

ԴՐԱՄԻ ՓՈԽԱՐԺԵՔԻ ՎԱՐՔԱԳԻԾԸ.

ԱՊԱԳԱՅԻ ՍՊԱՍՈՒՄՆԵՐ, ԽՈՒՃԱՊ ԵՎ ՍՊԵԿՈՒԼՅԱՏԻՎ ՊԱՀԱՆՋԱՐԿ

DOI: 10.52174/2579-2989_2021_1_21

Հիմնաբառեր. արցախյան պատերազմ, արժույթի փոխարժեք, ավանդների արտահոսք, դրամական փոխանցումներ, ԿԲ դրամավարկային գործառնություններ

Կորոնավիրուսով պայմանավորված ճգնաժամը դեռևս չհաղթահարած՝ ՀՀ տնտեսության համար կրկնակի ցնցում էր 2020 թ. սեպտեմբերի վերջին սկսված պատերազմը: Թեև այդ ողջ ընթացքում հաստատանյան ֆինանսական շուկայում մեծ ցնցումներ չեղան, սակայն պատերազմական գործողությունների ավարտից հետո՝ քաղաքական ու տնտեսական զարգացումների անորոշության պայմաններում, ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքը զգալիորեն բարձրացավ: Ոմանք փոխարժեքի տատանումները կապում են տնտեսական խնդիրների, ոմանք՝ տնտեսական ու քաղաքական հետագա անորոշությունների հետ, ոմանք էլ դրանցում միայն սպեկուլյատիվ զարգացումներ են տեսնում: Հոդվածում հեղինակը փորձել է բացահայտել ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի բարձրացման հիմնական պատճառներն ու զնահարել դրա ազդեցությունը, որը հիմնականում դրսևորվեց ՀՀ-ից դրամական փոխանցումների աճով, բանկային ավանդների նվազմամբ, ինչը, սակայն, փոխարժեքի կայունացմամբ որոշակիորեն կարգավորվեց:

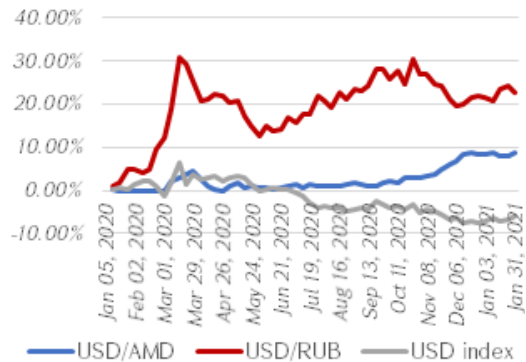
Ինչ տեղի ունեցավ ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի հետ: 2020 թ.-ի ընթացքում տեղի են ունեցել ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի երկու էական տատանումներ: Դրանցից առաջինը պայմանավորված էր գարնանը սկիզբ առած կորոնավիրուսի համավարակով ու տնտեսական ակտիվության կտրուկ անկմամբ, իսկ երկրորդն արդեն սկսվեց պատերազմի ավարտից հետո: 2020 թ. մարտի սկզբից ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի աճը հասավ մոտ 5,2%-ի, իսկ ապրիլի սկզբից կրկին մոտեցավ նախաճգնաժամային մակարդակին, սակայն տարեվերջի



Էդգար ԱՂԱԲԵԿՅԱՆ

Տնտեսագիտության թեկնածու, դոցենտ

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



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 1



Դրամի՝ ԿԲ հաշվարկած միջին փոխարժեքը և ռուբլու, դրամի ու ԱՄՆ դոլարի ինդեքսի փոփոխությունը 2020 թ. հունվարի առաջին օրվա նկատմամբ՝ 2020 թ. սկզբից մինչև 2021 թ. հունվար՝

աճով, կարծես, սահմանվեց փոխարժեքի փոփոխության նոր միջակայք:

ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքը գերազանցեց 500 դրամի սահմանը, և շուկայի մասնակիցներն, ըստ էության, նվազման էական ակնկալիքներ չունեն: ՀՀ ԿԲ հաշվարկով՝ ԱՄՆ դոլարի միջին փոխարժեքը 2021 թվականի հունվարին նույնիսկ գերազանցեց 526 դրամը:

Ինչպես երևում է գծապատկեր 1-ի երկրորդ մասից, դրամի նկատմամբ ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի տատանումը գարնանը որոշ չափով համընկել է ԱՄՆ դոլարի ինդեքսի տատանման հետ և ունի աճի նույն շարժընթացը, ինչ ռուբլունը: Միակ տարբերությունն այն է, որ ռուբլու նկատմամբ ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքն ավելի մեծ տատանում է ունեցել, մինչդեռ աշնանը բոլորովին այլ պատկեր էր: Դրամի նկատմամբ ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքը տարվա սկզբի համեմատ աճել է, մինչդեռ ռուբլու համեմատ՝ նվազել, իսկ ԱՄՆ դոլարի ինդեքսը լրիվ հակառակ պատկեր է ցույց տվել: Սա նշանակում է, որ տարեվերջյան զարգացումների պատճառները պետք է փնտրել երկրի ներսում:

Մակրոտնտեսական վիճակը և հերպատերազմյան անորոշությունները:

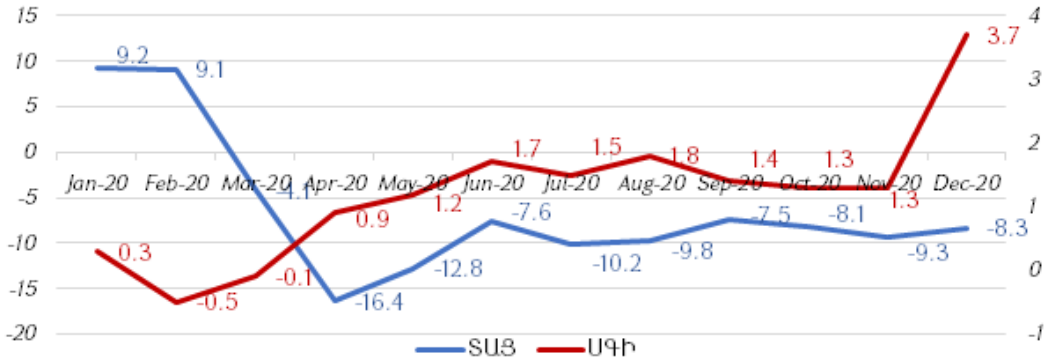
Նախ՝ մակրոտնտեսական ցուցանիշների դիտարկումից ակնհայտ է դառնում

տնտեսության անկման միտումը: 2020 թ. մարտից ի վեր տնտեսական ակտիվության ցուցանիշի աճը բացասական տիրույթում է: Եթե սկզբնական զարգացումները կարող էինք պայմանավորել միայն տնտեսական սահմանափակումներով, ապա աշնանն արդեն դրանց էական մասը վերացված էր, սակայն արցախյան պատերազմի ընթացքն ու դրա ավարտին հետևած ներքաղաքական անորոշություններն ակնհայտ դարձրին տնտեսությունում առկա հիմնական խնդիրները: Տնտեսական ակտիվության ցուցանիշի հետպատերազմյան ամենամեծ անկումը գրանցվեց նոյեմբերին՝ -9,3%, իսկ տարեվերջին տարվա սկզբի համեմատ դա -7.5% էր:

Ներքաղաքական լարվածությունն այս պայմաններում զգալի ազդեցություն ունեցավ տնտեսությունում կուտակված ռիսկերի ու սպասումների վրա, ինչը չէր կարող չարտացոլվել փոխարժեքի տատանումներում:

Սրան զուգահեռ, 2020 թ. դեկտեմբերին արձանագրվեց 3,7%-ի հասնող գնաճ, որը 2021 թ. հունվարին հասավ 4,5%-ի: Գնաճն առավելապես կարելի է պայմանավորել արտարժույթի փոխարժեքի աճով, սակայն դրանում մեծ է նաև արտաքին աշխարհում գնաճային միջավայրի ակտիվացման դերը (գծապատկեր 2):

¹ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ փոխարժեքների պահոց, <https://www.cba.am/AM/SitePages/ExchangeArchive.aspx>, ՀՀ դրամի, ՌԴ ռուբլու և ԱՄՆ դոլարի ինդեքսի վերաբերյալ տվյալների աղբյուրը՝ www.investing.com



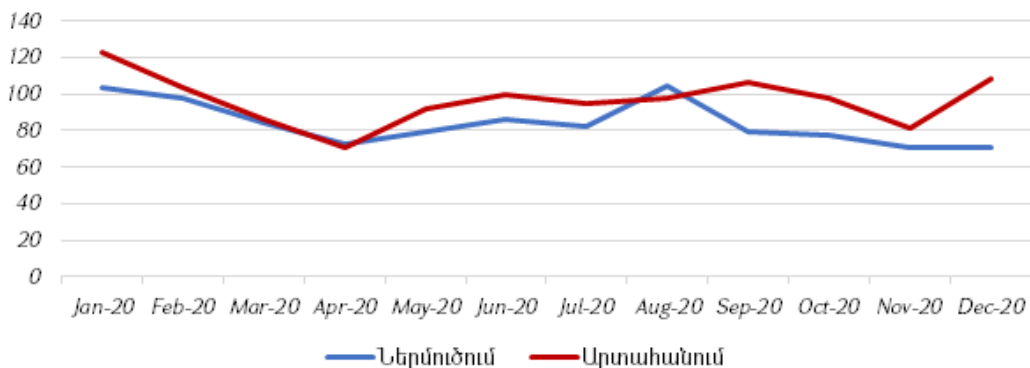
ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 2

Տնտեսական ակտիվության ցուցանիշը և սպառողական գների ինդեքսի փոփոխությունը 2020 թ. ընթացքում²

ՀՀ-ում, որպես առավելապես ներմուծման ծավալներից կախվածություն ունեցող երկիր, դրամի փոխարժեքը զգալիորեն կապված է արտաքին առևտրաշրջանառության ծավալների ու կառուցվածքի հետ: Ուստի ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի շարժընթացի պատճառները բացահայտելու համար կարևոր է դիտարկել, թե ինչպես է փոփոխվել արտաքին առևտրային շրջանառությունը պատերազմի ընթացքում:

Ըստ էության, արտաքին առևտրաշրջանառության հաշվենթացորդի էական փոփոխություն տեղի չի ունեցել, որը կա-

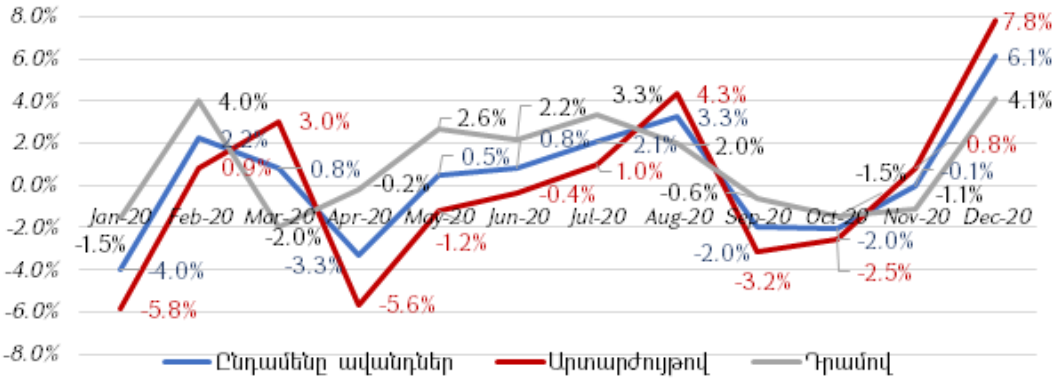
րող էր նշանակալից դեր կատարել՝ արտարժույթի պահանջարկի ու ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի աճի առումով: Նույնիսկ սեպտեմբերից հետո արտահանումն ավելի արագորեն է աճել, քան ներմուծումը: Նման վիճակում պետք է գրանցվեր հակառակ պատկեր, այսինքն՝ պետք է ավելանար ԱՄՆ դոլարի առաջարկը, ինչը կհանգեցներ վերջինիս փոխարժեքի անկման: Հետևաբար՝ կարելի է ենթադրել, որ արտաքին առևտրաշրջանառությունը որևէ կերպ չի բացահայտում ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի աճը սեպտեմբերից հետո (գծապատկեր 2):



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 3

Ներմուծման և արտահանման աճը 2020 թ.՝ նախորդ տարվա նույն ամսվա նկատմամբ

² ՀՀ մակրոտնտեսական այս և այլ ցուցանիշների աղբյուրը՝ ՀՀ վիճակագրության կոմիտե, ՀՀ սոցիալ-տնտեսական վիճակը բնութագրող ընթացիկ-օպերատիվ ամփոփմամբ ստացված նախնական հիմնական մակրոտնտեսական ցուցանիշները 2020 թ. դեկտեմբերին (2021 թ. հունվարի 29-ի դրությամբ), <https://www.armstat.am/file/doc/99523043.pdf>



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 4



ՀՀ առևտրային բանկերի՝ դրամով և արտարժույթով ներգրաված ավանդների փոփոխության շարժընթացը 2020 թ. (նախորդ ամսվա նկատմամբ՝ %)³

Ներդրողները զգուշանում են. ավանդների և արտարժույթի արտահոսք:

Ինչպես երևում է զծապատկեր 4-ից, բանկային համակարգում սեպտեմբերին արձանագրվել է ավանդային պորտֆելի զգալի նվազում: Ընդհանուր առմամբ, ավանդային պորտֆելը նվազել է 2%-ով, որից դրամայինը՝ 0,6%-ով, իսկ արտարժույթով ավանդներինը՝ 3,2%-ով: Անկման միտումը շարունակական է եղել նաև հոկտեմբերին, իսկ արդեն նոյեմբերին գրանցվել է արտարժույթային ավանդների 0,8% աճ: Դեկտեմբերին, կարծես, պատկերը վերականգնվել է, և ավանդային պորտֆելն աճել է 6,1%-ով, որտեղ արտարժույթային ավանդները կազմել են 7,8%, իսկ դրամայինը՝ 4,1%:

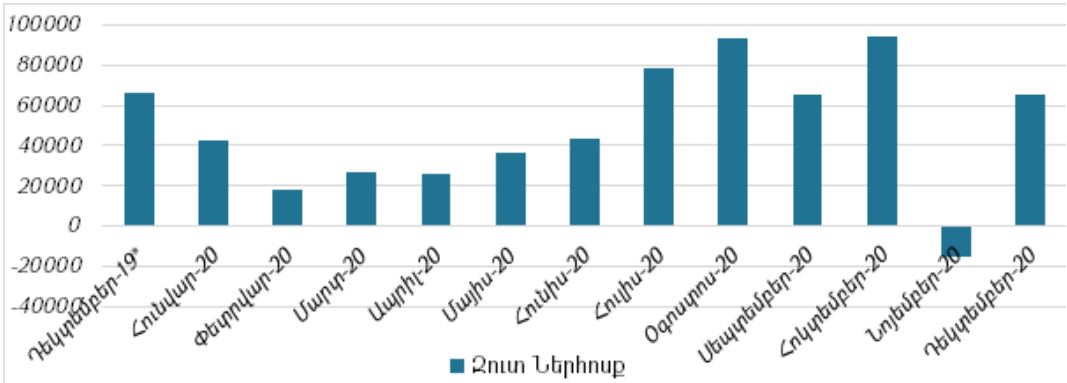
Հետաքրքրական է, որ դիտարկվող ամիսներին առավելապես նվազել են դոլարային ավանդները, ինչն ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի աճի պայմաններում վկայում է այն մասին, որ ավանդատուները պարզապես խուսափել են բանկերում ներդրումներ ունենալուց: Դեկտեմբերին, երբ արտարժույթի շուկայում իրավիճակը համեմատաբար կայուն էր, ավանդային պորտֆելը և՛ դրամային, և՛ արտարժույթային մասով զգալի աճ է ունեցել:

Բացի այդ, եթե վերոնշյալը համեմատենք մարտին արձանագրված, կորոնա-

վիրուսով պայմանավորված փոխարժեքի տատանման հետ, ապա կարող ենք դիտարկել, որ գարնանն ավանդների ծավալը պակասել է 3,3%-ով, որի կազմում արտարժույթային ավանդների նվազումը նախորդ ամսվա նկատմամբ 5,6% է, դրամայինինը՝ ընդամենը 0,2%: Սրանից կարող ենք ենթադրել, որ հետպատերազմյան ցնցումներն արտարժույթի շուկայում ավելի քիչ են անհանգստացրել ավանդատուներին, ինչի արդյունքում ավանդների արտահոսքն ավելի պակաս չափով էր, քան գարնանը: Սակայն, այստեղ էական դեր կատարեց նաև ԿԲ-ն՝ իր կտրուկ գործողություններով նպաստելով իրավիճակի արագ կայունացմանը:

2020 թ. վերջին հետաքրքրական պատկեր է արձանագրվել նաև դրամական փոխանցումների առումով: Այսպես՝ նոյեմբերին առաջին անգամ բանկային համակարգի միջոցով ֆիզիկական անձանց դրամական փոխանցումների զուտ ներհոսքը բացասական է եղել, ինչը վկայությունն է այն բանի, որ ՀՀ-ից ֆիզիկական անձանց փոխանցումներով ավելի շատ արտարժույթ է դուրս եկել, քան մուտք է գործել երկիր: 15 մլն ԱՄՆ դոլարի զուտ արտահոսքն արտացոլում է այն իրողությունը, որ բնակչությունը ոչ միայն խուսափել է բանկերում ավանդներ ունենալուց, այլև որոշակի միջոցներ դուրս է բերել երկրից

³ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/5-Deposits%20by%20sectors.xlsx



ԳԾԱՊԱՏԿԵՐ 5

ՀՀ բանկերի միջոցով ֆիզիկական անձանց անունով արտերկրից ստացված և ՀՀ ֆիզիկական անձանց կողմից դեպի արտերկրի կատարված զուտ փոխանցումները (հազ. ԱՄՆ դոլար)⁴

(գծապատկեր 5):

ԿԲ վարքագծի փոփոխությունը, կամ կարևորը գնաճի կայունությունն է:

Եթե 2008-2009 թթ. և 2014 թ. վերջին՝ ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի վերելքի ժամանակ, ԿԲ քաղաքականությունն ուղղված էր դրա զսպմանը, ապա 2020 թ. վերջին նման մոտեցում, ըստ էության, չդրսևորվեց: ԿԲ-ն իրականացրեց վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի կտրուկ բարձրացում՝ բանկային համակարգն ապահովելով և դրամային, և դոլարային իրացվելիությամբ, ինչի նպատակը գնաճի, այլ ոչ թե փոխարժեքի ուղղակի զսպումն էր: Արդյունքում փոխարժեքը կարգավորվեց: Նույնիսկ ԿԲ-ի կողմից նոյեմբերին 60 մլն, իսկ դեկտեմբերին մոտ 51 մլն ԱՄՆ դոլարի վաճառքը շուկայում, կարծես թե, բավարար եղավ իրավիճակի կայունացման համար: Իսկ 2021 թ. հունվարին մոտ 46,8 մլն ԱՄՆ դոլարի վաճառքը ցույց տվեց, որ ԿԲ-ն պատրաստ է հազեցնելու շուկայում կուտակված արտարժութային պահանջարկը, սակայն հավելյալ սպեկուլյացիաների զսպումը կփորձի իրականացնել առավել կտրուկ գործիքակազմով: Այդպիսով՝ ԿԲ քաղաքականությունն էական ազդեցություն ունեցավ ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի կայունացման համար, ինչի վկայությունը հենց դեկտեմբերին ավանդների

մակարդակի բարձրացումն ու դրամական փոխանցումների նախկին պատկերի վերականգնումն էր: Այս առումով, նշանակալից ազդակ էր նաև 750 մլն ԱՄՆ դոլարի եվրոբոնդերի թողարկումը, որը դրականորեն անդրադարձավ ֆինանսական շուկայի սպասումների վրա՝ հանգեցնելով տոկոսադրույքների որոշակի նվազման պետական պարտատուների շուկայում:

Ամփոփելով մեր դիտարկումները՝ կատարենք մի շարք արձանագրումներ.

- ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի փոփոխությունը դրամի նկատմամբ զարգացել է ամբողջովին այլ ուղղությամբ, քան ռուբլու դեպքում: Բացի այդ, ԱՄՆ դոլարի ինդեքսը նվազել է այն նույն ժամանակահատվածում, երբ դրամի նկատմամբ դրա փոխարժեքն աճել է: Սա ցույց է տալիս, որ, ի տարբերություն նախկին տատանումների, այս անգամ ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի տատանումը կարող է պայմանավորված լինել միայն ներքին գործոններով:
- ՀՀ մակրոտնտեսական վիճակի ու տրնտեսական ակտիվության շարժընթացի պատկերը թույլ է տալիս ասել, որ առկա է տնտեսության անկման էական միտում: Համավարակի պայմաններում վերջինիս վերականգնման հավանականությունը դեռևս փոքր է:

⁴ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/5.%20Money%20transfers%20of%20individuals_arm.xls

Պատերազմի ավարտից ու դրա արդյունքի գիտակցումից հետո ձևավորված իրավիճակը չէր կարող չազդել տնտեսությունում սպասումների ու նաև ԱՄՆ դոլար - դրամ փոխարժեքի տատանման վրա:

- Արտահանման և ներմուծման փոփոխությունների վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի աճի ժամանակ արտահանումն ավելի արագորեն է աճել, քան ներմուծումը: Հետևաբար՝ ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի աճը չի կարող կապված լինել արտաքին առևտրի հաշվեմնացորդի էական փոփոխության հետ:
- ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի աճը որոշակի խուճապ առաջացրեց տնտեսությունում, ինչն առավել շատ դրսևորվեց բանկային համակարգում՝ ավանդային պորտֆելների նվազման և ՀՀ-ից դրամական միջոցների փոխանցման աճի տեսքով: Ընդ որում, այն հանգամանքը, որ դրամային ավանդների նվազումը չի ուղեկց-

վել դոլարայինի աճով, և դեռ մի բան էլ՝ դրանք ավելի շատ են նվազել, թույլ է տալիս եզրակացնել, որ բնակչության շրջանում ձևավորվել է որոշակի անվստահության ու զգուշավորության մթնոլորտ՝ ներդրումներ կատարելու առումով, ինչը դեկտեմբերին արդեն կարգավորվել է:

- ԿԲ-ի կողմից վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի մեկ տոկոսային կետով բարձրացումը և հետագայում բանկային համակարգը դրամային ու դոլարային իրացվելիությամբ ապահովելը էական նշանակություն են ունեցել խուճապի և սպեկուլյատիվ պահանջարկի զսպման տեսանկյունից: Հետևաբար՝ կարող ենք արձանագրել, որ ԱՄՆ դոլարի փոխարժեքի փոփոխությունը 2020 թ. վերջին առավելապես պայմանավորված էր ՀՀ տնտեսական և ներքաղաքական զարգացումների անորոշությամբ, սպեկուլյատիվ պահանջարկով ու որոշակի խուճապային տրամադրությամբ:

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆ

1. ՀՀ ԿԲ փոխարժեքների պահոց, <https://www.cba.am/AM/SitePages/ExchangeArchive.aspx>
2. ՀՀ վիճակագրության կոմիտե, ՀՀ սոցիալ-տնտեսական վիճակը բնութագրող ընթացիկ-օպերատիվ ամփոփմամբ ստացված նախնական հիմնական մակրոտնտեսական ցուցանիշները 2020 թ. դեկտեմբերին (2021 թ. հունվարի 29-ի դրությամբ), <https://www.armstat.am/file/doc/99523043.pdf>
3. https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/5-Deposits%20by%20sectors.xlsx
4. https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/5.%20Money%20transfers%20of%20individuals_arm.xls
5. www.investing.com

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

ФИНАНСОВАЯ СИСТЕМА

**ДИНАМИКА ОБМЕННОГО КУРСА ДРАМА: ОЖИДАНИЯ БУДУЩЕГО, ПАНИКА И
СПЕКУЛЯТИВНЫЙ СПРОС**

Для экономики Армении, которая еще не преодолела кризис, вызванный коронавирусом, начавшаяся в конце сентября 2020 года война стала двойным шоком. На финансовом рынке Армении не было серьезных потрясений на протяжении всей войны, но после окончания военных действий, в условиях неопределенности политического и экономического развития, курс доллара США значительно вырос. Некоторые объясняли колебания обменного курса экономическими проблемами, некоторые - будущей экономической и политической неопределенностью, а некоторые видели в этом лишь спекулятивные изменения. В статье автор попытался выделить основные причины роста курса доллара США и оценить его влияние, которое в основном выразилось в росте денежных переводов из Армении, снижении банковских депозитов, что, однако, было определенным образом урегулировано стабилизацией обменного курса.

Ключевые слова: *Арцахская война, обменный курс, отток вкладов, денежные переводы, денежные операции Центрального банка*

Edgar AGHABEKYAN*Expert at «Amberd» Research Center, ASUE,
PhD in Economics*

FINANCIAL SYSTEM

**DYNAMICS OF THE AMD EXCHANGE RATE: FUTURE EXPECTATIONS,
PANIC AND SPECULATIVE DEMAND**

For the Armenian economy, which has not yet overcome the crisis caused by the coronavirus, the war that began at the end of September 2020 was a double shock. There were no serious shocks in the Armenian financial market throughout the war, but after the end of the war, amid the uncertainty of political and economic development, the US dollar exchange rate rose significantly. Some attributed exchange rate fluctuations to economic problems, some to future economic and political uncertainty, and some saw it as mere speculative change. In the paper, the author tried to highlight the main reasons for the rise in the US dollar exchange rate and assess its impact, which was mainly expressed in the growth of remittances from Armenia, a decrease in bank deposits, which, however, was slightly regulated by the stabilization of the exchange rate.

Key words: *Artsakh war, exchange rate, outflow of deposits, money transfers, monetary operations of the Central Bank*