

МЕНЕДЖМЕНТ

ՀՀ կապիտալի շուկայում շրջանառվող պետական պարտատոմսերի վարքագծի եվ փոխարժեքի ազդեցության դրսևվորումները արտաքին պետական պարտքի կառավարման համատեքստում

Գրիգորյան Անի Չ.

Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի ֆինանսական ֆակուլտետի ֆինանսների ամբիոնի ասպիրանտ

Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի ֆինանսատնտեսագիտական քոլեջի դասախոս (Երևան, ՀՀ)

anigrigoryan176@gmail.com

ՀՏԳ 336(479.25):339

Հանգուցաբառեր՝ կապիտալի շուկա, Դոու-Ջոնսի ինդեքս, S&P 500 ինդեքս, ՀՀ պետական պարտատոմսեր, եվրապարտատոմսեր

The Government Bond’s and Exchange Rate Manifestations of Impact in the RA Capital Market

Grigorian Ani Z.

Armenian State University of Economics, Department of Finances, Ph.D. Student; College of Armenian State University of Economics, Lecturer (Yerevan, RA)

anigrigoryan176@gmail.com

Abstract. The Dow Jones Industrial Average (Dow Jones Industrial Average) includes stock prices of the 30 largest US companies (such as Apple, Boeing, Coca-Cola, Disney, IBM, Johnson & Johnson, Microsoft, McDonald's, Nike, etc.). To calculate the index, these prices are summed and divided by the Dow divisor.

The S&P 500 index is presented by Standard & Poor's international rating agency. It is calculated based on the data of the 500 largest companies listed on the US stock exchanges (data on 505 shares).

According to the World Economic Forum, the March decline in the stock market was due to the uncertainty created by the coronavirus around the world but as the disease spread rapidly throughout the world, the future became clearer. COVID-19 would not retreat for long, so it was necessary to adapt business to the new catastrophe that befell mankind.

Key words: capital market, Dow Jones index, S&P 500 index, RA government bonds, Eurobonds

Проявления влияния государственных облигаций и обменного курса на рынок капитала РА

Григорян Ани З.

Аспирант кафедры финансов Армянского государственного экономического университета, преподаватель колледжа Армянского государственного экономического университета (Ереван, РА)

anigrigoryan176@gmail.com

Аннотация. Промышленный индекс Доу-Джонса (Dow Jones Industrial Average) включает цены акций 30 крупнейших компаний США (таких как Apple, Boeing, Coca-Cola, Disney, IBM, Johnson & Johnson, Microsoft, McDonald's, Nike и т. Д.). Для расчета индекса эти цены суммируются и делятся на делитель Доу.

Индекс S&P 500 представлен международным рейтинговым агентством Standard & Poor's. Он рассчитывается на основе данных 500 крупнейших компаний, котирующихся на фондовых биржах США (данные по 505 акциям).

По данным Всемирного экономического форума, мартовское падение фондового рынка было связано с неопределенностью, созданной коронавирусом во всем мире, но по мере того, как болезнь быстро распространилась по миру, будущее стало яснее. COVID-19 не отступал надолго, поэтому необходимо было адаптировать бизнес к новой катастрофе, постигшей человечество.

Ключевые слова: рынок капитала, индекс Dow Jones, индекс S&P 500, государственные облигации РА, еврооблигации

Ներածություն: Դոու-Ջոնսի ինդեքսում (Դոու-Ջոնսի արդյունաբերական միջին) ներառվում են ամերիկյան 30 խոշորագույն

ընկերությունների (ինչպիսիք են օրինակ՝ Apple, Boeing, Coca-Cola, Disney, IBM, Johnson & Johnson, Microsoft, McDonald's, Nike

ընկերությունները և այն) բաժնետոմսերի գները: Ինդեքսը հաշվարկելու համար այդ գները գումարվում են և բաժանվում Դոուի բաժանարարի վրա:

S&P 500 ինդեքսը ներկայացնում է Standard & Poor's միջազգային վարկանիշային գործակալությունը: Այն հաշվարկվում է՝ հիմք ընդունելով ԱՄՆ ֆոնդային բորսաներում ցուցակված 500 խոշորագույն ընկերությունների տվյալները (505 բաժնետոմսերի տվյալներ):

Ըստ Համաշխարհային տնտեսական ֆորումի՝ արժեթղթերի շուկայում մարտյան անկումները պայմանավորված էին ամբողջ աշխարհում կորոնավիրուսի ստեղծած անորոշությամբ, սակայն հետագայում վարակը կանխատեսելի բարձր տեմպերով տարածվեց ողջ աշխարհով մեկ և ապագա իրավիճակը դարձավ ավելի ակնհայտ: COVID-19-ը դեռ երկար ժամանակ չէր նահանջի, ուստի անհրաժեշտ էր բիզնեսի գործունեությունը համապատասխանեցնել և հարմարեցնել մարդկությանը պատուհասած նոր աղետին:

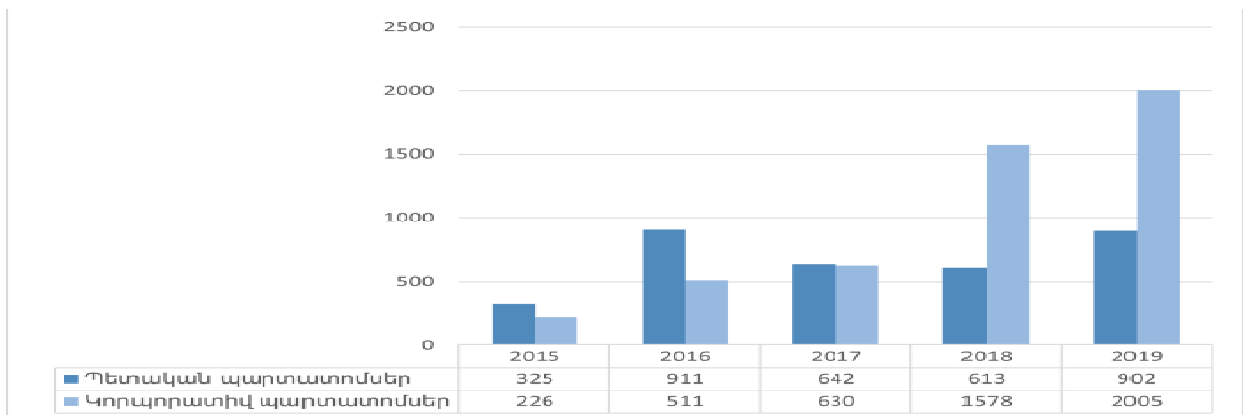
S&P 500 ինդեքսը, ի տարբերություն Դոու-Ջոնսի արդյունաբերական միջինի, հաշվարկվում է միջին կշռված կապիտալիզացիայի սկզբունքով, այսինքն՝ ավելի մեծ շուկայական կապիտալիզացիա ունեցող ընկերությունները ավելի մեծ դեր ունեն ինդեքսում: S&P 500 ինդեքսը դիտարկելով 5-6 ամսվա կտրվածքով պարզ է դառնում, որ փետրվարի սկզբին (03.02.2020) այն եղել է 3248,92, մարտի սկզբին (03.03.2020)՝ 3003,37՝ նվազելով 7,6%-ով: Տարեսկզբից սկսած առ 29.06.2020-ը ամենաբարձր ցուցանիշը գրանցվել

է 19.02.2020-ին՝ 3386,15, ամենացածր ցուցանիշը՝ մարտի 23-ին՝ 2237,40՝ ամենաբարձր ցուցանիշի նկատմամբ նվազելով 34 %-ով, ինչը փաստորեն կազմում է այս տարվա ամենամեծ անկումը: Դրանից հետո դանդաղ տեմպերով, սակայն աճում է ինդեքսը՝ ապրիլի սկզբին (03.04.2020) կազմելով 2488,65, մայիսի սկզբին (04.05.2020)՝ 2842,74, իսկ արդեն հունիսի սկզբին (03.06.2020)՝ 3122,87 և մոտ մեկ ամիս տատանվում է այդ արժեքի շուրջը: Նույն պատկերը տեսանելի է նաև Դոու-Ջոնսի ինդեքսի դեպքում. փետրվարի վերջից սկսած մինչև մարտի վերջ տեղի է ունեցել կտրուկ անկում, սակայն արդեն ապրիլի սկզբից ինդեքսը դանդաղ և կայուն տեմպերով աճում է, ինչը վկայում է տնտեսության առողջացման մասին:

Այժմ դատելով այս 2 չափազանց կարևոր ինդեքսներից՝ կարելի է եզրակացնել, որ մարտյան անկումները բարեբախտաբար անցյալում են և արժեթղթերի շուկան մտել է կայունացման փուլ, որով պայմանավորված է հետագոտվող թեմայի արդիականությունը:

Վերլուծություն:

Ներդրողների տեսանկյունից պետական պարտատոմսերը համարվում են առավել ապահով, քանի որ ունեն ցածր ռիսկ՝ ի տարբերություն կորպորատիվ պարտատոմսերի, ինչն էլ, սակայն, կարճաժամկետ հեռանկարում պայմանավորում է վերջիններիս ցածր եկամտաբերությունը: Այս տեսանկյունից, ՀՀ պետական պարտատոմսերը համարվում են բարձր իրացվելի. այստեղ գործարքների ծավալով ներդրումները գերազանցում են պարտատոմսերի շուկայում կատարվող ներդրումներին:



Չձապատկեր 1. Պարտատոմսերով իրականացված գործարքների դինամիկան [1]

Վերոնշյալ գծապատկերից երևում է, որ մինչև 2017 թ. պետական պարտատոմսերով կատարված գործարքները ունեցել են աճման տեմպ և գերազանցել են կորպորատիվ պարտատոմսերով գործարքներին, իսկ վերջին երկու տարիներին կորպորատիվ պարտատոմսերով գործարքները կրկնակի ավել են եղել պետական պարտատոմսերից: Սակայն պատկերը ամբողջ

ջական տեսք կստանա, երբ ուշադրություն դարձնենք գործարքի ծավալներին:

Այսպես, 2018-2020 թթ. պետական պարտատոմսերի առևտրի ծավալը համապատասխանաբար 26 մլրդ և 29 մլրդ-ով ավելի է եղել կորպորատիվ պարտատոմսերի առևտրի ծավալից: Սա ցույց է տալիս, որ ՀՀ-ում պետական պարտատոմսերի շուկան երկարաժամկետ

հեռանկարում առավել իրացվելի է՝ շնորհիվ ցածր ռիսկի և բարձր եկամտաբերության:

Կարևոր է նշել, որ 2018 և 2020 թթ.-ին կորպորատիվ պարտատոմսերով գործարքների

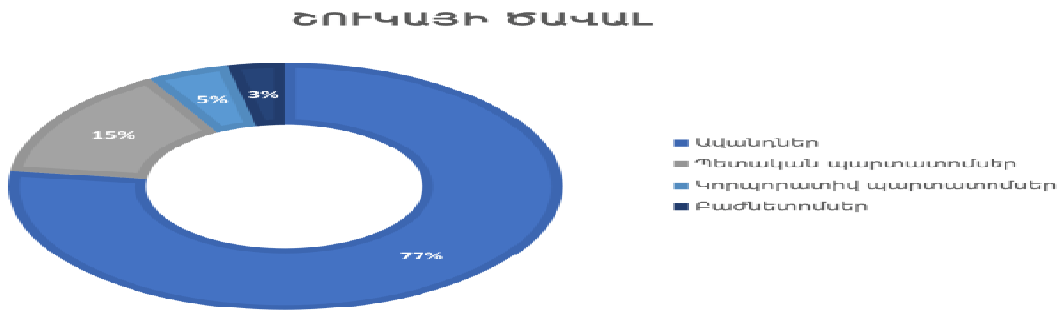
քանակը կտրուկ ավելացել է մի շարք բանկերի (Ամերիաբանկ, Արարատ բանկ) կողմից նոր թողարկված դոլարային պարտատոմսերի շնորհիվ:

Աղյուսակ 1. Պետական պարտատոմսեր / Government bond [2]

	2020 թ.	ՓՈՓՈՒՆՈՒԹՅՈՒՆ	2019 թ.
Շրջանառության մեջ առկա ծավալ Market value	953,866,374,000 AMD	41%	675,200,848,000AMD
Առևտրի ծավալ Traded value	77,323,308,992 AMD	31%	59,001,641,656AMD
Գործարքների քանակ Number of trades	993	10%	902
Բորսայում շրջանառվող պարտատոմսերի քանակ Number of bonds traded on AMX	33	-3%	34

ՀՀ պարտատոմսերի շուկան դեռևս գտնվում է զարգացման փուլում՝ ի տարբերություն ավանդների: Այսպես, եթե ուսումնասի-

րենք մեր երկրում շրջանառվող ազատ դրամական միջոցների ներդրման ուղղությունները, կունենանք այս պատկերը.



Գծապատկեր 2. ՀՀ-ում ազատ դրամական միջոցների ներդրման ուղղությունները [3]

Վերոնշյալ գծապատկերը վկայում է այն մասին, որ ՀՀ ֆիզիկական և իրավաբանական անձինք նախընտրում են իրենց ազատ դրամական միջոցները ներդնել գերազանցապես բանկերում՝ ավանդների տեսքով (77%), այնուհետև ներդրումներ կատարել պետական պարտատոմսերում (15%): Եթե հետևենք դինամիկային, նախորդ տարվա համեմատ 15.79%-ի ան է գրանցվել պետական պարտատոմսերի շուկայի ծավալներում, մինչդեռ ավանդների ծավալներում աճը կազմել է 28.34%, ինչը նշանակում է՝ տեղի է ունեցել ընդհանուր ներդրումների ծավալների աճ: Մրանից կարող ենք եզրակացնել, որ պարտատոմսերի շուկայում առկա են որոշակի խնդիրներ, որոնք խոչընդոտում են շուկայի ակտիվացմանը:

Պարտատոմսերի շուկայի զարգացման հեռանկարների ուսումնասիրության շրջանակներում, փորձենք գնահատել կորպորատիվ և պետական պարտատոմսերի և մի շարք գործոնների միջև եղած կապը: Առաջին գործոնը իրական աշխատավարձն է, որը, հանդիսանալով խնայողությունների ձևավորման հիմնական աղբյուր, 3-4%-ով ներդրվում է կորպորատիվ և պետական պարտատոմսերում: Այսպես,

իրական աշխատավարձի և կորպորատիվ ու պետական պարտատոմսերով իրականացվող գործարքների ծավալների միջև կորելիացիոն կապը կազմել է համապատասխանաբար 0,16 և 0,72: Pearson correlation coefficient-ի գործակիցը ցույց է տալիս երկու փոփոխականների միջև առկա գծային կապը և գտնվում է [-1;1] միջակայքում (որքան մոտ է 1-ին, այնքան կորելիացիոն կապը ուժեղ է, և հակառակը): Մրանից կարող ենք եզրակացնել, որ կորպորատիվ պարտատոմսերի և իրական աշխատավարձի միջև առկա է թույլ կապ, և ներդրումները պայմանավորված չեն իրական աշխատավարձի ծավալներով: Այստեղ կարևոր է նկատել, որ կորպորատիվ պարտատոմսերում ներդրումները կատարվում են մեծ ծավալներով և ավելի շատ իրավաբանական, քան ֆիզիկական անձանց կողմից, ինչն էլ կարող է պայմանավորել առկա թույլ կապը: Մինչդեռ պետական պարտատոմսերի և իրական աշխատավարձի միջև առկա է զգալի կապ, և իրական աշխատավարձի բարձրացումը կարող է հանգեցնել պետական պարտատոմսերով գործարքների ավելացմանը:

Այսպես, արված վերլուծության արդյունքում պարզ է դարձել, որ գնաճը ևս հակադարձ ազդեցություն ունի պետական և կորպորատիվ պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա, քանի որ վերջիններիս և գնաճի միջև առկա է համապատասխանաբար -0,44 և -0,07 կոռելիացիոն կապ, ինչը փաստում է գնաճի ազդեցությունը պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա և կարևորում ԿԲ-ի դերը գնաճի կարգավորման գործում:

Ներդրումային կառուցվածքի վրա ազդող գործոնները բացահայտելու նպատակով հաշվարկենք տնտեսական աճի և պետական պարտատոմսերի տեղաբաշխման ծավալների փոփոխության միջև եղած կապը: Այսպես, վերջիններիս միջև առկա է -0,86 կոռելիացիոն կապ, ինչը նշանակում է, որ հակադարձ ազդեցություն ունեն միմյանց վրա. տնտեսական աճի բարձրացումը կարող է հանգեցնել պետական պարտատոմսերի տեղաբաշխման ծավալների նվազեցման, քանի որ պետական ծախսերը կարող են ֆինանսավորվել այլ աղբյուրներով [3]:

2020 թվականի սեպտեմբերի 30-ին մարվել են 2013 թվականի սեպտեմբերի 30-ին թողարկված և շրջանառության մեջ եղած 97.657 մլն

ԱՄՆ դոլար ծավալով եվրապարտատոմսերը, որի արդյունքում դեկտեմբերի 31-ի դրությամբ շրջանառության մեջ գտնվող պետական արտարժույթային պարտատոմսերի ծավալը նվազել է և կազմել է 1,000.0 մլն ԱՄՆ դոլար, որից՝

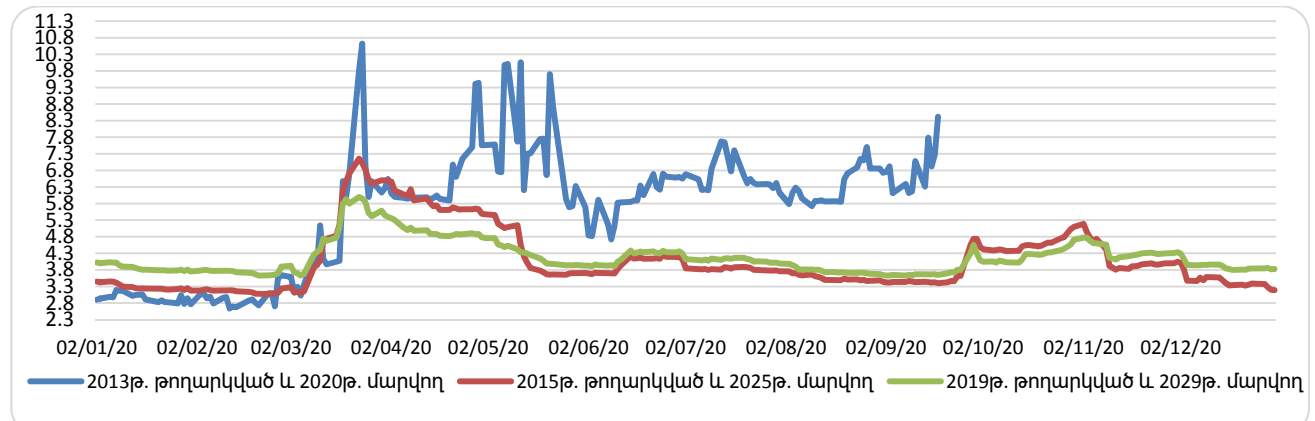
- 500.00 մլն ԱՄՆ դոլարը՝ 2025 թվականին մարման ենթակա 7.15% արժեկտրոնային եկամտաբերությամբ եվրապարտատոմսեր,

- 500.00 մլն ԱՄՆ դոլարը՝ 2029 թվականին մարման ենթակա 3.95% արժեկտրոնային եկամտաբերությամբ եվրապարտատոմսեր:

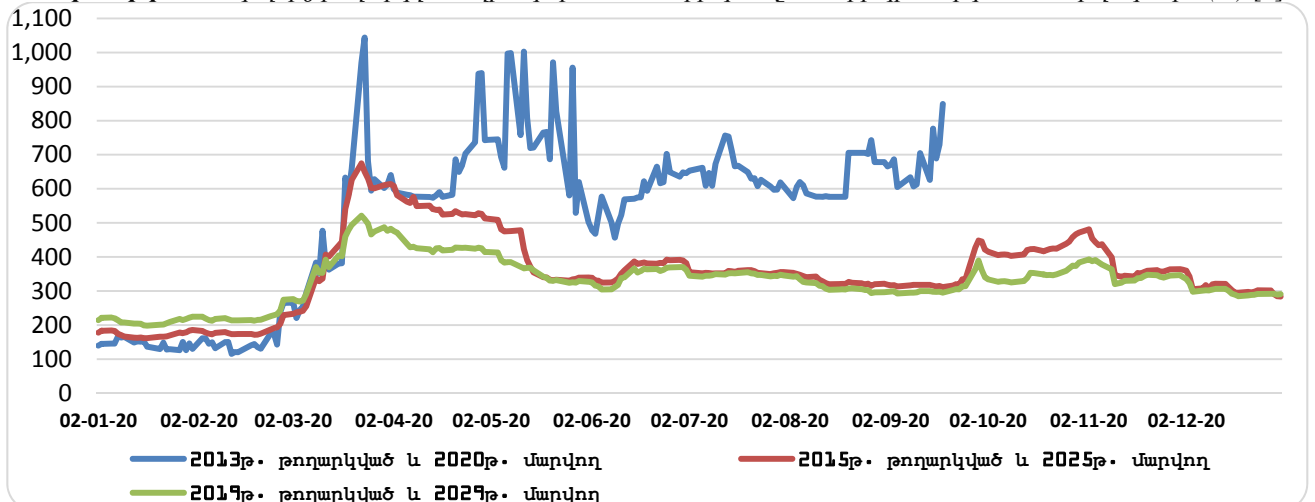
2020 թվականի տարեվերջի դրությամբ շրջանառության մեջ գտնվող պետական արտարժույթային պարտատոմսերի 8.06%-ը կամ 80.6 մլն ԱՄՆ դոլար ծավալը գտնվել է ռեզիդենտ ներդրողների պորտֆելում:

- 2021 թ. հունվարին ՀՀ-ն տեղաբաշխել է 750 մլն ԱՄՆ դոլար ծավալով եվրաբոնդեր՝ 10 տարի մարման ժամկետով 3.6 տոկոս արժեկտրոնային եկամտաբերությամբ:

- 2021 թ. մայիսի 11-ին թողարկվել է 15 մլրդ դրամի արժեկտրոնային պարտատոմսեր՝ 2026թ մարման ենթակա 8.69 % եկամտաբերությամբ:



Գծապատկեր 3. ՀՀ կողմից թողարկված եվրապարտատոմսերի գնաճումների դինամիկան 2020 թվականին (%) [4]



Գծապատկեր 4. ԱՄՆ ուղենշային պարտատոմսերի նկատմամբ ՀՀ եվրապարտատոմսերի եկամտաբերության սիրելիքը 2020 թվականի ընթացքում (բազիսային կետ) [4]

Գծապատկեր 3-ում ներկայացվում է 2013 թ., 2015 թ. և 2019 թ. ՀՀ կառավարության կողմից թողարկված և 2020 թ. ընթացքում շրջանառության մեջ եղած եվրապարտատոմսերի եկամտաբերության սփերերը՝ նույն ժամկետայնության ԱՄՆ ուղենշային պարտատոմսերի նկատմամբ իսկ գծապատկեր 4-ում՝ եվրապարտատոմսերի գնանշումների դինամիկան հաշվետու տարում:

Եկամտաբերությունները բարձր մակարդակում են պահպանվել մինչև նոյեմբերի 9-ի հրադարարի հայտարարությունը, որից հետո նվազել են: Միաժամանակ պետք է նշել, որ Հայաստանի Հանրապետության երկրի ռիսկի հավելավճարի աճն, ընդհանուր առմամբ, չսփափոր է եղել, և 2025 թ. մարվող ՀՀ արտարժույթային պարտատոմսերի համար կազմել է 284 բազիսային կետ, իսկ 2029 թ. մարվող ՀՀ արտարժույթային պարտատոմսերի համար՝ 291 բազիսային կետ:

2025 և 2029 թթ. մարվող պետական արտարժույթային պարտատոմսերի եկամտաբերությունները կտրուկ աճ են գրանցել մարտ ամսվա ընթացքում, սակայն մինչև մայիս ամսվա կեսը վերադարձել են նախկին մակարդակներին, իսկ 2020 թվականի սեպտեմբերին մարվող պարտատոմսերի եկամտաբերությունները շրջանառության մեջ առկա ոչ ուղենշային ծավալի (500 մլն ԱՄՆ դոլարից պակաս) և մեկ տարուց պակաս մինչև մարտի մնացած ժամկետի պայմաններում շարունակել են բարձր տատանողական մնալ նաև հետագայում:

Միջազգային կապիտալի շուկայում 2015 թվականին 7.5% եկամտաբերությամբ թողարկված պետական արտարժույթային պարտատոմսերի եկամտաբերությունը 2020 թվականին միջինում կազմել է 4.1%՝ 2019 թվականին արձանագրված 4.42%-ի դիմաց: Իսկ 2019 թվականին 4.20% եկամտաբերությամբ թողարկված պարտատոմսերի եկամտաբերությունը 2020 թվականին միջինում կազմել է 4.18% [4]:

Եզրահանգում:

Պարտատոմսերի շուկայի զարգացման ուսումնասիրության շրջանակներում, գնահատելով կորպորատիվ և պետական պարտատոմսերի և մի շարք գործոնների միջև եղած կապը, կարող ենք ընդգծել մի շարք գործոններ, որոնցից առաջինը իրական աշխատավարձի գործոնն է՝ որպես խնայողությունների ձևավորման հիմնական աղբյուր:

Ուսումնասիրության արդյունքում կարող ենք եզրակացնել, որ կորպորատիվ պարտատոմսերի և իրական աշխատավարձի միջև առկա է թույլ կապ (իրական աշխատավարձի և կորպորատիվ ու պետական պարտատոմսերով իրականացվող գործարքների ծավալների միջև կորելիացիոն կապը կազմել է համապատասխանաբար 0,16 և 0,72), և ներդրումները պայմանավորված չեն իրական աշխատավարձի ծավալներով: Այսինքն՝ կորպորատիվ պարտատոմսերում ներդրումները կատարվում են մեծ ծավալներով և հիմնականում

իրավաբանական անձանց կողմից, որով էլ պայմանավորված է թույլ կապի առկայությունը: Ի հակադրություն վերջինիս, պետական պարտատոմսերի և իրական աշխատավարձի միջև առկա է զգալի կապ:

Այդուհանդերձ, հաշվի առնելով բանկերի հանդեպ վստահության բարձր մակարդակը՝ ՀՀ-ում խնայողությունների զգալի մասը (77%) վեր է ածվում ավանդների: Ավանդների ծավալների գերակշռումը պարտատոմսերի համեմատ բացատրվում է նաև ավանդների շուկայում ֆինանսական գրագիտության համեմատաբար բարձր լինելով, թվային գործիքների առկայությամբ, որոնք ավանդների ձեռքբերումը դարձնում են առավել պարզ և արագ, ինչպես նաև կարևոր է Ավանդների հատուցումը երաշխավորող հիմնադրամի դերը, որը բարձրացնում է ավանդների նկատմամբ վստահությունը: Այստեղ, սակայն, կարևոր է նկատել, որ համաձայն ՀՀ հարկային օրենսգրքի, ավանդներից ստացվող եկամտի նկատմամբ կիրառվում է 10% եկամտային հարկ, մինչդեռ պետական պարտատոմսերում կատարված ներդրումներից ստացվող եկամուտները արդեն երկար ժամանակ ազատված են եկամտային հարկից, իսկ ցուցակված կորպորատիվ պարտատոմսերում՝ 2020 թ. մարտից: Սա ֆինանսական շուկայում ներդրումները խթանելու կարևոր քայլ էր, հատկապես այն պարագայում, որ ՀՀ-ում բնակչության խնայողության նորման 2015 թ.-ից սկսած (17.5%) նվազել է մինչև 9,1%, ուստի կարևոր է ընդգծել, որ առաջիկայում իրական աշխատավարձի բարձրացումը կարող է հանգեցնել պետական պարտատոմսերով գործարքների ավելացմանը:

Օգտագործված գրականության ցանկ

1. ՀՀ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունները՝ գերազնահատված: Ինչ սպասել շուկայում կուտակված ռիսկերից», <https://asue.am/amberd/publications/analytics/profitability-government-bonds-ra-overestimated> (վերջին մուտքի ամսաթիվ՝ 12.11.2021 թ.)
2. AMX տարեկան հաշվետվություն 2020 թ., <https://amx.am/am/34/information-centre/41/useful-info/45/publications> (վերջին մուտքի ամսաթիվ՝ 22.11.2021 թ.)
3. «ՀՀ պարտատոմսերի շուկան, դրա վրա ազդող գործոնները և զարգացման հեռանկարները», <https://enlightgo.org/post/19470> (վերջին մուտքի ամսաթիվ՝ 10.12.2021 թ.)
4. «ՀՀ պետական պարտքի 2020 թվականի տարեկան հաշվետվությունը», էջ 37-40 https://www.minfin.am/hy/page/tarekan_hashvetvutyunner/ (վերջին մուտքի ամսաթիվ՝ 21.12.2021 թ.)

Տճանաձևն ձևվել է 13.12.2021

Рецензирвана/Գրախոսվել է 27.12.2021

Принята/Ընդունվել է 10.01.2022