When the Next Recession Could Happen. Lauren Leatherby and Katherine Greifeld. August 15, 2019. Bloomberg. <https://www.bloomberg.com/graphics/2019-yield-curve-inversions/>

ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 2

**Եկամտաբերության կորեր 2019 թ. սեպտեմբերի վերջի դրությամբ**



Աղբյուրը՝ Investing.com և ՀՀ կենտրոնական բանկ:

նանսական հոսքերը դեպի իրական տնտեսություն:

Տոկոսադրույքի նվազման առումով, ի դեպ, ֆինանսական շուկաների մասնակիցների կանխատեսումներն արդեն իսկ իրականանում են: ԱՄՆ-ի դաշնային պահուստային համակարգը տարվա մեջ երկրորդ անգամ իջեցրեց տոկոսադրույքը՝ սահմանելով դա առավելագույնը 2%-ի մակարդակում: Ավելին, ըստ դրամավարկային կարգավորողի հայտարարության, «տեղ է բացվել» տարվա ընթացքում ևս մեկ նվազեցման համար, և սա այն դեպքում, երբ անցյալ տարեվերջին տոկոսադրույքը սահմանվել է 2.5%-ի մակարդակում և նախանշվել երկու բարձրացման հնարավորություն 2019 թ. համար: Իսկ կանխատեսումներում խոսվում էր մինչև 3.5% բարձրացման վերաբերյալ՝ արդեն 2020 թ.<sup>5</sup>:

Սկզբում նշեցինք, որ դեռ անցյալ տարվանից քննարկվում են մի շարք ռիսկեր, որոնց նյութականացումը 2020 թ. կարող է հանգեցնել համաշխարհային ճգնաժամի: Հեղինակը՝ Նուրիել Ռուբինին, 2019 թ. հունիսին թարմացրեց վերլուծությունը: Հիմ-

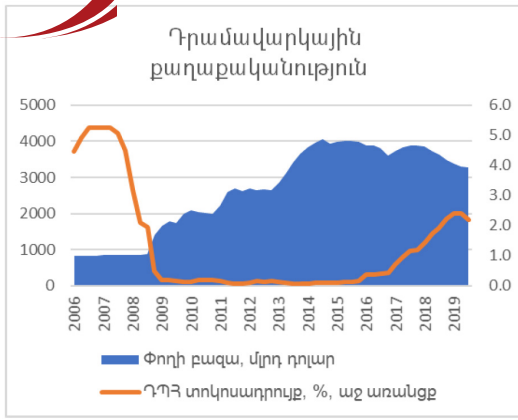
նական ուղերձն այն էր, որ նշված ռիսկերը հիմնականում պահպանվել են, իսկ դրանցից մեկը՝ առանձնակի կարևորություն ստացել: Խոսքն ԱՄՆ - Չինաստան առևտրային և տեխնոլոգիական հակամարտության մասին է<sup>6</sup>:

Գաղտնիք է, որ Դոնալդ Թրամփի վարչակազմը ձգտում է նվազեցնել ԱՄՆ-ի՝ 600 մլրդ ԱՄՆ դոլարը գերազանցող առևտրային հաշվեկշռի պակասուրդը: Չինաստանն այս տեսանկյունից պիտակավորվում է որպես «գող», որի դեմ պետք է պայքարել հովանավորչության գործիքներով: 2018 թ. ամռանից սկսած՝ ԱՄՆ-ը բարձրացնում է ինչպես արդյունաբերական, այնպես էլ սպառողական նշանակության ապրանքների ներմուծման մաքսատուրքերը: Արդյունքում, այժմ արդեն տարեկան շուրջ 550 մլրդ ԱՄՆ դոլար ծավալով չինական ապրանքների վրա գործում են հատուկ բարձրացված մաքսատուրքեր: Սրան Չինաստանը պատասխանում է՝ ամերիկյան ծագման շուրջ 185 մլրդ ԱՄՆ դոլար ծավալով ապրանքների վրա հատուկ մաքսատուրքեր կիրառելով<sup>7</sup>: ԱՄՆ - Չինաստան առևտրային հա-

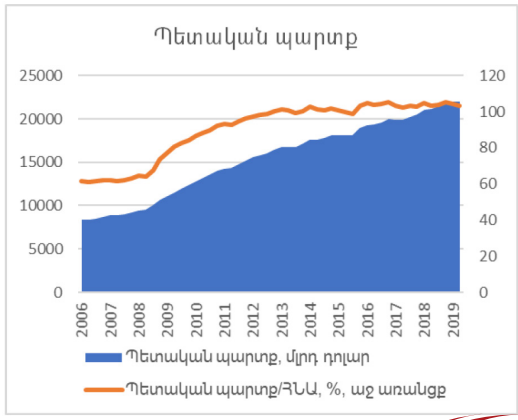
<sup>5</sup> The Fed cut rates for the second time this year. Donna Borak. September 18, 2019. CNN Business. <https://edition.cnn.com/2019/09/18/economy/federal-reserve-rate-jerome-powell/index.html>  
<sup>6</sup> The Growing Risk of a 2020 Recession and Crisis. Nouriel Roubini. Jun 14, 2019. Project Syndicate. <https://www.project-syndicate.org/commentary/trade-war-recession-crisis-2020-by-nouriel-roubini-2019-06?barrier=accesspaylog>  
<sup>7</sup> The US-China Trade War: A Timeline. November 5, 2019. China Briefing. <https://www.china-briefing.com/news/the-us-china-trade-war-a-timeline/>

ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 3

**ԱՄՆ-ի պետական մարմինների «ներարկումներ» տնտեսության մեջ**



ա)



բ)

Աղբյուրը՝ <https://fred.stlouisfed.org/>

կամարտությունը սպառնում է ընդլայնվել՝ ընդգրկելով նաև այն ապրանքները, որոնց մաքսատուրքերը դեռ չեն փոփոխվել: Դրան գումարվում են ԱՄՆ-ում չինական տեխնոլոգիական ընկերությունների գործունեության սահմանափակումները: Մակրոէկոնոմիկայի լեզվով ասած, տնտեսության համար սա մի կողմից առաջարկի, մյուս կողմից՝ պահանջարկի շոկ է. այն ուղղակիորեն թանկացնում է ապրանքները՝ վնասելով համաշխարհային արժեքային շղթաները և կրճատելով տնօրինվող եկամուտը: Այս առևտրային և տեխնոլոգիական հակամարտությունը, ըստ պաշտոնական գնահատականների, միջին ամերիկացու համար տարեկան արժենում է ավելի քան 1250 ԱՄՆ դոլար: Իսկ ըստ Goldman Sachs բանկի գնահատականների՝<sup>8</sup> այդպիսով արդեն 0.6 տոկոսային կետով դանդաղել է ԱՄՆ-ի տնտեսական աճը: Սա մեկ տարում ավելի քան 120 մլրդ ԱՄՆ դոլար է:

Ինչ տեղի կունենա ամերիկյան, չինական և մյուս տնտեսությունների հետ, եթե այս զարգացումները բացասական սցենարով ընթանան: Եթե խնդիրը միայն առևտրային հակամարտությունը լիներ, ճգնաժամի կանխատեսումը, վստահաբար, չափից դուրս վատատեսական կան-

խագուշակություն կլիներ:

Բանն այն է, որ առևտրային հակամարտությունը «յուղ է ավելացնում» արդեն կուտակված խնդիրների «խարույկի» վրա: 2008-2009 թթ. ճգնաժամից հետո զարգացած երկրների կենտրոնական բանկերը, ԱՄՆ-ի գլխավորությամբ, տնտեսական կայունություն են ապահովում «դեղերի շարունակական չափաբաժինների» օգնությամբ՝ այդպես էլ չկարողանալով հրաժարվել դրանցից:

Գծապատկեր 3-ից կարելի է տեսնել, թե ԱՄՆ-ի կենտրոնական բանկը և կառավարությունը ֆինանսական ինչ ներարկումներ են կատարել տնտեսության մեջ վերջին տասնամյակում: Դաշնային պահուստային համակարգի գործողությունների արդյունքում (տոկոսադրույքի նվազեցում, բանկերի ակտիվների ուղղակի գնումներ) փողի բազան, այսինքն՝ շրջանառության մեջ առկա կանխիկը և ԴԴՀ-ում բանկերի պահուստային միջոցներն աճել են շուրջ 4 անգամ, իսկ պետական պարտքը դոլարային արտահայտությամբ՝ շուրջ 2.6 անգամ՝ գերազանցելով երկրի ՀՆԱ ծավալը: Այս ամենը տեղի է ունեցել ոչ ավելի, քան մեկ ու կես տասնամյակում:

Գծապատկեր 3-ում արտացոլված են միայն ԱՄՆ-ի ցուցանիշները, սակայն

<sup>8</sup> Trump's trade war could spark a recession, Goldman Sachs warns. Martha C. White. Aug. 12, 2019. NBC News. <https://www.nbcnews.com/business/economy/trump-s-trade-war-could-spark-recession-warns-goldman-sachs-n1041501>

Եվրամիությունում նման ներարկումներն էլ ավելի մեծ ծավալներ ունեն: Եվրոպական կենտրոնական բանկը դեպոզիտային տոկոսադրույքը սահմանել է -0-5 տոկոսի մակարդակում և 2009 թ. ճգնաժամից հետո մինչև հիմա շարունակում է շուկայից ակտիվներ գնել՝ ուղղակիորեն փող ներարկելով ֆինանսական համակարգ: Կենտրոնական բանկի դեպոզիտային տոկոսադրույքը բացասական է նաև Շվեդիայում, Շվեյցարիայում, Ճապոնիայում և Հունգարիայում<sup>9</sup>:

Այս ամենի հետևանքով այսօր ավելի քան 15 տրիլիոն ԱՄՆ դոլար ընդհանուր ծավալով պետական պարտատոմսեր բացասական տոկոսադրույք ունեն. դիցուք, գնելով 1000 եվրո ծավալով մոտ -0.6 տոկոս եկամտաբերությամբ և 10 տարի ժամկետով գերմանական պետական պարտատոմսեր, 10 տարի հետո ունենում ես 950 եվրոյից էլ պակաս գումար (դեռ չհաշված փողի գնողունակությունը նվազեցնող գնաճը): Բացասական տոկոսադրույքների աշխարհում փոխատուն է վճարում փոխառուին, ասես՝ իր փողն «ի պահ ընդունելու» համար:

Ահա այսպիսի միջավայրում են տեղի ունենում տնտեսական շոկերը, ինչպես, օրինակ, առևտրային հակամարտությունը: Այս դեպքում կենտրոնական բանկն ուղղակի «տեղ չունի» տոկոսադրույք իջեցնելու համար, իսկ եթե նույնիսկ իջեցնի,

դա իրական տնտեսության վրա էական դրական ազդեցություն չի կարող ունենալ: Ընդհակառակը՝ կարող են գերակշռել բացասական ազդեցությունները, քանի որ ապահովագրական և կենսաթոշակային հիմնադրամները, անկախ ամեն ինչից, վստահ են աշխատելու: Դրա փոխարեն՝ կառավարությունը կարող է անընդհատ ավելացնել պարտքը (հիշենք պետական պարտատոմսերի բացասական տոկոսադրույքը) և պետական ծախսեր կատարել: Սակայն, մոնետար և ֆիսկալ ներարկումների այսպիսի պարբերաշրջանը, ինչպես ցույց է տվել պատմությունը, մեղմ ասած, դեպի կայունություն տանող լավագույն ճանապարհը չէ...

Որպես ամփոփում՝ նշենք, որ այսպիսի փխրուն կայունությամբ աշխարհում Հայաստանի նման փոքր բաց տնտեսությունը միշտ պետք է պատրաստ լինի արտաքին ցնցումների՝ միաժամանակ, կարողանալով օգտվել իրավիճակի «բարիքներից»: Այդպիսին են համաշխարհային ֆինանսական համակարգում առկա էժան փողերը: Եվրոբոնդերի վերջին տեղաբաշխումը դրա վառ ապացույցն է: Իսկ էժան փողերը տնտեսությանն անհրաժեշտ են առելի ենթակառուցվածքային ներդրումների առումով: Հենց դրանք են տնտեսության հիմքերն ամրացնելու ու ցնցման դեպքում հերթական երկնիշ անկումից խուսափելու հիմնական գրավականը:

<sup>9</sup>Steu Trading Economics գործակալության կայքը՝ <https://tradingeconomics.com/country-list/deposit-interest-rate>.