ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ԱՎԱԳՅԱՆ ՀԱՐՈՒԹՅՈՒՆ ԱԼԵՔՍԱՆԴՐԻ

ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՊԱՀՈՒՍՏՆԵՐԻ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ (ՀՀ ՕՐԻՆԱԿՈՎ)

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅՈՒՆ

Ը.00.06 «Միջազգային տնտեսագիտություն» մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի հայցման համար

Գիտական ղեկավար՝
տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
Դավիթ Ներսիկի Հախվերդյան

ԵՐԵՎԱՆ - 2017

ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ 3

ԳԼՈՒԽ 1. ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՊԱՀՈՒՍՏՆԵՐԻ ԷՈՒԹՅՈՒՆԸ, ԳՈՐԾԱՌՈՒՅԹՆԵՐԸ, ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ՍԿԶԲՈՒՆՔՆԵՐԸ 10

1.1 Միջազգային պահուստների էությունը, գործառույթները և արդի միտումները 10

1.2. Միջազգային պահուստների կառավարման հիմնական սկզբունքները 22

ԳԼՈՒԽ 2. ՀՀ ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՊԱՀՈՒՍՏՆԵՐԻ ԱԴԵԿՎԱՏՈՒԹՅԱՆ ՄԱԿԱՐԴԱԿԻ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ 34

2.1. Միջազգային պահուստների հետ առնչվող ծախսերը և ադեկվատության գնահատման ավանդական ցուցանիշները 34

2.2 ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատումը 45

2.3. ՀՀ միջազգային պահուստների կառավարման հայեցակարգը 67

ԳԼՈՒԽ 3. ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՊԱՀՈՒՍՏՆԵՐԻ ԵԿԱՄՏԱԲԵՐՈՒԹՅԱՆ ԲԱՐՁՐԱՑԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ՝ ՀՀ ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՊԱՀՈՒՍՏՆԵՐԻ ՆԵՐԴՈՒՄԱՅԻՆ ՄԻՋԱՎԱՅՐԻ ՀԱՄԱՏԵՔՍՏՈՒՄ 72

3.1. Պետական պարտատոմսերի ֆյուչերսների տոկոսային եկամուտը 72

3.2 ԱՄՆ ֆինանսական շուկաների նոր մարտահրավերը և միջազգային պահուստների կառավարման արդյունավետությունը 82

3.3 Բացասական տոկոսադրույքների պարագայում բացասական տոկոսային եկամտի նվազեցման և/կամ դրական տոկոսային եկամտի վերափոխման մարտավարություն 99

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆ 107

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ 117

ՀԱՎԵԼՎԱԾՆԵՐ 125-11

ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ

Հետազոտության թեմայի արդիականությունը: 2008 թ.-ին սկիզբ առած համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի բացասական հետևանքները առկա են անգամ մոտ մեկ տասնամյակ անց: Ճգնաժամի առաջին տարիների ընթացքում, հանգեցնելով զարգացած և զարգացող երկրների իրական տնտեսության անկման, համաշխարհային ֆինանսական շուկաներում տատանողականության կտրուկ աճին, այն իր խորը ազդեցությունը թողեց և մինչ այժմ էլ թողնում է զարգացած երկրների դրամավարկային քաղաքականության վրա: Վերջինս էլ իր անմիջական ազդեցությունն է թողնում զարգացող երկրների ինչպես տնտեսության իրական հատվածի, այնպես էլ այդ երկրների ֆինանսական համակարգերի վրա: Այսպես, զարգացող երկրների տնտեսությունների վրա միջազգային տնտեսական ճգնաժամի ազդեցությունը ներկայացվել է այնպիսի տնտեսագետների աշխատություններում, ինչպիսիք են Պոլ Կրուգմանը[1], Ջոզեֆ Ստիգլիցը[2] և Կառմեն Ռայնհարթը[3]: Ինչ վերաբերում է արտաքին տնտեսական ցնցումների ազդեցությանը ՀՀ տնտեսության վրա, ապա այս խնդրին մանրակրկիտ անդրադարձ է կատարվել Էմիլ Զալինյանի[4] կողմից: Նրա կողմից առաջարկվել է տնտեսական խոցելիության համաթվի հաշվարկման փոփոխված տարբերակ՝ ՄԱԿ-ի կողմից կիրառվող բաղադրյալ համաթվի կազմի մեջ ներառելով օտարերկրյա դրամական փոխանցումների և բնակչության խտության ցուցանիշները, ինչը թույլ է տալիս առավել ամբողջական և համակողմանի պատկերացում ստանալու առանձին տնտեսության խոցելիության վերաբերյալ:[5]

Վերջին տնտեսական ճգնաժամը ևս մեկ անգամ ընդգծեց ադեկվատ միջազգային պահուստների կարևորությունը՝ որպես արտաքին տնտեսական շոկերին դիմակայելու

---

[1] P. Krugman, «End This Depression Now», W.W. Norton & Company, New York, London, 2013, 288 էջ:

[2] J.E.Stiglitz, «Freefall: America, Free Markets, and the Sinking o the World Economy», W.W. Norton & Company, New York, London, 2010, 480 էջ:

[3] Reinhart, K.Rogoff, «This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly», Princeton University Press, 2011, Scottsdale, 512 էջ:

[4] Է. Զալինյան «Արտաքին տնտեսական ցնցումների ազդեցությունը ՀՀ տնտեսական զարգացման վրա», Ատենախոսություն, ՀՊՏՀ, Երևան 2011, 121 էջ:

[5] Է. Զալինյան «Արտաքին տնտեսական ցնցումների ազդեցությունը ՀՀ տնտեսական զարգացման վրա», Ատենախոսություն, ՀՊՏՀ, Երևան 2011, 121 էջ, էջ 6:

անհրաժեշտ գործոն: Ադեկվատության գնահատման հայեցակարգին հատուկ ուշադրություն է դարձնում ԱՄՀ-ն[6] իր աշխատանքային խմբերով: Նպատակաուղղված և արդյունավետ տնտեսական քաղաքականությունը վերջին ու նախորդ բոլոր ճգնաժամերի ընթացքում հանդիսացել է տնտեսական շոկերին հակազդելու լավագույն միջոց, իսկ տնտեսական քաղաքականություն իրականացնող մարմինների ենթակայության տակ գտնվող իրացվելիության պաշարները հնարավորություն են տվել որոշ երկրներին խուսափել աղետալի ճգնաժամերից: Չնայած ճգնաժամային իրավիճակներում ԱՄՀ կողմից տրամադրվող վարկերի առկայությանը՝ տնտեսական բացասական զարգացումներին հակազդելու կարևորագույն գործոններից են շարունակում մնալ երկրի միջազգային պահուստները: Անհրաժեշտ է նշել, որ միջազգային պահուստների կուտակումը, սակայն, որոշակի ծախսեր է առաջացնում ինչպես միջազգային պահուստներ կուտակող երկրի, այնպես էլ միջազգային արժութային համակարգի համար: Վերջին հանգամանքը, ինչպես և 2000-ական թվականներին զարգացող երկրների կողմից միջազգային պահուստների կտրուկ աճը, անհրաժեշտություն են առաջացնում բացահայտել, արդյոք «ավելցուկային» չէ՞ միջազգային պահուստների կուտակման նման մակարդակը: Միջազգային պահուստների կուտակմանն ուղեկցող նշանակալի ծախսերը, ինչպես նաև վերջին տնտեսական ճգնաժամից հետո որոշ երկրների կողմից միջազգային պահուստների կարևորության աստիճանի նորովի գնահատումը պայմանավորում են միջազգային պահուստների ադեկվատ մակարդակը գնահատելու հիմնախնդրի արդիականությունը:

Որպես ճգնաժամի անմիջական հետևանք է հանդես գալիս նաև զարգացած երկրների կողմից աննախադեպ խթանող դրամավարկային քաղաքականությունը և որպես արդյունք՝ այդ երկրների հիմնական դրամավարկային և այլ տոկոսադրույքների աննախադեպ ցածր, երբեմն էլ բացասական մակարդակը: Տոկոսադրույքների ցածր մակարդակի պարագայում մի կողմից նվազում է առկա դրամական միջոցների ներդրումից ստացվող եկամուտը, մյուս կողմից էլ վտանգված է առկա դրամական

6 Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, «Assessing Reserve Adequacy», International Monetary Fund, Washington, D.C., 2011, 49 pages:

միջոցների անվտանգության խնդիրը՝ ելնելով ցածր եկամտաբերությունից և ֆինանսական շուկաների անպակաս մաս հանդիսացող տատանողականությունից: Համաշխարհային ֆինանսական շուկաների անբաժան մասնակիցներն են կենտրոնական բանկերը: Այդ մասնակցությունն արտահայտվում է ոչ միայն դրամավարկային քաղաքականության իրականացմամբ, այլ նաև կենտրոնական բանկերի մեկ այլ գործառույթի միջոցով՝ միջազգային պահուստների կառավարմամբ:

1990-ական թվականների վերջին տեղի ունեցած ասիական ճգնաժամից հետո կտրուկ աճել է զարգացող երկրների միջազգային պահուստների մակարդակը, ինչը նշանակում է, որ ֆինանսական շուկաների առաջադրած հիմնախնդիրները լուրջ մարտահրավերներ են նետում կենտրոնական բանկերին՝ ի դեմս միջազգային պահուստների կառավարման համար պատասխանատու հաստատությունների:

ԱՄՀ մոտեցմամբ, միջազգային պահուստների կառավարման առաջնահերթություններն են՝ դրանց անվտանգությունը, իրացվելիությունը և եկամտաբերությունը: Ցածր և որոշ պարագաներում բացասական տոկոսադրույքները վտանգում են այս երեք առաջնահերթություններից երկուսը՝ անվտանգությունը և եկամտաբերությունը՝ հիմնախնդիրներ ստեղծելով կենտրոնական բանկերի և, մասնավորապես միջազգային պահուստների կառավարման համար պատասխանատու մասնագետների համար:

Միջազգային պահուստները տնօրինող և համաշխարհային ֆինանսական շուկաներում դրանք կառավարող կենտրոնական բանկերի թվին է դասվում նաև Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկը: Հաշվի առնելով ՀՀ տնտեսության շուրջ ձևավորված աշխարհաքաղաքական միտումները, էլ ավելի է կարևորվում միջազգային պահուստների նշանակությունը՝ կարճաժամկետ արտաքին և ներքին տատանումներին հակազդելու կարևոր գործում:

Հաշվի առնելով ՀՀ տնտեսության զարգացման ներկայիս մակարդակը և գիտակցելով ավելի բարձր սպառողական ծախսերի և ներդրումների այլընտրանքային արժեքը, հրատապ է դառնում ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատման հիմնախնդիրը: Մի կողմից, միջազգային պահուստների ոչ բավարար մակարդակը կարող է տնտեսական շոկերի ազդեցության պարագայում խիստ

բացասական հետևանքների հանգեցնել՝ ի դեմս ավելի վատ սոցիալ-տնտեսական պայմանների, մյուս կողմից՝ վերջիններիս ավելցուկային մակարդակի այլընտրան-քային արժեքը խիստ մեծ է:

Հեղինակի կողմից կարևորվել են նաև ձևավորված այնպիսի հիմնախնդիրների, ինչպիսիք են՝ զարգացած երկրների ցածր և/կամ բացասական տոկոսադրույքների մակարդակի հետևանքով միջազգային պահուստների անվտանգության և եկամտաբերության սկզբունքների վտանգումը, լուծման ուղիների ուսումնասիրումը և առաջադրումը, որը հնարավորություն կտա խուսափել միջազգային պահուստների կառավարման կարևորագույն սկզբունքները խաթարելուց: Կարևորվում են հենց զարգացած երկրների արժույթներով արտահայտված ֆինանսական գործիքները, քանի որ և՛ աշխարհով մեկ, և՛ ՀՀ ԿԲ միջազգային պահուստների գերակշիռ մասը ներդրված է հենց այս երկրների արժույթներում: Մասնավորապես, ՀՀ համար գերակշռում են ՀՓԻ զամբյուղում ներառված արժույթներով արտահայտված ֆինանսական գործիքները: Նման ուղիների առաջադրումը, արդյունավետ լինելու պարագայում, հնարավորություն կտան էականորեն նվազեցնել ՀՀ տնտեսության խոցելիությունը արտաքին և ներքին գործոններից: Ֆինանսական շուկաների և ֆինանսական գործիքների ուսումնասիրության գործում անգնահատելի ավանդ է ունեցել Ֆրենկ Ֆաբոցին, որի հիմնական աշխատություններից մեկն էլ հիմք է հանդիսացել սույն ատենախոսության մեջ ներկայացված մարտավարությունների մշակման համար[7]:

Հետևաբար, վերոնշյալ հիմնախնդիրների լուծման ուղիների առաջադրումը խիստ արդիական է: Վերոնշյալն իր արտացոլում է գտել ներկայացվող ատենախոսությունում՝ պայմանավորելով հետազոտության թեմայի հրատապությունը:

Հետազոտության նպատակը և խնդիրները: Ատենախոսության հիմնական նպա-տակն է ուսումնասիրել ՀՀ միջազգային պահուստների կառավարմանն առնչվող

[7] F. J. Fabozzi, «The Handbook of Fixed Income Securities», 7th Edition, McGraw-Hill, New-York, 2012, 1840 pages:

հիմնախնդիրները, առաջարկել տվյալ հիմնախնդիրների լուծման ուղիներ: Նշված նպատակի իրագործման համար դրվել և լուծվել են հետևյալ խնդիրները.

- ուսումնասիրել միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատման ավանդական և արդի մոտեցումները,
- մշակել ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատության նոր հայեցակարգ,
- գնահատել ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատության ընթացիկ մակարդակը,
- ուսումնասիրել միջազգային պահուստների կառավարման ՀՀ և արտասահմանյան փորձը, կիրառվող ֆինանսական գործիքները,
- ուսումնասիրել ԱՄՆ դոլարով ու եվրոյով և բարձր վարկանիշ ունեցող ֆինանսական գործիքների տիրույթը, և առանձնացնել տվյալ շուկաներում առկա հիմնախնդիրները,
- մշակել մարտավարություն, որը հնարավորություն կտա ավելացնել եկամտաբերությունը ԱՄՆ դոլարով ֆինանսական գործիքներում ներդրումներից՝ սահմանափակ ռիսկի պայմաններում,
- մշակել մարտավարություն, որը հնարավորություն կտա նվազեցնել, իսկ որոշ պարագաներում նաև վերափոխել դրականի եվրոյով արտահայտված, բացասական տոկոսադրույքներով ֆինանսական գործիքների եկամտաբերությունը,
- բացահայտել այնպիսի ֆինանսական գործիքներում ներդրումների իրականացման հնարավորությունները, որոնք կարող են ավելացնել միջազգային պահուստների եկամտաբերությունը՝ պահպանելով անվտանգության գերակայությունը:

Հետազոտության օբյեկտը և առարկան: Հետազոտության օբյեկտը ՀՀ տնտեսության արտաքին հատվածն է, ինչպես նաև ԱՄՆ դոլարով և եվրոյով արտահայտված և բարձր վարկանիշ ունեցող ֆինանսական գործիքների տիրույթը: Հետազոտության առարկան ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատման, միջազգային ֆինանսական շուկաների կողմից առաջադրած հիմնախնդիրներն են:

Հետազոտության տեսամեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը: Ատենախոսության տեսական-մեթոդաբանական հիմք են ծառայել հայ և արտասահմանյան հեղինակների գիտական հետազոտություններն ու աշխատանքները: Հետազոտության համար անհրաժեշտ վիճակագրական տեղեկատվությունն ընդգրկում է ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայության վիճակագրական ժողովածուների համապատասխան տվյալները, ՀՀ պետական պարտքի ամսական տեղեկագրերը, ՀՀ պետական պարտքի կառավարման ռազմավարական ծրագրերը, ՀՀ ԿԲ հրապարակած տվյալները, Համաշխարհային Բանկի տվյալների բանկը, ՀՀ Մաքսային Ծառայության կողմից հրապարակած հաշվետվությունները, Bloomberg տեղեկատվական համակարգի համապատասխան տվյալները:

Հետազոտության հիմնական գիտական արդյունքները և նորույթը: Իրականացված հետազոտության ընթացքում ձեռք են բերվել մի շարք արդյունքներ, որոնցից գիտական նորույթ են հանդիսանում հետևյալները՝

- Մշակվել է ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատությունը որոշելու համար համապատասխան չափանիշ (արտաքին դրամական հոսքերի ռիսկով կշռված հանրագումար, որը որպես ռիսկի գործոններ, համապատասխան կշիռներով, ներառում է արտասահմանից ստացվող ընթացիկ տրանսֆերտները և աշխատողների՝ արտասահմանից փոխանցվող վարձատրությունը), որի հիման վրա գնահատվել է ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատությունը և մշակվել է ադեկվատության գնահատման հայեցակարգ:
- Մշակվել է մարտավարություն՝ համապատասխան ֆինանսական գործիքակազմով, որը իրենից ենթադրում է ԱՄՆ դոլարով արտահայտված և 2-ից 5 տարի ժամկետայնություն ունեցող ոչ պետական և բարձր վարկանիշով պարտատոմսերի շուկայական ռիսկի հեջավորում՝ չեզոքացնելով շուկայական, եկամտաբերության կորի և սվոփ սպրեդի ռիսկերը:
- Առաջադրվել է մարտավարություն, որի էությունն է եվրոյով արտահայտված թերագնահատված և A3-ից բարձր վարկանիշ ունեցող ոչ պետական պարտատոմսերի առքը և համապատասխան ժամկետայնության գերմանական

պետական պարտատոմսի ֆյուչերսի վաճառքը՝ ոչ պետական պարտատոմսի, ֆյուչերսի և ռեպո տոկոսադրույքների հարաբերակցության արդյունքում բացասական տոկոսային եկամտի կրճատման և/կամ դրականի վերափոխման համար պայմանների բացահայտմամբ:

Ատենախոսության արդյունքների գործնական նշանակությունը: Ատենախոսության գիտագործնական նշանակությունը կայանում է նրանում, որ հետազոտության մեջ առաջարկած մոտեցումներն ու որպես գիտական նորույթ ներկայացված դրույթները կարող են նպաստել ՀՀ միջազգային պահուստների մակարդակի փոփոխության վերաբերյալ որոշման կայացման, ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատման համար:

Ատենախոսության մեջ առաջարկած մարտավարությունները հնարավորություն կարող են տալ, օգտվելով համապատասխան ֆինանսական գործիքներից, ավելացնել միջազգային պահուստների եկամտաբերությունը՝ սահմանափակ ռիսկեր կրելու պարագայում: Ատենախոսության արդյունքները կարող են օգտագործվել «Միջազգային տնտեսական հարաբերություններ», «Միջազգային արժութավարկային հարաբերություններ» դասընթացների շրջանակում:

Հետազոտության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումները Աշխատանքի հիմնական դրույթները քննարկվել են Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի «Միջազգային տնտեսական հարաբերություններ» ամբիոնի նիստում: Ատենախոսության հիմնական արդյունքները հրապարակվել են գիտական 5 հոդվածում:

Ատենախոսության կառուցվածքը և ծավալը: Ատենախոսությունը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլխից, եզրակացությունից, օգտագործված գրականության ցանկից և հավելվածներից: Ատենախոսությունը շարադրված է 124 մեքենագիր էջի վրա(առանց հավելվածների):

ԳԼՈՒԽ 1. ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՊԱՀՈՒՍՏՆԵՐԻ ԷՈՒԹՅՈՒՆԸ, ԳՈՐԾԱՌՈՒՅԹՆԵՐԸ, ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ՍԿԶԲՈՒՆՔՆԵՐԸ

1.1 Միջազգային պահուստների էությունը, գործառույթները և արդի միտումները

Միջազգային պահուստների սահմանումը չի նախատեսում, որ որպես վերջին-ներս պետք է համարվեն վճարային հաշվեկշռի շոկերին հակազդելու համար նախա-տեսված առկա բոլոր միջոցները: ԱՄՀ վճարային հաշվեկշռի ձեռնարկի համաձայն՝ *միջազգային պահուստային ակտիվները (այսուհետ նաև միջազգային պահուստները)*[8] *այն արտաքին ակտիվներն են, որոնք գտնվում են դրամավարկային կարգավորման մարմինների ենթակայության ու վերահսկողության տակ և անհրաժեշտ են վճարային հաշվեկշռի ֆինանսավորման, արտարժույթի շուկայում ինտերվենցիաներ կատարելու և այլ նմանատիպ գործառույթների համար*[9]*:* Արժութային ինտերվենցիան ԿԲ կողմից արժութային շուկաներում միջամտությունն է՝ արտարժույթի առքուվաճառքի միջոցով արժույթի փոխարժեքը անհրաժեշտ չափով և ուղղությամբ փոփոխելու նպատակով[10]: Ընդհանուր առմամբ, միջազգային պահուստների ադեկվատությունը գնահատվում է՝ ելնելով արտաքին տնտեսական շոկերը կանխելու կամ դրանք մեղմացնելու տեսանկյունից: Սակայն, անհրաժեշտ է նշել, որ արտաքին ակտիվների այլ տեսակներ ևս, ինչպես նաև տարաբնույթ վարկային գծեր, որոնք անմիջականորեն չեն դասակարգվում որպես միջազգային պահուստային ակտիվներ, մակրոտնտեսական քաղաքականություն իրականացնող մարմինների կողմից կարող են օգտագործվել արտաքին շոկերի ազդեցությունը մեղմելու նպատակով: Միևնույն ժամանակ, միջազգային պահուստների կազմում գտնվող ոչ բոլոր ակտիվները կարող են բավարար իրացվելի լինել, հատկապես ճգնաժամային իրավիճակներում, ինչը հան-

---

[8] Լրացումը հեղինակինն է:

[9] Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, "Assessing Reserve Adequacy", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2011, 49 pages, էջ 11:

[10] Ա. Մարկոսյան, Գ. Նազարյան, Դ. Հախվերդյան, «Միջազգային տնտեսական հարաբերություններ», Մաս II, Երևանի Ճարտարապետության և շինարարության պետական համալսարան, Երևան, 2012, 639 էջ, էջ 327:

գեցնում է նշանակալի կորուստների՝ ճգնաժամային իրավիճակներում այդ ակտիվների վաճառքի դեպքում:

Հավելենք, որ, Ազգային *հարստության կուտակման հիմնադրամների (ԱՀԿՀ)* կողմից վերահսկվող և կառավարվող իրացվելի ակտիվները արտաքին շոկերին հակազդելու գործում կարող են ստանձնել միջազգային պահուստների դերակատարությունը: Այսպես, որոշ երկրներ հիմնադրել են ԱՀԿՀ-ներ, որոնց ակտիվները նախատեսված է օգտագործել վճարային հաշվեկշռի ֆինանսավորման համար. նրանց ակտիվները անմիջապես հանդիսանում են միջազգային պահուստների բաղկացուցիչ մաս: Օրինակ, հումքային ապրանքների (նավթ, գազ, ոսկի, պղինձ և այլն) գների տատանումներից առաջացած հնարավոր կորուստները փոխհատուցելու համար ձևավորված ԱՀԿՀ-ների ակտիվները կարող են օգտագործվել վճարային հաշվեկշռի ֆինանսավորման համար, երբ հումքային ապրանքների գները անկում են ապրում: Վերջին ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի ժամանակ բանկային հատվածին իրացվելի միջոցներով ապահովելու համար որոշ ԱՀԿՀ-ներ ավանդների տեսքով տեղաբաշխում էին իրենց արտարժութային միջոցները հայրենական բանկերում[11]՝ ինչը նշանակալիորեն մեղմացնում էր ճգնաժամի ընթացքում բանկային համակարգի վրա երկրից կապիտալի արտահոսքի բացասական ազդեցությունը: Թեև որոշ դեպքերում ԱՀԿՀ-ների ակտիվները կարող են իրականացնել միջազգային պահուստների գործառույթները՝ վերջիններիս օգտագործումը միջազգային պահուստների փոխարեն կարող է զգալի քաղաքական և տնտեսական ծախսեր առաջացնել: Կարճաժամկետ իրացվելիության պահանջը բավարարելու համար առավել երկար ներդրումային հորիզոն ունեցող ԱՀԿՀ-ների ակտիվների վաճառքը կարող է նշանակալի կորուստներ առաջացնել, ինչպես և աղճատել նրանց ստեղծման տրամաբանությունն ու նպատակը:

Գոյություն ունի ակտիվների ևս երկու տեսակ, որոնք կարող են օգտագործվել արտաքին շոկերին հակազդելու համար, սակայն դրանք, ըստ ԱՄՀ սահմանման՝ չեն ներառվում միջազգային պահուստների կազմում: Այդպիսի ակտիվներն են *ճգնաժա-*

[11] U. S. Das, A. Mazarei, H. van der Hoorn, “Economics of Sovereign Wealth Funds: issues for policymakers”, International Monetary Fund, Washington, D.C., 2010, 306 pages:

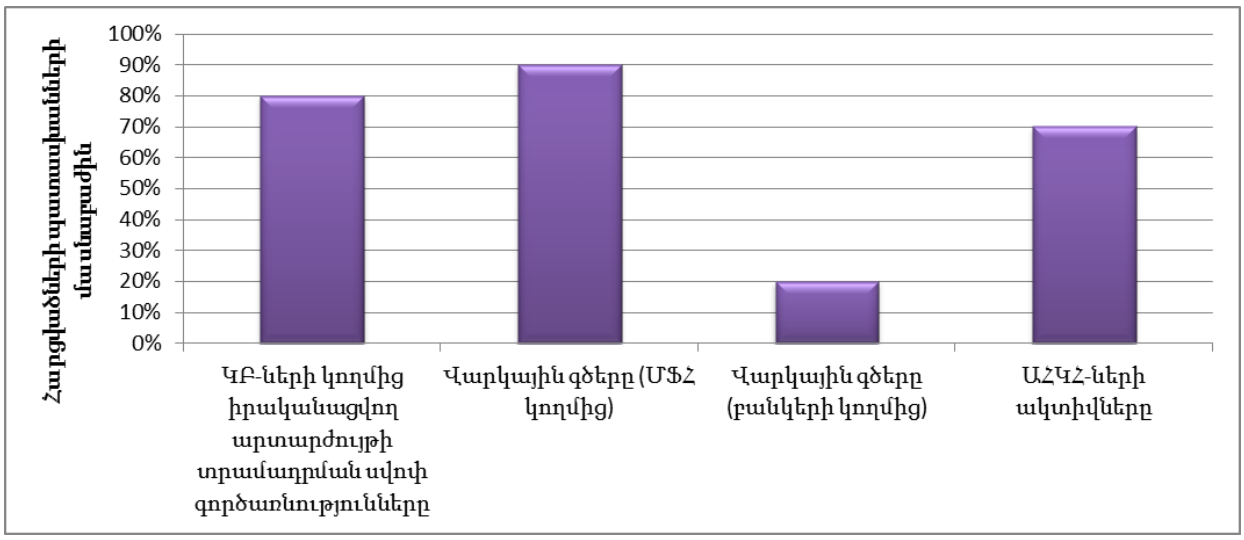
մային իրավիճակներում ԱՄՀ-ի կողմից վարկավորման հնարավորությունը և *զարգացած երկրների կենտրոնական բանկերի կողմից իրականացվող արտարժույթի տրամադրման սվոփ գործառնությունները*: Սակայն անհրաժեշտ է նշել, որ վերջիններս ունեն սահմանափակ բնույթ: Այսպես՝ զարգացած երկրների կենտրոնական բանկերը արտարժույթի տրամադրման սվոփ գործառնություններ իրականացնում են այն երկրների կենտրոնական բանկերի հետ, որոնց հետ ունեն սերտ առևտրային և ֆինանսական կապեր, և որոնց վարկունակությունը նրանց մոտ մեծ կասկածներ չի հարուցում: Այսպիսի սվոփ գործառնությունների վերոնշյալ առանձնահատկությունները տվյալ գործիքն անհասանելի է դարձնում զարգացող երկրների լայն շրջանակին, այդ թվում՝ Հայաստանի Հանրապետությանը: Ինչ վերաբերում է ԱՄՀ կողմից վարկավորմանը, չնայած սույն ոլորտում գրանցված առաջընթացին՝ լուրջ խնդիր է հանդիսանում ԱՄՀ վարկերի պայմանականության սկզբունքը:

Ուշագրավ է ներկայացնել Կենտրոնական բանկերի շրջանակում ԱՄՀ կողմից իրականացված հարցումը առ այն, թե ինչպիսի ակտիվներ կարող են իրականացնել միջազգային պահուստների գործառույթները, որոնք սակայն չեն ներառվում միջազգային պահուստների կազմի մեջ (տե՛ս Գծապատկեր 1):

Միջազգային պահուստների սահմանումը ներկայացնելուց և որոշ պարագաներում միջազգային պահուստների դերակատարությունը ստանձնող ակտիվների ներկայացումից անցնենք միջազգային պահուստային ակտիվների գործառույթներին:

Համաձայն միջազգային պահուստների կառավարման ԱՄՀ ուղեցույցի՝ միջազգային պահուստների առկայությունը հետապնդում է հետևյալ նպատակները[12]՝

[12] Monetary and Capital Markets Department, "Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2013, 39 pages, էջ 4:



Գծապատկեր 1. Միջազգային պահուստների գործառույթներ իրականացնող ակտիվները[13]

- ապահովել վստահությունը երկրի կողմից իրականացվող դրամավարկային և արժութային քաղաքականության նկատմամբ, այդ թվում՝ անհրաժեշտության դեպքում ապահովել ազգային արժույթի արժեզրկման միտումները կանխելու նպատակով անհրաժեշտ արժութային ինտերվենցիաների անխափան իրականացումը,
- երաշխավորելով իրացվելիության որոշակի մակարդակ՝ ճգնաժամային իրավիճակների կամ արտաքին պարտքի ներգրավման անհնարինության պարագայում մեղմել տնտեսության վրա արտաքին շոկերի բացասական ազդեցությունը,
- ֆինանսական շուկայի մասնակիցներին վստահություն ներշնչել, որ տվյալ երկիրն ունակ է կատարել իր կողմից ստանձնած և ապագայում ստանձնելիք պարտավորությունները,
- բավարարել երկրի կառավարության կողմից արտարժույթի նկատմամբ պահանջարկը և սպասարկել երկրի արտաքին պարտավորությունները, երաշխավորել ազգային արժույթի ապահովվածությունը արտարժույթով արտահայտված միջոցների որոշակի մակարդակով,

[13] Աղբյուրը՝ Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, "Assessing Reserve Adequacy", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2011, 49 pages, էջ 12:

• բնական աղետների և արտակարգ իրավիճակների ժամանակ օգտագործելու նպատակով ապահովել արտարժույթով արտահայտված իրացվելի միջոցների հասանելիությունը:

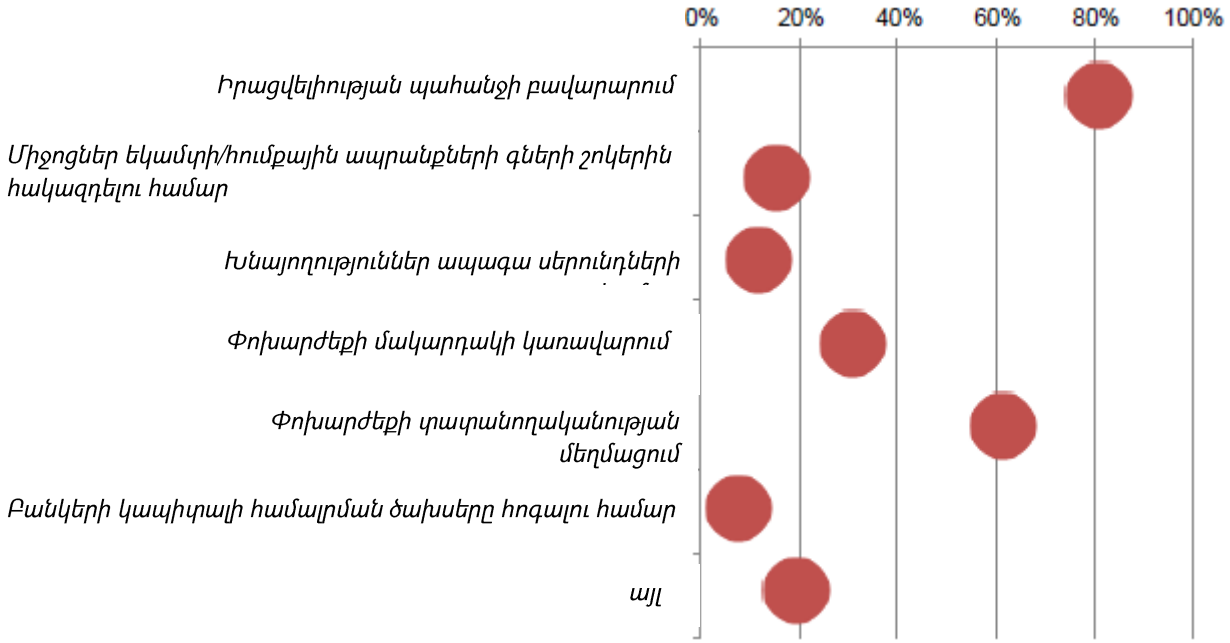
Որոշակիորեն անդրադառնանք արժութային ինտերվենցիաներին լողացող և ամրագրված փոխարժեքների դեպքում: Ըստ հայ հեղինակների բնորոշման. «Լողացող փոխարժեքի ռեժիմի դեպքում կենտրոնական բանկը շահագրգռված է կանխել փոխարժեքի մեծ ու հաճախակի տատանումները՝ թեկուզ չփոխելով դրա շարժման ընդհանուր միտումը: Կարևոր է, որ կենտրոնական բանկի գործողությունները լինեն կանխատեսելի: ԿԲ-ն պետք է զբաղվի համակարգի անուղղակի կարգավորմամբ և փոխարժեքի տատանումների մեծացող չափերի դեպքում դիմի ինտերվենցիայի: Գործողության նման ձևը կոչվում է «հենակետ քամու վրա»:[14] Ամրագրված փոխարժեքի դեպքում կենտրոնական բանկը պարտավոր է պահպանել փոխարժեքի ընտրված մակարդակը: Դրա համար ԿԲ-ն արժութային շուկայում հանդես է գալիս հիմնական գործող սուբյեկտի դերում՝ հավասարակշռության խախտման դեպքում պետական պահուստների հաշվին կատարելով ինտերվենցիա:[15]

Ներկայացնենք նաև կենտրոնական բանկերի շրջանակում իրականացված մեկ այլ հարցման արդյունքներ, որտեղ միջազգային պահուստները կառավարող մարմինները նշում են, թե իրենց կարծիքով, որոնք են միջազգային պահուստների հիմնական գործառույթները: Սույն հարցումը ևս իրականացվել է ԱՄՀ կողմից (տե՛ս գծապատկեր 2):

Այժմ անդրադառնանք միջազգային պահուստների կուտակման վերջին տասնամյակների ընթացքում դրսևորած միտումներին: Այդ կապակցությամբ անհրաժեշտ է նշել, որ 2000-ական թթ. միջազգային պահուստները կտրուկ աճ են արձանագրել և այս աճի առյուծի մասը բաժին է ընկնում Չինաստանին: Արդյունքում, ամբողջ աշխարհի կտրվածքով կուտակված միջազգային պահուստների մակարդակը զգա-

[14] Ա. Մարկոսյան, Գ. Նազարյան, Դ. Հախվերդյան, «Միջազգային տնտեսական հարաբերություններ», Մաս II, Երևանի Ճարտարապետության և շինարարության պետական համալսարան, Երևան, 2012, 639 էջ, էջ 327:
[15] Նույն տեղում:

լիորեն գերազանցում է ադեկվատ մակարդակը, եթե ադեկվատությունը գնահատվի ադեկվատության ավանդական ցուցանիշներով[16]:

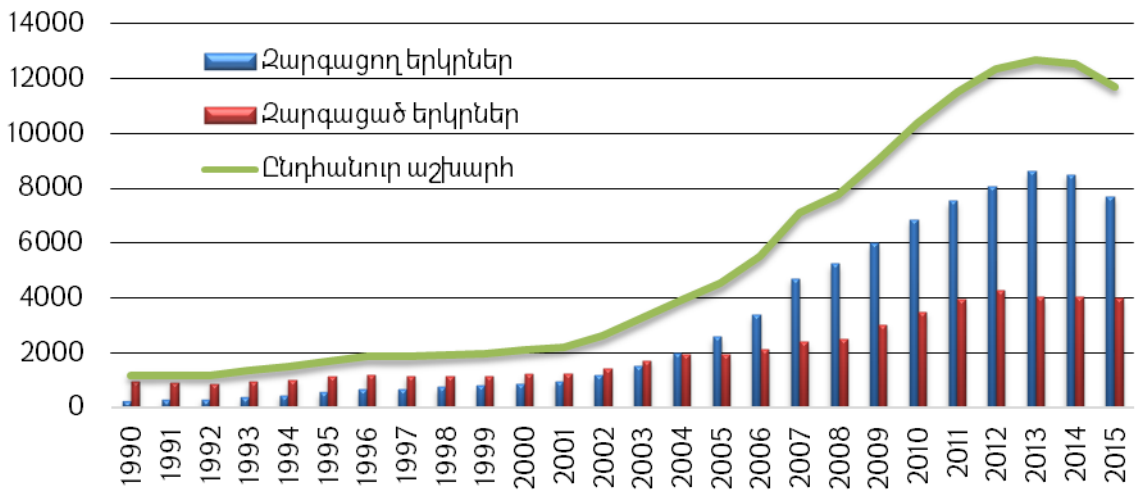


Գծապատկեր 2. Միջազգային պահուստների կուտակման պատճառները[17]

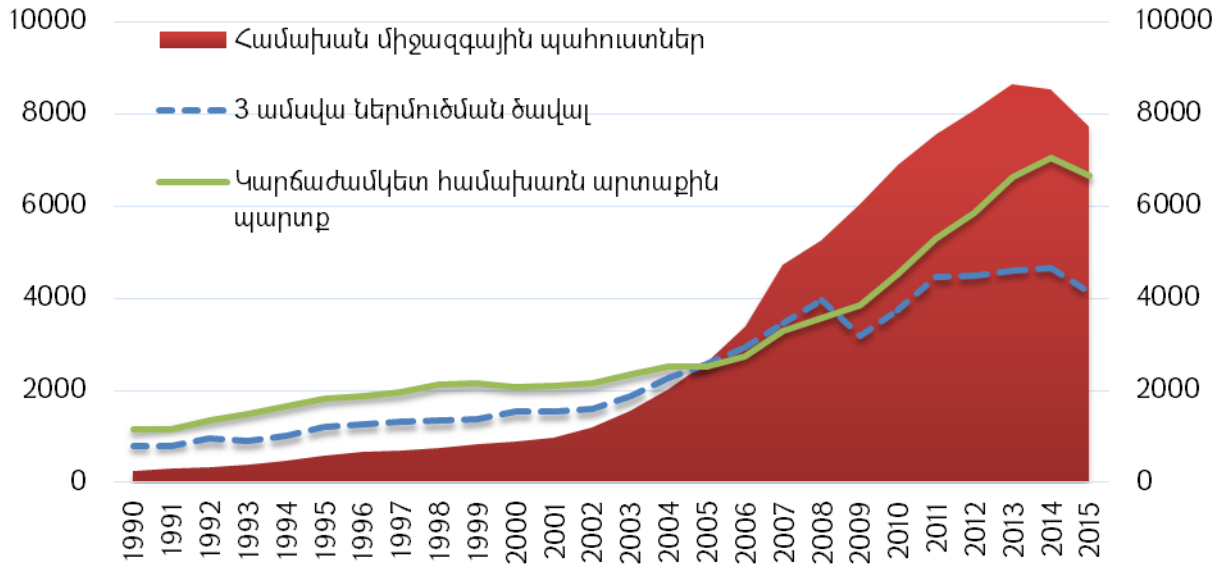
Միջազգային պահուստների հավելաճի միջին տարեկան տեմպը 1990թ-երից ի վեր կազմել է շուրջ **10%**, մինչդեռ զարգացած երկրներում այն կազմել է **6%**, իսկ զարգացող երկրներում՝ **15%**: Վերջինիս արդյունքում արդեն 2004թ-ին զարգացող երկրների միջազգային պահուստների մակարդակը գերազանցեց զարգացած երկրների միջազգային պահուստների մակարդակին[18]:

Հատկապես առանձնանում է Չինաստանի կողմից միջազգային պահուստների կուտակման տեմպերը. 2000թ.-ի նկատմամբ 2015թ-ին Չինաստանի միջազգային պահուստները աճել են շուրջ 20 անգամ:

[16] Սույն մասին ավելի մանրամասն տե՛ս հաջորդիվ:
[17] Աղբյուր՝ Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, "Assessing Reserve Adequacy", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2011, 49 pages, էջ 9:
[18] Զարգացած և զարգացող երկրների տարանջատումը իրականացվել է ԱՄՀ "World Economic Outlook" հաշվետվության համաձայն: Ավելի մանրամասն տե՛ս World Economic Outlook, April 2014, Recovery Strengthens, Remains Uneven, IMF:



Գծապատկեր 3. Համախառն միջազգային պահուստների դինամիկան 1990-2015[19], մլրդ. ԱՄՆ դոլար



Գծապատկեր 4. Զարգացող երկրների համախառն միջազգային պահուստների ադեկվատության դինամիկան, 1990-2015[20], մլրդ. ԱՄՆ դոլար

Այսպիսով, 2015թ-ին զարգացող երկրների միջազգային պահուստները, ընդհանուր առմամբ, հավասար էին **5.6 ամսվա ներմուծմանը** և **կարճաժամկետ համախառն արտաքին պարտքի 116%-ին**[21]:

Միջազգային պահուստների կտրուկ աճը ԱՄՀ-ն պայմանավորում է որոշ զարգացող երկրների կողմից ազգային արժույթի *արժևորումը կանխելու նպատակով արժու-*

[19] Աղբյուրը՝ World development indicators, World Bank, Database, հեղինակի կողմից իրականացված հաշվարկներ:
[20] Աղբյուրը՝ World development indicators, World Bank, Database, հեղինակի կողմից իրականացված հաշվարկներ:
[21] Հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկներ:

թային շուկաներում արտարժույթի զուտ առքի ծավալների աճով:[22] Սույն գործողությունները դրդել են այլ զարգացող երկրներին, ընդհանուր առմամբ, միջամտել արժութային շուկաներին՝ սեփական երկրի մրցունակության անկումը կանխելու համար: Արդյունքում, զարգացող երկրների միջազգային պահուստները կտրուկ աճ են արձանագրել:

Միևնույն ժամանակ, *միջազգային ֆինանսական հոսքերի կտրուկ աճի պարագայում* զարգացող երկրներն արտաքին հնարավոր բացասական ազդեցությունները մեղմելու նպատակով ավելացրել են իրենց միջազգային պահուստների մակարդակը[23]: Նշենք, որ 2000թ-ից ի վեր և մինչ 2007թ. կապիտալի համախառն ներհոսքը կտրուկ աճել է՝ 2006թ-ին կազմելով զարգացող երկրների ՀՆԱ-ի շուրջ 12.5%-ը, մինչդեռ 2000թթ. սկզբին այն կազմում էր զարգացող երկրների ՀՆԱ-ի 2.5%-ը[24]: Այնուհետև դեպի զարգացող երկրներ ուղղված կապիտալի համախառն ներհոսքը նվազել է՝ կապված 2007-2008թթ. սկիզբ առած ֆինանսատնտեսական ճգնաժամով: Այսպես՝ դեպի զարգացող երկրներ ֆինանսական հոսքերի աճը կարող է հանգեցնել տվյալ երկրներում ֆինանսական «փուչիկների» առաջացմանը, տնտեսության ոչ արդյունավետ հատվածների ավելցուկային ֆինանսավորմանը և բանկային համակարգում ռիսկերի աճին՝ պայմանավորված արտարժույթով վարկավորման ծավալների աճով: Միևնույն ժամանակ, կապիտալի ներհոսքը արժևորման ուղղությամբ ճնշումներ է գործադրում ազգային արժույթի փոխարժեքի մակարդակի վրա, ինչը նվազեցնում է տվյալ երկրի մրցունակությունը: Վերջինս կանխելու համար կենտրոնական բանկերը միջամտում են արժութային շուկաներին՝ ավելացնելով միջազգային պահուստների ծավալը: Զարգացող երկրների տնտեսությունների մի շարք կառուցվածքային խնդիրների առկայության պարագայում զարգացած երկրներում դրամավարկային քաղաքականության շոկերը հանգեցնում են կապիտալի կտրուկ արտահոսքի, ինչը

[22] Strategy, Policy, and Review Department, "Reserve Accumulation and International Monetary Stability", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2010, 35 pages, էջ 7:
[23] S. Dhar "Reserve Accumulation and Global Financial Stability: A Critical Assessment of IMF Concerns", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2012, 41 pages, էջ 7:
[24] J. Bluedorn, R. Duttagupta, J. Guajardo, P. Topalova, "Capital Flows are Fickle: Anytime, Anywhere", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2013, 37 pages. էջ.4:

զարգացող երկրներում հանգեցնում է ազգային արժույթների արժեզրկմանը, տոկոսադրույքների կտրուկ աճին, տնտեսական անկմանը: Այսպիսի իրադարձություններից խուսափելու կամ դրանց ազդեցությունը մեղմելու համար էլ զարգացող երկրների միջազգային պահուստները զգալի աճ են արձանագրել[25]:

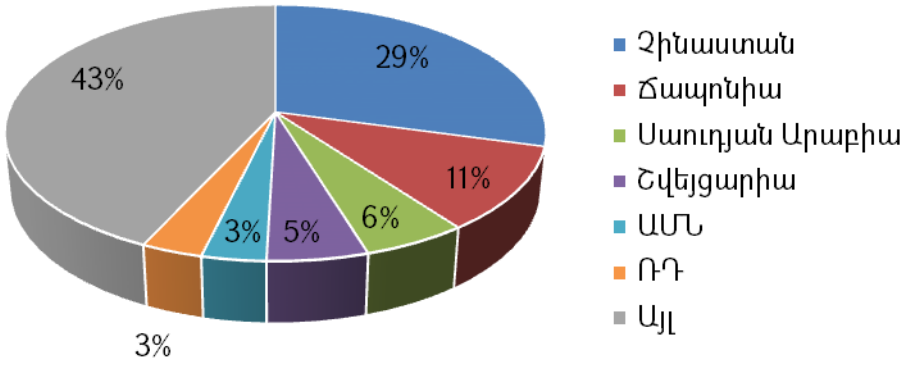
Միևնույն ժամանակ, *զարգացող երկրները մրցակցում են միմյանց հետ օտար-երկրյա կապիտալի ներգրավման համար*: Քանի որ միջազգային պահուստների ավելի բարձր մակարդակը նվազեցնում է տնտեսական ռիսկերը արտասահմանյան ներդրող-ների համար, ապա երկրներն իրենց միջազգային պահուստների կուտակման վերա-բերյալ որոշումներ ընդունելիս առաջնորդվում են ոչ միայն սեփական երկրի, այլ նաև «մրցակից» երկրների միջազգային պահուստների մակարդակով[26]: Այս մրցակցության պարագայում յուրաքանչյուր երկրում միջազգային պահուստների կրճատումը կարող է հանգեցնել կապիտալ ներդրումների կտրուկ արտահոսքին դեպի մրցակից երկրներ: Միջազգային պահուստների այս «մրցավազքն էլ» պայմանավորում է զարգացած երկրներում ադեկվատության ավանդական ցուցանիշները գերազանցող միջազգային պահուստների մակարդակը:

Ուշագրավ է, որ միջազգային պահուստների բաշխվածությունն ըստ երկրների խիստ կենտրոնացված է (տե՛ս գծապատկեր 5): Այսպես, ընդամենը չորս երկրներին (Չինաստան, Ճապոնիա, Ռուսաստանի Դաշնություն, Սաուդյան Արաբիա) բաժին է ընկնում համաշխարհային միջազգային պահուստների կեսից ավելին: Միևնույն ժամանակ, միջազգային պահուստների գերակշիռ մասը ներդրված է ԱՄՆ դոլարով արտահայտված ֆինանսական գործիքներում՝ թեև վերջինիս կշիռը փոքր-ինչ նվազել է 2000-ական թվականների ընթացքում: Այսպես, 2016թ. սեպտեմբերի դրությամբ միջազգային պահուստների շուրջ 60%-ը ներդրված է ԱՄՆ դոլարով արտահայտված

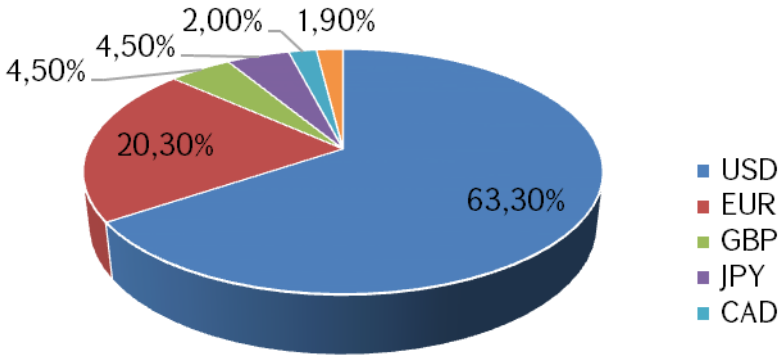
[25]Այսպես, արտաքին տնտեսական շոկերի առաջացման պարագայում միջազգային պահուստները կարող են օգտագործվել ազգային արժույթների փոխարժեքների արժեզրկումը կանխելու, աճող տոկո-սադրույքների և որոշ դեպքերում նաև արտաքին պարտքի վերաֆինանսավորման անհնարինության պարագայում կառավարության արտաքին պարտավորությունները անխափան սպասարկելու, և բանկային համակարգին անհրաժեշտության դեպքում արտարժույթով արտահայտված վարկերի տրամադրման համար:

[26] S. Dhar "Reserve Accumulation and Global Financial Stability: A Critical Assessment of IMF Concerns", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2012, 41 pages, էջ 7:

ֆինանսական գործիքներում, մինչդեռ եվրոյի կշիռը կազմում է մոտ 20%, իսկ բրիտանական ֆունտի և ճապոնական իենի կշիռները՝ յուրաքանչյուրը մոտ 4.5% (տե՛ս գծապատկերներ 6 և 7):



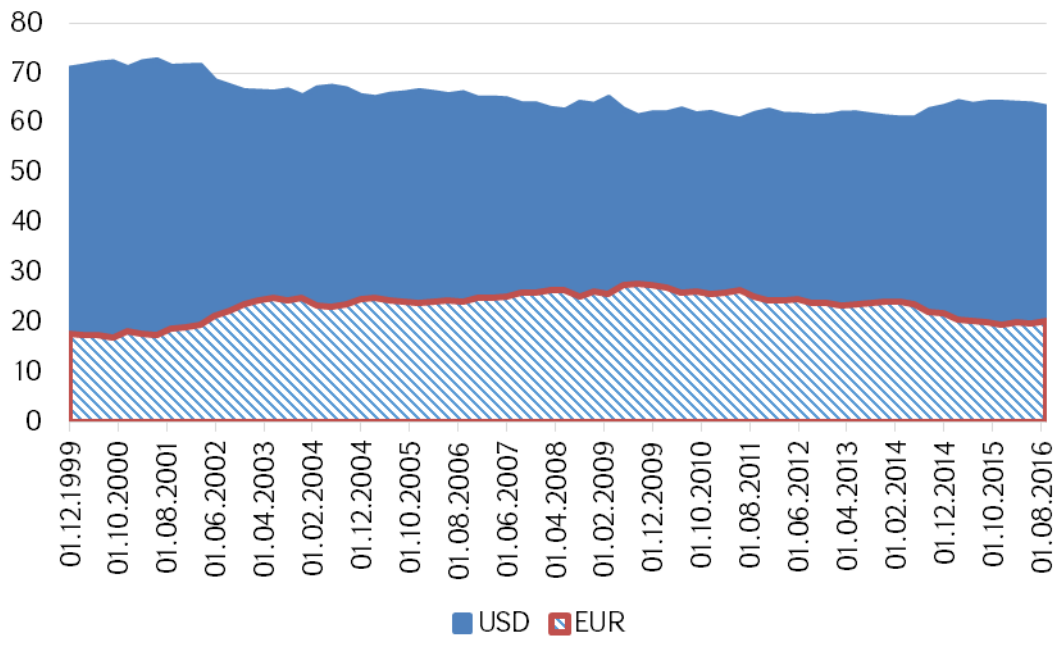
Գծապատկեր 5. Միջազգային պահուստների կենտրոնացվածությունը ըստ երկրների[27]



Գծապատկեր 6. Միջազգային պահուստների արժութակազմը (զարգացող, զարգացած երկրների համար)[28]

Վերջինիս կապակցությամբ անհրաժեշտ է նշել, որ հրապարակվում է միջազգային պահուստների միայն շուրջ 70%-ի վերաբերյալ արժութակազմի տեղեկատվություն[29]:

[27] Աղբյուրը՝ Bloomberg anywhere terminal data:
[28] Աղբյուրը՝ Bloomberg anywhere terminal data:
[29] Աղբյուրը՝ Bloomberg anywhere terminal data:



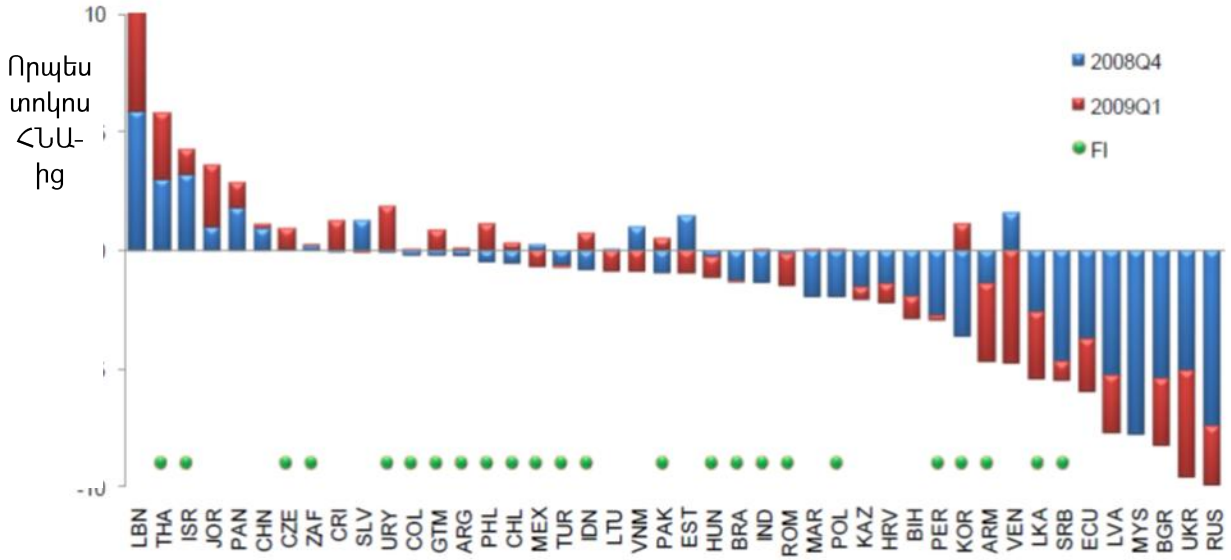
Գծապատկեր 7. ԱՄՆ դոլարի և եվրոյի կշիռների դինամիկան միջազգային պահուստների կազմում[30]

Անհրաժեշտ է նշել, որ 2000-ական թթ. միջազգային պահուստների մակարդակի զգալի աճն իրեն արդարացրեց 2007-2008թթ. սկիզբ առած ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի ժամանակ: ԱՄՀ գնահատականների համաձայն՝ միջազգային պահուստների բավարար մակարդակի առկայությունը հնարավորություն է տվել մեղմել ճգնաժամի բացասական ազդեցությունը համապատասխան երկրների տնտեսությունների վրա[31]:

Այսպես, 2008 ճգնաժամի բացասական ազդեցությունը մեղմելու համար երկրները մեծապես օգտագործեցին իրենց միջազգային պահուստները, և չնայած տարեկան տվյալների ուսումնասիրությունը չի արտացոլում վերոնշյալ դրույթը, սակայն եռամսյակային տվյալների ուսումնասիրությունից պարզ է դառնում, որ գրեթե բոլոր զարգացող երկրների միջազգային պահուստների մակարդակը նվազել է 2008թ. 4-րդ եռամսյակում և/կամ 2009թ. 1-ին եռամսյակում: Մի շարք երկրների կողմից վերոնշյալ ժամանակահատվածում միջազգային պահուստները օգտագործվել են արժութային շուկաներում ինտերվենցիաներ իրականացնելու և բանկային հատվածի կողմից արտարժույթով

[30] Աղբյուրը՝ Bloomberg anywhere terminal data:
[31] Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, "Assessing Reserve Adequacy", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2011, 49 pages, էջ 10:

իրացվելի միջոցների նկատմամբ պահանջարկի բավարարման համար: Որոշ երկրներ էլ զերծ են մնացել միջազգային պահուստների օգտագործումից, քանի որ միջազգային պահուստների կրճատումը կարող էր տվյալ երկրի տնտեսական խնդիրները մատնանշող ազդակ հանդիսանալ, ինչը լրացուցիչ ճնշումներ կառաջացներ ազգային արժույթի համար (տե՛ս գծապատկեր 8):



Գծապատկեր 8. Միջազգային պահուստների փոփոխությունը ճգնաժամի ժամանակ[32]

Միևնույն ժամանակ, հետազոտությունները ցույց են տալիս, որ միջազգային պահուստների ավելի մեծ մակարդակ ունեցող երկրների վրա ճգնաժամերի ազդեցությունն ավելի մեղմ է եղել: Վերջինս արտահայտվել է ինչպես սպառողական ծախսերի ավելի նվազ կրճատմամբ, այնպես էլ ճգնաժամի ընթացքում առավել խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականության իրականացման հնարավորությամբ[33]:

Ատենախոսության այս մասում անդրադարձանք միջազգային պահուստների էությանը, գործառույթներին և վերջին տասնամյակների ընթացքում դրսևորած միտումներին: Տրվեցին միջազգային պահուստների սահմանումը, նշվեցին միջազգային պահուստների կազմում չներառվող, սակայն անհրաժեշտության դեպքում նրանց դերը

[32] Աղբյուրը՝ Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, "Assessing Reserve Adequacy", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2011, 49 pages, էջ 10:
[33] Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, "Assessing Reserve Adequacy", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2011, 49 pages, էջ 10:

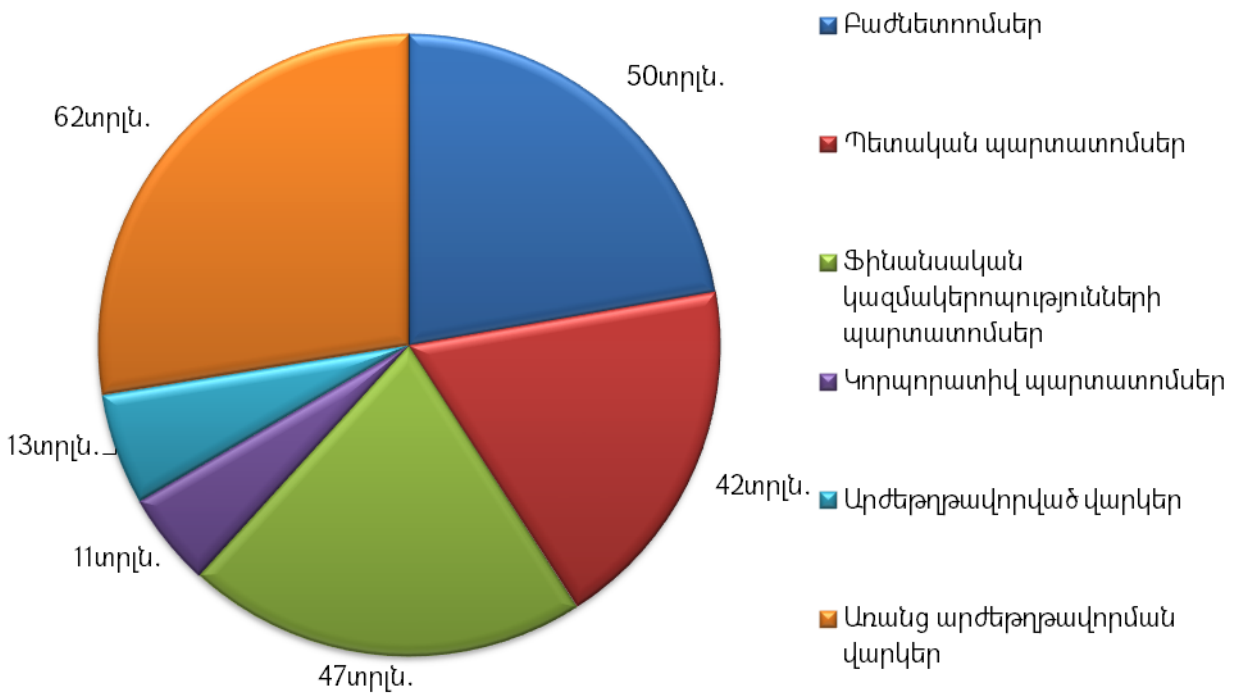
ստանձնող ֆինանսական գործիքները: Այնուհետև ներկայացվեց միջազգային պահուստների դինամիկան, ինչի արդյունքում պարզվեց, որ միջազգային պահուստները 2000-ական թթ-երից կտրուկ աճ են արձանագրել և գերազանցել ավանդական ցուցանիշներով գնահատվող ադեկվատության մակարդակները: Եվ չնայած, ինչպես արդեն իսկ ցույց տվեցինք, միջազգային պահուստների առկայությունը իրենց դրական ազդեցությունն է թողնում ճգնաժամերի ազդեցությունը մեղմելու գործում, ներկայացված կտրուկ աճի միտումները, ինչպես և միջազգային պահուստների այլընտրանքային բարձր արժեքը խիստ կարևորում են պահուստների ադեկվատության գնահատման խնդիրը: Սույն գլխի հաջորդ մասում կանդրադառնանք միջազգային պահուստների կառավարման հիմնական սկզբունքներին: Իսկ միջազգային պահուստների այլընտրանքային արժեքը և ադեկվատության հայեցակարգը կներկայացվի հաջորդ մասերում:

1.2. Միջազգային պահուստների կառավարման հիմնական սկզբունքները

Ատենախոսության այս մասում կներկայացվեն միջազգային պահուստների կառավարման այն մոտեցումները, որոնք կիրառվում են բազմաթիվ երկրների կենտրոնական բանկերի կողմից:

Պետք է նշել, որ միջազգային պահուստների կառավարումը *նշանակալի ազդեցություն է թողնում ֆինանսական շուկաների վրա*: Վերջինս պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ բոլոր կենտրոնական բանկերի համախառն միջազգային պահուստների մակարդակը հասել է նշանակալի ծավալների: Այսպես, 2012թ. այն կազմել է մոտ 12.5 տրլն. ԱՄՆ դոլար: 2012թ. 2-րդ եռամսյակում համաշխարհային պարտքային և բաժնային ֆինանսական գործիքների ծավալը կազմել է 225 տրլն. ԱՄՆ դոլար: Կենտրոնական բանկերի կողմից հաճախ ներդրվող ակտիվները՝ պետական և կորպորատիվ պարտատոմսերի ընդհանուր ծավալը կազմել է 56 տրլն. ԱՄՆ դոլար[34]:

[34] S.Lund, T. Daruvala, R.Dobbs, P. Härle, J-H. Kwek, R. Falcon, “Financial globalization: Retreat or reset?”, McKinsey Global Institute, 2013, 20 pages:



Գծապատկեր 9. Համաշխարհային պարտքային ու բաժնային ֆինանսական գործիքների ծավալը, 2012թ. 2-րդ կիս. դրությամբ[35]

ԱՄՀ համաձայն՝ *միջազգային պահուստների կառավարման գործընթացում անհրաժեշտ է ապահովել միջազգային պահուստների առեկվատ մակարդակ, որը անհրաժեշտ կլինի արտարժույթի նկատմամբ որոշակի պահանջարկի բավարարման համար, ստեղծել իրացվելիության, շուկայական, վարկային, իրավական, վերջնահաշվարկի ապահովման, պահառուական և գործառնական ռիսկերի կառավարման համապատասխան համակարգ, ինչպես նաև միջնաժամկետ և երկարաժամկետ ժամանակահատվածներում ապահովել ռիսկով կշռված համապատասխան եկամտաբերություն[36]՝ հաշվի առնելով իրացվելիության և շուկայական ռիսկերի մակարդակը*: Այս սահմանումը տրվում է ԱՄՀ կողմից միջազգային պահուստների կառավարման

[35] Աղբյուրը՝ S.Lund, T. Daruvala, R.Dobbs, P. Härle, J-H. Kwek, R. Falcon, "Financial globalization: Retreat or reset?", McKinsey Global Institute, 2013, 20 pages, էջ 2:

[36] Ռիսկով կշռված եկամտաբերության օրինակ է Շարփի գործակիցը (Sharpe ratio), որը արտահայտում է միավոր ռիսկի դիմաց եկամտաբերության մակարդակը՝ CFA Level I Volume 4 "Corporate finance and portfolio management", CFA Institute, Whiley, Charlottesville, 2015, 308 pages, էջ 418, CFA Level II Volume 6 "Alternative investments and portfolio management", CFA Institute, Whiley, Charlottesville, 2016, 523 pages, էջ 339:

ձեռնարկում[37]: Իսկ այժմ դիտարկենք, թե ինչպես են կենտրոնական բանկերը կառավարում իրենց միջազգային պահուստները՝ վերոնշյալ պայմանները բավարարելու համար:

Սույն նպատակով անհրաժեշտ ենք համարում ներկայացնել 2012թ. ապրիլին ԱՄՀ կողմից իրականացրած հարցման արդյունքները, որոնք հրապարակվել են 2013թ. մայիսին[38]: Հարցմանը մասնակցել են 67 կենտրոնական բանկեր և միջազգային պահուստների կառավարման համար պատասխանատու այլ մարմիններ, ինչպես զարգացող, այնպես էլ զարգացած երկրներից, որոնց համախառն միջազգային պահուստների գումարը կազմել է շուրջ 4.5 տրլն. ԱՄՆ դոլար: Հարցված կենտրոնական բանկերից 28-ը եվրոպական են, 14-ը՝ Հյուսիսային և Հարավային Ամերիկայից, 10-ը՝ Ասիայից, 10-ը՝ Աֆրիկայից և 5-ը՝ Ավստրալիայի ու հարակից երկրներից:

Նախ՝ համառոտ ներկայացնենք հարցման արդյունքները, այնուհետև կանդրադառնանք հարցման ընթացքում տրված հարցերին և պատասխաններին:

Ակտիվների ռազմավարական տեղաբաշխման տեսանկյունից (strategic asset allocation) հատկանշական է առանձնացնել հետևյալ արդյունքները՝

- Հաշվի առնելով միջազգային առևտրի կառուցվածքի փոփոխությունը՝ հարցված պահուստների կառավարման համար պատասխանատու մարմինների շուրջ կեսը դիտարկում է իրենց միջազգային պահուստների *արժութակազմում փոփոխություններ իրականացնելու հնարավորությունը*: Որոշ երկրների կողմից դիտարկվում են զարգացած այլ երկրների արժույթների ներառումը (*ինչպիսիք են ավստրալական և կանադական դոլարները*) միջազգային պահուստների արժութակազմի մեջ:
- Պահուստների կառավարման համար պատասխանատու մարմինների շրջանում աճող միտում է չինական յուանում և այլ զարգացող երկրների արժույթներում ներդրումներ կատարելու հետաքրքրության աճը, մասնավորապես եկամտի միջին

[37] Monetary and Capital Markets Department, "Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2013, 39 pages, էջ 9:
[38] A. Morahan, C. Mulder, "Survey Of Reserve Managers: Lessons From The Crisis", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2013, 34 pages:

մակարդակով երկրների կողմից: Միևնույն ժամանակ, և՛ զարգացած, և՛ զարգացող երկրները, որոնք դիտարկում են *ավանդական արժույթներից (ՀՓԻ՝ SDR[39]-ի զամբյուղի կազմի մեջ մտնող արժույթները՝ ԱՄՆ դոլար, եվրո, ճապոնական իեն, բրիտանական ֆունտ) դուրս ներդրումներ կատարելու հնարավորությունը*, որպես ամենահավանական թեկնածու դիտարկում են չինական յուանը:

• Պահուստների կառավարման համար պատասխանատու մարմինների շուրջ 80%-ը միջազգային պահուստների կառավարման գործընթացում *միջազգային պահուստները, տարբեր նպատակներից ելնելով, բաժանում են տրանշերի*: Օրինակ, միջազգային պահուստները կարող են բաժանվել երկու տրանշի, որոնցից մեկի նպատակը կլինի իրացվելիության առավելագույն մակարդակի ապահովումը՝ արտաքին վճարումների կամ ինտերվենցիաների իրականացման համար: Մյուս տրանշի միջոցները կարող են ներդրվել նվազ իրացվելի, սակայն առավել բարձր եկամտաբերություն ապահովող ակտիվներում՝ միջազգային պահուստների եկամտաբերության մակարդակը բարձրացնելու նպատակով: Տրանշերի տրոհման մոտեցումը ավելի հատուկ է զարգացող, քան զարգացած երկրներին:

• Պահուստների կառավարման համար պատասխանատու մարմինների շուրջ կեսը իրենց պահուստների համար *օպտիմալ դյուրացիան[40] որոշելու համար հաշվի է առնում որոշակի նպատակային եկամտաբերության մակարդակի ապահովման անհրաժեշտության հանգամանքը*: Վերջինս կարող է հանգեցնել առավել երկարաժամկետ ներդրումների՝ ցածր տոկոսադրույքների պարագայում: Այս ռազմավարությունը, սակայն, կարող է հանգեցնել լրացուցիչ ռիսկերի՝ հաշվի առնելով առավել երկարաժամկետ ներդրումների ավելի մեծ շուկայական ռիսկը:

---

[39] 2012թ-ին չինական յուանը դեռևս ներառված չէր SDR զամբյուղում:

[40] Դյուրացիան արտահայտում է, թե քանի տոկոսով կփոխվի պարտատոմսերի շուկայական արժեքը տոկոսադրույքների մակարդակի 1%-ով աճի պարագայում: Ավելի մանրամասն տե՛ս F. J. Fabozzi, "The Handbook of Fixed Income Securities", 7th Edition, McGraw-Hill, New-York, 2012, 1840 pages. էջ. 197:

Վարկային ռիսկի, ուղենիշերի[41] վերաբալանսավորման տեսանկյունից, նշենք հետևյալները՝

- Միջազգային պահուստների կառավարիչների, հատկապես զարգացած երկրներում, մեծ ուշադրությունն են սկսում գրավել *բաժնետոմսերը*:
- Առավել լայն զարգացում են ստանում ռիսկերի կառավարման հայեցակարգերը: Մասնավորապես, լայն կիրառություն են ստանում *ռիսկերի գնահատման առավել արդիական ցուցանիշները*, ավելի մեծ ուշադրություն է դարձվում *գործառնական ռիսկի կառավարմանը*:
- Միևնույն ժամանակ, *վարկանշային կազմակերպությունների կողմից շնորհված վարկանիշները* հանդիսանում են ռիսկերի կառավարման բնագավառում որոշումների կայացման վրա ազդող հիմնական գործոնը՝ չնայած վերջին ժամանակներում լայն տարածում է ստացել նաև *CDS մակարդակների մոնիտորինգը*[42]:
- Պահուստների կառավարիչների գերակշիռ մասի համար *(A)* վարկանիշը համարվում է այն նվազագույնը, որից ցածր վարկանիշ ունեցող ֆինանսական գործիքներում ներդրումները արգելվում են:
- Հարցվածների շուրջ կեսը նշում է, որ երբ համապատասխան ֆինանսական գործիքի վարկանիշը իջեցվում է թույլատրելի նվազագույն մակարդակից, ապա *ոչ թե պահուստների կառավարիչները, այլ ավելի լայն իրավասությունների տեր մարմիններն* են որոշում, թե ինչպես պետք է վարվել վերջինիս հետ՝ վաճառել, թե ոչ: Զարգացած երկրներն ավելի ճկուն են այս հարցում, ինչը միանշանակ դրական է, քանի որ անմիջապես վարկանիշի նվազեցումից հետո արժեթղթի գինը կարող է զգալիորեն նվազել, և վերականգնվել մի քանի ամիս հետո:
- Ուշագրավ է նշել, որ, ի տարբերության *արժութային ռիսկի*, որն ակտիվ չի կառավարվում, *տոկոսադրույքի ռիսկի ակտիվ կառավարումը* խիստ տարածված է: Վերջինս կարող է վկայել նաև արդյունավետ շուկայի վարկածի ժխտման հանգա-

---

[41] Ուղենիշների և ինդեքսների մասին ավելի մանրամասն տե՛ս Հ. Մաթևոսյան, Ա. Գրիգորյան, Վ. Մելիք-Փարսադանյան, «Պետական Պարտատոմսերի Ինդեքսներ», ՀՀ Կենտրոնական Բանկ, Երևան, 2015, 23 էջ:

[42] Ավելի մանրամասն տե՛ս "The Handbook of Fixed Income Securities", 7th Edition, McGraw-Hill, New-York, 2012, 1840 pages, էջ. 1139:

մանքով[43]: Քանի որ միջազգային պահուստների կառավարիչները հնարավոր են համարում ֆիքսված եկամտաբերությամբ գործիքների շուկայում ավելցուկային եկամուտներ ստանալու հանգամանքը:

Այժմ ներկայացնենք սույն հարցման ընթացքում տրված հիմնական հարցերը և պահուստների կառավարիչների համապատասխան պատասխանները: Հարցերն առանձնացվել են սույն ատենախոսության հեղինակի կողմից, դրանք կներկայացվեն աղյուսակների տեսքով՝ համապատասխան մեկնաբանություններով: Նշենք, որ հարցվածների կողմից միևնույն ժամանակ կարող էին ընտրվել հնարավոր տարբերակներից մի քանիսը:

Աղյուսակ 1

Որո՞նք են միջազգային պահուստների արժութակազմը պայմանավորող հիմնական գործոնները[44]

	Պատասխան*	Ընդամենը	ԶԵ	ՄԵԵ	ՑԵԵ
	1.	*2.*	*3.*	*4.*	*5.*
1.	ԿԲ համախառն արտաքին պարտավորությունների արժութակազմը	48.5%	39.1%	54.2%	52.6%
2.	ԿԲ արտաքին կարճաժամկետ պարտավորությունների արժութակազմը	39.4%	17.4%	41.7%	63.2%
3.	Կառավարության համախառն արտաքին պարտավորությունների արժութակազմը	40.9%	17.4%	54.2	52.6
4.	Բանկերի հաշվեկշռում արժութային դիրքերի անհամապատասխանության արժութակազմը	4.5%	13.0%	0.0%	0.0%
5.	Համախառն արտաքին կարճաժամկետ պարտքի արժութակազմը	28.8%	17.4%	20.8%	52.6%
6.	Առևտրի արժութակազմը (օրինակ, ներմուծման արժութակազմը)	40.9%	17.4%	50.0%	57.9%
7.	Այն արժույթը կամ արժույթները, որին կցված կամ խիստ կապված է ազգային արժույթը	30.3%	8.7%	37.5%	47.4%
8.	Համապատասխան ակտիվների շուկայի իրացվելիության մակարդակը	50%	82.6%	45.8%	15.8%
9.	Համապատասխան արժութային շուկաներում իրացվելիության և ֆինանսական գործիքների առկայությունը	31.8%	47.8%	25%	21.1%

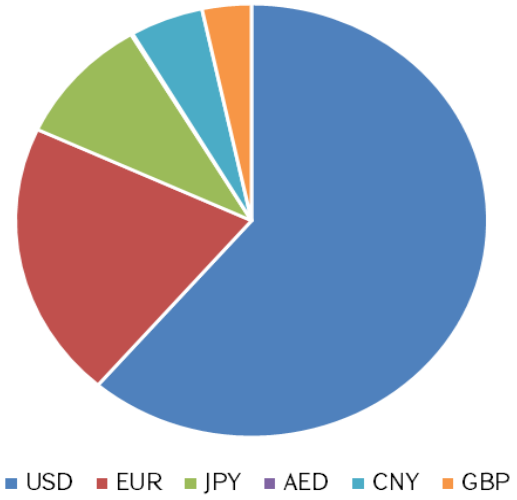
[43] CFA Level I Volume 5 "Equity and Fixed Income", CFA Institute, Whiley, Charlottesville, 2015, 900 pages, էջ 124:

[44] A. Morahan, C. Mulder, "Survey Of Reserve Managers: Lessons From The Crisis", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2013, էջ 17:

Աղյուսակ 1-ի շարունակություն					
10.	Անվանական տոկոսադրույքները	21.2%	17.4%	16.7%	31.6%
11.	ԱՄՆ ԴՊՀ և Եվրոպական Կենտրոնական Բանկի արտարժութային սվոփ գործառնությունների հնարավորությունը	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
12.	Այլ	13.6%	26.1%	12.5%	0.0%
	Հարցվածների թվաքանակ	66	23	24	19

* ԶԵ՝ զարգացած երկրներ, ՄԵԵ՝ եկամտի միջին մակարդակ ունեցող երկրներ, ՑԵԵ՝ եկամտի ցածր մակարդակ ունեցող երկրներ:

Այսպիսով՝ միջազգային պահուստների արժութակազմի ընտրության հարցում կարևորգույն գործոններն են *ԿԲ և կառավարության արտաքին պարտքի արժութակազմը*, *տվյալ երկրի արտաքին առևտրի արժութակազմը*, *համապատասխան արժույթների իրացվելիության և այդ արժույթներով հասանելի համապատասխան ֆինանսական գործիքների առկայությունը (սվոփ, ֆորվարդ):* Վերոնշյալ գործոնների ազդեցությունը միջազգային պահուստների արժութակազմի վրա արտահայտվում է այն հանգամանքով, որ միջազգային պահուստների արժութային բաղադրությունը, օրինակ, կարող է համապատասխանեցվել կառավարության և/կամ ԿԲ արտաքին պարտքի, արտաքին առևտրի արժութային բաղադրությանը: Հատկանշական է վերջինիս կապակցությամբ ներկայացնել ՀՀ արտաքին պարտքի և արտաքին առևտրի արժութային բաղադրությունը[45]:



Գծապատկեր 10. ՀՀ կառավարության արտաքին պարտքի արժութակազմ, 2017թ.[46]

[45] AED-ը Միացյալ արաբական էմիրությունների արժութային միավորն է:
[46] Աղբյուրը՝ «ՀՀ Պետական պարտքի ամսական տեղեկագիր», մարտ 2017:

Աղյուսակ 2

ՀՀ ներմուծման և արտաքին առևտրի մեջ առանձին երկրների տեսակարար կշիռը[47]

	Երկիր	ՀՀ գործընկերոջ մասնաբաժինը ՀՀ համախառն ներմուծման մեջ	ՀՀ գործընկերոջ մասնաբաժինը ՀՀ արտաքին առևտրի մեջ (արտահանում+ներմուծում)
	1.	*2.*	*3.*
1.	ԱՄՆ	2.2%	2.2%
2.	Եվրոգոտի	18%	18%
3.	Մեծ Բրիտանիա	2.4%	1.6%
4.	Ճապոնիա	0.61%	0.4%
5.	Միացյալ Արաբական Էմիրություններ	5.8%	5%
5.	Ռուսաստանի Դաշնություն	22.5%	22%
6.	Չինաստան	5%	5.2%

Արդյունքում, կառավարության արտաքին պարտքի արժութային ռիսկի կառավարման տեսանկյունից ՀՀ միջազգային պահուստների արժութակազմը պետք է համապատասխանի արտաքին պարտքի արժութակազմի կշիռներին: ՀՀ-ում բացակայում է արտաքին առևտրի արժութակազմի վերաբերյալ տեղեկատվությունը, այդ իսկ պատճառով անհնար է դատողություն անել, թե ինչպիսին պետք է լինի ՀՀ միջազգային պահուստների արժութային կառուցվածքը՝ արտաքին առևտրի արժութային կառուցվածքի տեսանկյունից:

Կրկին անդրադառնալով ԱՄՀ հարցումներին՝ նշենք, որ հարցվածների շուրջ 50%-ը նշել է, որ դիտարկում է արժութակազմում փոփոխություններ իրականացնելու հնարավորությունը: Միջազգային պահուստների կառավարիչներից, որոնք պատրաստվում են իրենց արժութակազմերում որոշ փոփոխություններ կատարել, 41%-ը պատրաստվում է փոփոխել միջազգային պահուստներում SDR զամբյուղի (*USD, Euro, GBP, JPY*)[48] արժույթների կշիռները, շուրջ 75%-ը պատրաստվում է պահուստների կազմում ներառել այլ զարգացած երկրների (*շվեյցարական ֆրանկ, ավստրալական, կանադական, նորզելանդական դոլար, դանիական, նորվեգական և շվեդական կրոն*)

[47] Աղբյուրը՝ ՀՀ մաքսային ծառայություն, ՀՀ արտաքին առևտուրն ըստ երկրների (2015-2016), http://www.customs.am/Content.aspx?itn=csCIForeignTradeByCountries և հեղինակի հաշվարկներ:
[48] 2012թ-ին SDR զամբյուղում դեռևս ներառված չէր չինական յուանը:

արժույթները: Այնուհետև, հարցվածների շուրջ 30%-ը նշել է, որ որպես նոր արժույթ դիտարկում է *չինական յուանը*, ևս 30%-ը՝ *այլ զարգացող երկրների արժույթներ*:

Հատկանշական է, որ հարցվածների շուրջ 80%-ը տրոհում է միջազգային պահուստները *տարբեր տրանշերի*: Տրանշերի տեսակարար կշիռները որոշելիս միջազգային պահուստների կառավարիչները հաշվի են առնում կենտրոնական բանկի արտաքին պարտավորությունները, ինտերվենցիաների անհրաժեշտ մակարդակը, եկամտաբերության ուղենշային մակարդակը, գործառնական ծախսերը և այլ գործոններ:

Հետաքրքիր է դիտարկել, թե հիմնականում, որ *ակտիվներում են իրականացվում միջազգային պահուստների ներդրումները*: Այսպես, հարցված միջազգային պահուստների կառավարիչների շուրջ *70%-ը* ներդրումներ է իրականացնում *պետական պարտատոմսերում*, *60%-ը՝ կորպորատիվ պարտատոմսերում*, *19%-ը՝ հիփոթեկային և այլ ակտիվներով ապահովված արժեթղթերում, 14%-ը՝ բաժնետոմսերում:* Ներկայացնենք սույն հարցման տվյալները ավելի մանրամասն՝ աղյուսակի տեսքով:

Աղյուսակ 3

Ինչպիսի՞ ակտիվներում եք (բացառությամբ ոսկին) ներդրումներ կատարում առավել մեծ եկամտաբերություն ապահովելու համար[49]

	Պատասխան*	Ընդամենը	ԶԵ	ՄԵԵ	ՑԵԵ
	1.	2.	3.	4.	5.
1.	Երկարաժամկետ պետական պարտատոմսեր	73.4%	72.7%	73.9%	73.7%
2.	Կորպորատիվ և գործակալական պարտատոմսեր	60.9%	68.2%	69.6%	42.1%
3.	Հիփոթեկային վարկերով և այլ ակտիվներով ապահովված արժեթղթեր	18.8%	13.6%	26.1%	15.8%
4.	REIT (Real Estate Investment Trust)	3.1%	9.1%	0.0%	0.0%
5.	Բաժնետոմսեր	14.1%	31.8%	8.7%	0.0%
6.	Այլ	32.8%	22.7%	30.4%	47.4%
	Հարցվածների քանակ	64	22	23	19

* ԶԵ՝ զարգացած երկրներ, ՄԵԵ՝ եկամտի միջին մակարդակ ունեցող երկրներ, ՑԵԵ՝ եկամտի ցածր մակարդակ ունեցող երկրներ:

Ուշագրավ է, որ միջազգային պահուստների կառավարիչների զգալի մասը իրականացնում է *միջազգային պահուստների ակտիվ կառավարում՝* շուկայական ռիսկի

[49] A. Morahan, C. Mulder, "Survey Of Reserve Managers: Lessons From The Crisis", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2013, էջ 23:

տեսանկյունից: Հարցվածների շուրջ 85%-ը կարող է որոշակի աստիճանով շեղվել իրենց *ուղենիշի (benchmark) ռիսկի գործոնների նկատմամբ*[50]: Եվ այս ճկունությունը նրանց կողմից օգտագործվում է ակտիվ կառավարման, առևտրային մարտավարություններ մշակման և շուկայական զարգացումներից առավել մեծ եկամուտ ստանալու նպատակով:

Հաշվի առնելով վերջինս, նշենք, որ *արժութային ռիսկի կառավարումը ակտիվ չի իրականացվում*: Հարցվածների շուրջ 50%-ը նշում է, որ իրականացնում է արժութակազմի ճշգրտում միայն ուղենիշի նկատմամբ, երբ արժութային կշիռները շեղվում են սահմանված միջակայքերից:

Աղյուսակ 4

Ի՞նչ հաճախականությամբ եք համապատասխանեցնում միջազգային պահուստների արժութային կշիռները ուղենիշի արժութային կշիռներին[51]:

	Պատասխան*	Ընդամենը	ԶԵ	ՄԵԵ	ՑԵԵ
	1.	*2.*	*3.*	*4.*	*5.*
1.	Ամեն օր	9.5%	17.4%	8.7%	0.0%
2.	Շաբաթը մեկ անգամ	3.2%	0.0%	4.3%	5.9%
3.	Ամիսը մեկ անգամ	19.0%	13%	17.4%	29.4%
4.	Սահմանված միջակայքը խախտելու պարագայում	46%	34.8%	43.5%	64.7%
5.	Այլ	47.6%	56.5%	47.8%	35.3%
	Հարցվածների քանակ	**63**	**23**	**23**	**17**

* ԶԵ՝ զարգացած երկրներ, ՄԵԵ՝ եկամտի միջին մակարդակ ունեցող երկրներ, ՑԵԵ՝ եկամտի ցածր մակարդակ ունեցող երկրներ:

Հատկանշական է, որ Կենտրոնական բանկերն իրականացնում են իրենց պահուստների ակտիվ կառավարում, ինչը վկայում է նրանց համոզման մասին առ այն, որ ֆինանսական որոշ շուկաներում հնարավոր է ապահովել շուկայականից բարձր եկամտաբերություն: Վերջինս հակասում է արդյունավետ ֆինանսական շուկաների վարկածին: Միևնույն ժամանակ, արժութային ռիսկի ակտիվ կառավարում չի իրականացվում: Վերջինիս պատճառ կարող է հանդիսանալ հիմնական արժույթների փոխարժեքների վրա ազդող գործոնների մեծ քանակը և այս շուկաների իրացվելիությունը: Վերջիվերջո, արժութային շուկան ամենաիրացվելի շուկան է աշխարհում և ԿԲ-ները

[50] Ակտիվ կառավարման համար ավելի մանրամասն տե՛ս F.Fabozzi, L. Martellini, P. Priaulet, "Advanced Bond Portfolio Management", Wiley, New Jersey, 2005, 558 pages:

[51] A. Morahan, C. Mulder, "Survey Of Reserve Managers: Lessons From The Crisis", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2013, էջ 28:

չեն համարձակվում կանխատեսումներ կատարել սույն շուկայի միտումների վերաբերյալ:

ԿԲ-ների շուրջ 50%-ը իր միջազգային պահուստների համար օպտիմալ դյուրացիան որոշելիս հաշվի է առնում ԿԲ արտաքին պարտավորությունների ժամկետայնությունը: Վերջինիս «լույսի ներքո» անհրաժեշտ ենք համարում նշել ակտիվների և պարտավորությունների համատեղ կառավարման ռազմավարության մասին: Այսպես, սույն ռազմավարության պարագայում միջազգային պահուստների կառավարման հիմնական ցուցանիշները ընտրվում են այնպես, որ առավելագույնս համապատասխանեն արտաքին պարտքի ռիսկի գործոններին[52]: Օրինակ, միջազգային պահուստների արժութային բաղադրությունը և դյուրացիան համապատասխանեցվում են արտաքին պետական պարտքի համապատասխան պարամետրերին: Վերջինիս արդյունքում ավելի դյուրին է դառնում արտաքին պարտքի ռիսկի գործոնների կառավարումը: Այսպես, ԱՄՆ դոլարի արժևորման արդյունքում պարտքային բեռի ավելացումը հնարավոր է մեղմել այն պարագայում, երբ միջազգային պահուստների կազմում պահվում է ԱՄՆ դոլարի համապատասխան տեսակարար կշիռը: Միևնույն ժամանակ, արտաքին պետական պարտքի վերաֆինանսավորման ռիսկը հնարավոր է զգալիորեն նվազեցնել, եթե միջազգային պահուստների դյուրացիան համապատասխանում է արտաքին պարտքի ժամկետայնությանը (*ՀՀ կառավարության արտաքին պարտքի ժամկետայնությունը կազմում է շուրջ 9 տարի, 2017թ. փետրվար*[53]): Երբ միջազգային պահուստների և արտաքին պարտքի կառավարումը իրականացվում է համատեղ, ապա նվազում են տրանսակցիոն ծախսերը ածանցյալ արժեթղթերի կիրառման գծով: ՀՀ օրինակով, LIBOR[54] տոկոսադրույքների աճի ռիսկը հնարավոր է ամբողջովին չեզոքացնել համապատասխան քանակով ածանցյալ ֆինանսական գործիքների վաճառքի պարագայում (ֆյուչերսային և սվոփ գործարքներ): Սակայն պետք է նշել, որ

[52] Տե՛ս U.S. Das, Y. Lu, M. G. Papaioannou, I. Petrova, "Sovereign Risk and Asset and Liability Management-Conceptual Issues", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2012, 44 pages.

[53] «ՀՀ Պետական պարտքի ամսական տեղեկագիր», մարտ 2017:

[54] Ավելի մանրամասն հենքային տոկոսադրույքների վերաբերյալ տես Վ. Մելիք-Փարսադանյան, Ա. Գրիգորյան, «Փողի շուկայի հենքային տոկոսադրույքների առանձնահատկությունները», Ֆինանսներ և էկոնոմիկա, Երևան, N7-8 (169-170) հուլիս-օգոստոս 2014, էջեր 34-37:

LIBOR տոկոսադրույքների նվազման պարագայում հեջավորված պարտքի գծով լրացուցիչ եկամուտը, որը կարող էր ստացվել նախկինում, այլևս չի ստացվի:

Վերջում անհրաժեշտ ենք համարում նշել, թե որ ակտիվների ծավալն է գրեթե անմիջապես կրճատվել միջազգային պահուստների կազմում՝ վերջին ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի արդյունքում: Հարցվածների շուրջ *70%-ը կրճատել է ժամկետային ավանդների ծավալը, 50%-ը՝ պետության կողմից չերաշխավորված պարտատոմսերը (կորպորատիվ, գործակալական պարտատոմսերը, հիփոթեկային և այլ ակտիվներով ապահովված պարտատոմսերը), 40%-ը՝ այն պետական պարտատոմսերը, որոնց վարկանիշերը նվազեցվել են:*

Այսպիսով, ատենախոսության այս մասում ներկայացրինք միջազգային պահուստների կառավարման հիմնական սկզբունքները, արժութակազմի ընտրության հիմնական մոտեցումները, հիմնական ակտիվները, որտեղ ներդրումներ են իրականացվում միջազգային պահուստների կառավարիչների կողմից: Միևնույն ժամանակ, ներկայացվեց ՀՀ արտաքին պարտքի արժութակազմը, որը շատ հաճախ հանդիսանում է միջազգային պահուստների արժութակազմի ընտրության կարևորագույն գործոն: Միջազգային պահուստների կառավարիչների գերակշիռ մասը նախընտրում է ներդրումներ կատարել պակաս ռիսկային պետական պարտատոմսերում և բարձր վարկանիշներով կորպորատիվ պարտատոմսերում: Մինչդեռ, տոկոսադրույքի ռիսկը ակտիվ է կառավարվում միջազգային պահուստների կառավարիչների մեծ մասի կողմից, արժութային ռիսկի ակտիվ կառավարում չի իրականացվում:

ԳԼՈՒԽ 2. ՀՀ ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՊԱՀՈՒՍՏՆԵՐԻ ԱԴԵԿՎԱՏՈՒԹՅԱՆ ՄԱԿԱՐԴԱԿԻ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ

2.1. Միջազգային պահուստների հետ առնչվող ծախսերը և ադեկվատության գնահատման ավանդական ցուցանիշները

Եթե միջազգային պահուստների կուտակումը չուղեկցվեր համապատասխան ծախսերով, ապա երկրների կողմից օպտիմալ քաղաքականություն կլիներ կուտակել հնարավորինս մեծ ծավալների միջազգային պահուստներ: Սակայն ծախսերի առկայության պարագայում հարց է ծագում, թե որքա՞ն պետք է լինի միջազգային պահուստների մակարդակը, որը մի կողմից որոշակի աստիճանով կապահովագրի երկրներին արտաքին շոկերից կամ կմեղմի դրանց ազդեցությունը, իսկ մյուս կողմից, դրանց այլընտրանքային արժեքը խիստ մեծ չի լինի: Հենց այս երկու պահանջներին բավարարող միջազգային պահուստների ծավալներն էլ կհամարենք *ադեկվատ*[55]:

Միջազգային պահուստների կուտակումը և կառավարումը ծախսեր է առաջացնում կուտակող երկրի համար, իսկ համաշխարհային մակարդակով միջազգային պահուստների ծավալների աճը ռիսկեր է ստեղծում միջազգային արժութային համակարգի բնականոն գործունեության համար:

Կուտակող երկրի համար առաջացող ծախսեր[56]**:** Այն միջոցները, որոնք կուտակվում են միջազգային պահուստների տեսքով զարգացող երկրներում, կարող են ուղղվել իրական ներդրումների և սպառմանը, հետևաբար, նախ և առաջ միջազգային պահուստների այլընտրանքային արժեքն է տնտեսությունում ներդրումների և սպառողական ծախսերի ավելի ցածր մակարդակը: Վերջիններիս, ճիշտ է, դժվար է քանակական գնահատական տալ, սակայն, հաշվի առնելով զարգացող երկրներում ներդրումների խիստ կարիքը և սոցիալական խնդիրների լայն շրջանակը՝ այդպիսի ծախսերը միանշանակ զգալի են:

---

[55] Սահմանումը հեղինակինն է:

[56] Strategy, Policy, and Review Department, “Reserve Accumulation and International Monetary Stability”, International Monetary Fund, Washington, D.C., 2010, 35 pages, էջ 8-9:

Միևնույն ժամանակ, միջազգային պահուստների մակարդակը կարող է աճել նաև երկրների կողմից արտաքին պարտքի ներգրավման շնորհիվ, ինչպես նաև արժութային շուկաներում ստերիլիզացված ինտերվենցիաներով: «Ինտերվենցիան բաժանվում է ստերիլիզացիոն և ոչ ստերիլիզացիոն ձևերի: Ստերիլիզացիոն է այն ինտերվենցիան, որի արդյունքում ԿԲ զուտ արտաքին ակտիվները հատուցվում են զուտ ներքին ակտիվների համապատասխան փոփոխությամբ: Եթե ինտերվենցիայի հետևանքով պահուստների փոփոխությունը հանգեցնում է դրամական զանգվածի փոփոխության, ապա դա ոչ ստերիլիզացիոն է: Ցանկացած ինտերվենցիայի նպատակը փոխարժեքի մակարդակի և արժութային շուկայի մասնակիցների տրամադրության փոփոխություն է: Գործնականում, ոչ ստերիլիզացիոն ինտերվենցիան ունի մեծ արդյունավետություն, քանի որ ազդում է արմատական գործոնների վրա[57]»: Այս դեպքերում ծախսերի գնահատումն ավելի դյուրին է: Առաջին դեպքում այն կարող է արտահայտվել որպես *զարգացող երկրի արտաքին պարտքի ներգրավման տոկոսադրույքի և ԱՄՆ կարճաժամկետ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության տարբերություն*[58]*, իսկ երկրորդ դեպքում՝ ԿԲ կողմից թողարկված մուրհակի և ԱՄՆ կարճաժամկետ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության տարբերություն:*

Իսկ ահա արտաքին պարտքի ցածր մակարդակով երկրների համար, որպես միջազգային պահուստների այլընտրանքային ծախս կարող է համարվել այն եկամուտը, որը նրանք կարող էին ստանալ՝ պահուստները ներդնելով *առավել բարձր եկամտաբերություն ունեցող, սակայն բավականին բարձր վարկանիշով կորպորատիվ պարտատոմսերում, այլ ոչ թե ԱՄՆ կարճաժամկետ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը*:

---

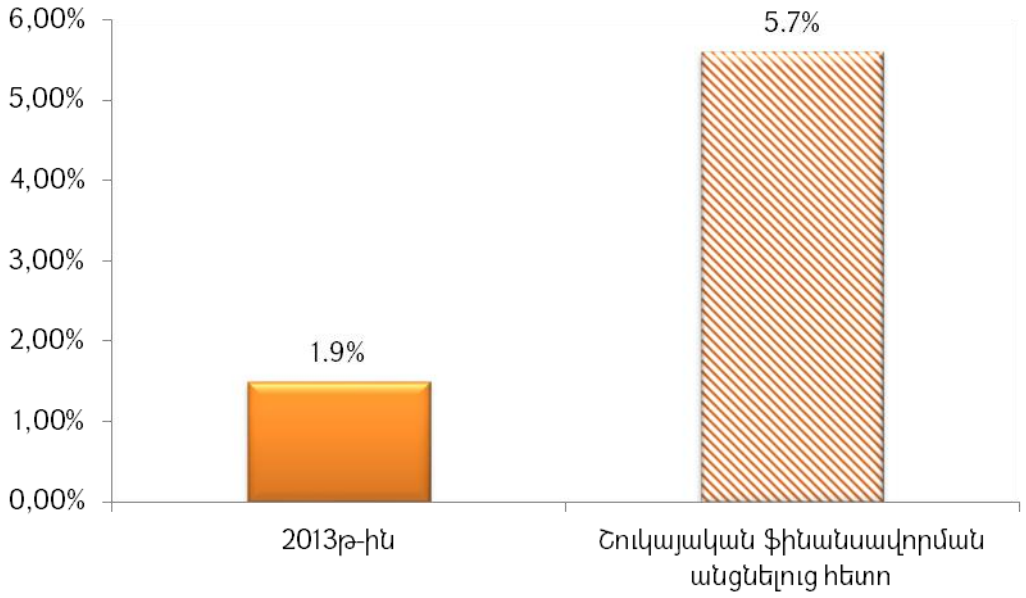
[57] Ա. Մարկոսյան, Գ. Նազարյան, Դ. Հախվերդյան, «Միջազգային տնտեսական հարաբերություններ», Մաս II, Երևանի Ճարտարապետության և շինարարության պետական համալսարան, Երևան, 2012, 639 էջ, էջ 327:

[58] Որպես համեմատման հիմք վերցվում է ԱՄՆ կարճաժամկետ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը, քանի որ, ինչպես արդեն նշեցինք, միջազգային պահուստների գերակշիռ մասը ներդրվում է ԱՄՆ դոլարով արտահայտված արժեթղթերում, իսկ հարցումների արդյունքում էլ պարզ է դառնում, որ այդ միջոցների զգալի մասը ներդրվում է պետական պարտատոմսերում:

ԱՄՀ գնահատականների համաձայն՝ զարգացող երկրների համար միջազգային պահուստների ծախսերը միջինում տարեկան կտրվածքով կազմում են *ՀՆԱ-ի 0.5%*[59]: Այս կապակցությամբ անհրաժեշտ է նշել, որ չնայած ՀՀ-ն կարողանում էր միջազգային ֆինանսական կազմակերպություններից ոչ շուկայական, ցածր տոկոսադրույքներով արտաքին պարտք ներգրավել, սակայն 2013թ. թողարկվեց ՀՀ առաջին եվրոպարտատոմսը, ինչը նշանակում է, որ ՀՀ-ն անցնում է արտաքին պարտքի ներգրավման շուկայական մեթոդներին: Վերջինիս արդյունքում հնարավոր է որոշակիորեն գնահատել ՀՀ միջազգային պահուստների ուղղակի ծախսերը՝ որպես թողարկած եվրոպարտատոմսի և ԱՄՆ կարճաժամկետ պետական պարտատոմսի եկամտաբերությունների տարբերություն: Հավելենք, սակայն, որ սույն գնահատականը ավելի ճշգրիտ կարտացոլի ՀՀ միջազգային պահուստների ուղղակի ծախսերը, երբ ՀՀ-ն ամբողջովին անցնի արտաքին պարտքի ներգրավման շուկայական մեթոդներին: Այսպես, 2013թ-ին կառավարության արտաքին պարտքի միջին տոկոսադրույքը կազմել է 2.7%: Միևնույն ժամանակ, 2016թ.-ին ԱՄՆ 2 տարի ժամկետայնությամբ պետական պարտատոմսի միջին եկամտաբերությունը կազմել է մոտ 0.8%[60]: Արդյունքում, 2013թ-ին ՀՀ միջազգային պահուստների ուղղակի ծախսերը հավասար են եղել մոտ *1.9%-ի*[61]: Այսպես, 2016թ-ի վերջին արտարժութային եվրոպարտատոմսի եկամտաբերությունը կազմել է մոտ 6.9%[62], իսկ 2 տարի ժամկետայնությամբ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի եկամտաբերությունը՝ շուրջ 1.2%[63], ինչի պարագայում ՀՀ միջազգային պահուստների այլընտրանքային արժեքը կարող է կազմել *5.7% (տես գծապատկեր 11)*: Վերջին հանգամանքով էլ նաև պայմանավորված է ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատման արդիականությունը: Վերջինս կիրականացվի սույն գլխի հաջորդ բաժնում՝ հիմնվելով ադեկվատության ավանդական ցուցանիշների վրա:

---

[59] Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, "Assessing Reserve Adequacy", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2011, 49 pages, էջ 19:
[60] Աղբյուրը Bloomberg anywhere terminal data:
[61] «ՀՀ Պետական պարտքի ամսական տեղեկագիր», մարտ 2017:
[62] «ՀՀ Պետական պարտքի ամսական տեղեկագիր», մարտ 2017:
[63] Աղբյուրը Bloomberg anywhere terminal data:



Գծապատկեր 11. ՀՀ միջազգային պահուստների ուղղակի ծախսերը արտաքին պարտք կուտակող երկրի սցենարի պարագայում, % միջազգային պահուստներից[64]

Սակայն ադեկվատության գնահատման հիմնախնդրին անցնելուց առաջ, նախ անդրադառնանք այն ռիսկերին, որոնք առաջացնում է համաշխարհային մակարդակով միջազգային պահուստների կուտակումը միջազգային արժութային համակարգի համար[65]:

- Միջազգային պահուստային արժույթներ թողարկող երկրներում միջազգային պահուստների գերակշիռ մասի ներդրումը նվազեցնում է այդ երկրներում պետական պարտքի ներգրավման ծախսերը, ինչի արդյունքում տվյալ երկրները կարող են ջանքեր չգործադրել պետական պարտքի և ընթացիկ հաշվի արդեն իսկ զգալի պակասուրդները կրճատելու ուղղությամբ: Վերջինս երկարաժամկետ ժամանակահատվածում կարող է վտանգի տակ դնել այդ երկրների վարկունակության հարցը և նվազեցնել պահուստային ակտիվների ապահովությունը:
- Պահուստային արժույթներ թողարկող երկրներում տոկոսադրույքների նվազումը կհանգեցնի ֆինանսական շուկայի մասնակիցների կողմից ավելի բարձր

[64] Աղբյուրը՝ «ՀՀ Պետական պարտքի ամսական տեղեկագիր», մարտ 2017 և Bloomberg anywhere terminal data:
[65] Strategy, Policy, and Review Department, "Reserve Accumulation and International Monetary Stability", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2010, 35 pages, էջ 10-11:

եկամտաբերություն ապահովելու համար ավելի ռիսկային ակտիվներում ներդրումների իրականացմանը: Տնտեսական շոկերի պարագայում առավել ռիսկային և պակաս իրացվելի ակտիվներում ներդրումների մեծ ծավալները կարող են տվյալ երկրի համար ճգնաժամի առաջացման լուրջ պատճառ հանդիսանալ: Համաշխարհային մակարդակով այսպիսի ներդրումների զգալի ծավալը տնտեսական շոկերի պարագայում կնպաստի համաշխարհային ճգնաժամի առաջացմանը:

- Միջազգային պահուստների կուտակումը կարող է հանգեցնել համաշխարհային մակարդակով դեֆլյացիոն ռիսկերի առաջացմանը, եթե ԱՄՆ-ը դադարի հանդիսանալ վերջին «ատյանի սպառող»: Այսինքն, եթե ԱՄՆ-ը սկսի կրճատել պետական բյուջեի և ընթացիկ հաշվի պակասուրդը, ապա զարգացող երկրները՝ փորձելով իրենց մրցակիցների նկատմամբ ապահովել մրցունակության ավելի բարձր մակարդակ, կարող են դիմել մրցակցային արժեզրկումների և առևտրային սահմանափակումների:
- Պահուստային արժույթների կտրուկ վաճառքը կարող է հանգեցնել միջազգային վճարումների խափանմանը՝ ուղեկցվելով փոխարժեքների կտրուկ տատանումներով:

Սակայն միջազգային արժութային համակարգի համար միջազգային պահուստների կուտակման հիմնախնդիրը չի հանդիսանում սույն ատենախոսության հետազոտության առարկա:

Այժմ անդրադառնանք միջազգային պահուստների ադեկվատության ավանդական ցուցանիշներին:

Չնայած վերջին տասնամյակում առաջ են քաշվել միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատման համար բազմաթիվ մոդելներ, ԱՄՀ հետազոտություններում և կենտրոնական բանկերի հարցումներում առավել հաճախ նշվող ադեկվատության ցուցանիշները հենց ավանդական ցուցանիշներն են, որոնց կանդրադառնանք հաջորդիվ: Մինչ այդ նշենք, որ ադեկվատության ավանդական ցուցանիշները գրավիչ են իրենց պարզությամբ, թափանցիկությամբ և տրամաբանությամբ,

միևնույն ժամանակ, նրանք կենտրոնանում են սահմանափակ թվով ռիսկերի վրա և խիստ սուբյեկտիվ են: Այսպես՝ միջազգային պահուստների ադեկվատության ցուցանիշներն են[66]՝

- **<u>ներմուծման ծածկույթ</u>**: Ներմուծման ծածկույթը ցույց է տալիս, թե քանի ամիս կարող է միջազգային պահուստների հաշվին ֆինանսավորվել ներմուծումը, եթե արտաքին ֆինանսավորման բոլոր այլ աղբյուրները ներհոսքը զրոյանա: Այս ցուցանիշը հիմնականում կիրառվում է այն երկրների կողմից, որոնց համար առաջնային են ընթացիկ հաշվից առաջացող շոկերը: Արտաքին ֆինանսավորման աղբյուրների զրոյացումը կարող է ինչ-որ տեղ ծայրահեղ ենթադրություն թվալ գրեթե բոլոր երկրների համար՝ բացառությամբ ծայրահեղ աղքատների: Սույն ցուցանիշը ընդունելի է համարվում այն երկրների համար, որոնց վճարային հաշվեկշռի գերակշիռ մասը հանդիսանում են հենց ընթացիկ հաշվի տարրերը: Որպես սահմանաչափ ընտրված է ներմուծման կանխատեսվող երեք ամիսների ապահովումը: Սակայն սույն սահմանաչափը չի ստացվել էմպիրիկ գնահատականների հիման վրա և պարզ չէ, թե ինչու միջազգային պահուստների մակարդակը պետք է կարողանա ֆինանսավորել 3 ամսվա, այլ ոչ թե՝ 2 կամ 6 ամսվա ներմուծումը:
- **<u>Համախառն արտաքին կարճաժամկետ պարտք:</u>** Կարճաժամկետ պարտքը տնտեսագիտական գրականությունում լայն տարածում ստացած ադեկվատության ցուցանիշներից է: Այսպես կոչված, Գրինսպեն-Գվիդոտտիի կանոնը, համաձայն որի, միջազգային պահուստների մակարդակը պետք է հավասար լինի համախառն արտաքին կարճաժամկետ պարտքի 100%-ին, հանդիսանում է զարգացող երկրների համար միջազգային պահուստների ադեկվատության մակարդակը գնահատող ամենաընդունված ցուցանիշներից մեկը: Այսպես, միջազգային պահուստները պետք է հավասար լինեն 1 տարվա կտրվածքով տնտեսության բոլոր հատվածների (պետական և մասնավոր) արտաքին պարտքի գծով մարում-

[66] Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, "Assessing Reserve Adequacy", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2011, 49 pages, էջ 12-15:

ների և տոկոսավճարների հանրագումարին: Այս ցուցանիշի տրամաբանությունը կայանում է նրանում, որ միջազգային պահուստների հաշվին հնարավոր լինի ապահովել այն իրացվելիության պահանջը, որը ծագելու է տնտեսական շոկերի հետևանքով 12 ամիսների ընթացքում արտաքին ֆինանսավորման անհնարինության պարագայում: Սակայն պետք է նշել, որ ճգնաժամը կարող է տևել ինչպես 12 ամսից ավելի, այնպես էլ պակաս, ինչպես նաև անգամ ճգնաժամային իրավիճակներում արտաքին պարտքի վերաֆինանսավորման մակարդակը չի հասնում 0%-ի: Հավելենք նաև, որ 2008 և 2009թթ. համախառն արտաքին կարճաժամկետ պարտքի ցուցանիշը հնարավորություն չընձեռեց կանխատեսել, թե որ երկրներում միջազգային պահուստների անկումը կլինի առավելագույնը: Վերոնշյալը կասկածի տակ է դնում և՛ համախառն կարճաժամկետ արտաքին պարտքի, և՛ 100% սահմանաչափի նշանակալիության աստիճանը:

• **<u>Փողի ագրեգատներ (մասնավորապես M2):</u>** Միջազգային պահուստների ադեկվատության վերոնշյալ ցուցանիշը համեմատաբար նոր է տնտեսագիտական գրականությունում, և տնտեսագետները նվազ համակարծիք են արդյոք անհրաժեշտ է օգտագործել սույն ցուցանիշը միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատման համար: Նշենք, որ որպես սահմանային մակարդակ ընտրված է միջազգային պահուստների հավասարությունը M2-ի 20%-ին: Սույն ցուցանիշի ընդգրկումը ադեկվատության գնահատականների մեջ պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ վերջին ժամանակներում, կապիտալի և ֆինանսական հաշվի շոկերով պայմանավորված ճգնաժամերի ժամանակ նկատվում է ազգային բանկային համակարգից ռեզիդենտների ավանդների արտահոսք: Սույն տեսանկյունից, ճիշտ կլիներ գնահատել միջազգային պահուստների ադեկվատությունը, հաշվի առնելով ոչ թե M2-ի 20% շեմը, այլ ռեզիդենտների կողմից ազգային արժույթով ավանդների 20%-ը, քանի որ սույն ցուցանիշի ներառումը ադեկվատության ցուցանիշների շարքում կոչված է արտահայտելու կապիտալի փախուստի ռիսկը, երբ ազգային արժույթով ռեզիդենտների ավանդների մի մասը արժու-

թային ճգնաժամի ժամանակ կարող է վերածվել արտարժութային միջոցների: Նշենք, սակայն, որ M2 դրամային ագրեգատի մասն են կազմում նաև արտարժութային ավանդները[67]: Հետևաբար, տնտեսական շոկերի պարագայում M2-ի նկատմամբ որոշակի հարաբերակցությամբ միջազգային պահուստների ապահովումը հնարավորություն կտա հաշվի առնել նաև կապիտալի փախուստի պարագայում բանկային հատվածին արտարժութային վարկերի տրամադրման անհրաժեշտությունը: Այսպես, և՛ M2, և՛ ազգային արժույթով ավանդների ցուցանիշը կոչված է ապահովելու միջազգային պահուստների մի մակարդակ, որը անհրաժեշտ կլինի, երբ միաժամանակ հանդես գան, ինչպես արժութային ճգնաժամը, այնպես էլ՝ բանկայինը[68]:

• **<u>Համակցված ցուցանիշներ:</u>** Ամենատարածված համակցված ցուցանիշներից է Գրինսպան-Գվիդոտիի ընդլայնված ցուցանիշը, որը հաշվի է առնում 12 ամսվա կտրվածքով ֆինանսավորման ամբողջ պահանջը և հավասար է համախառն արտաքին կարճաժամկետ պարտքի ու տարեկան կտրվածքով ընթացիկ հաշվի տարբերությանը: Մեկ այլ մոտեցում էլ իրենից ենթադրում է, որ միջազգային պահուստների ադեկվատ մակարդակը հավասար է 3 ամսվա ներմուծման ծածկույթի, 100% համախառն արտաքին կարճաժամկետ պարտքի և M2-ի 20%-ից առավելագույնին:

Վերջին ժամանակներում միջազգային պահուստների ադեկվատության մակարդակի գնահատման համար հաճախ օգտագործվում են նաև օպտիմիզացիոն մոդելներ և սցենարային վերլուծություններ[69]: Օպտիմիզացիոն մոդելները համադրում են միջազգային պահուստների կուտակման դրական կողմերը, ինչպիսիք են ճգնաժամային իրավիճակներում ՀՆԱ-ի կամ սպառողական ծախսերի ավելի փոքր կրճատումը միջազգային պահուստների կուտակման արդյունքում ծագող ծախսերի հետ: Արդյուն-

---

[67] Assessing Reserve Adequacy, Prepared by Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, IMF, February 14, 2011, էջ 13: ՀՀ-ում արտարժութային ավանդները ներառված են M2X լայն զանգվածում:

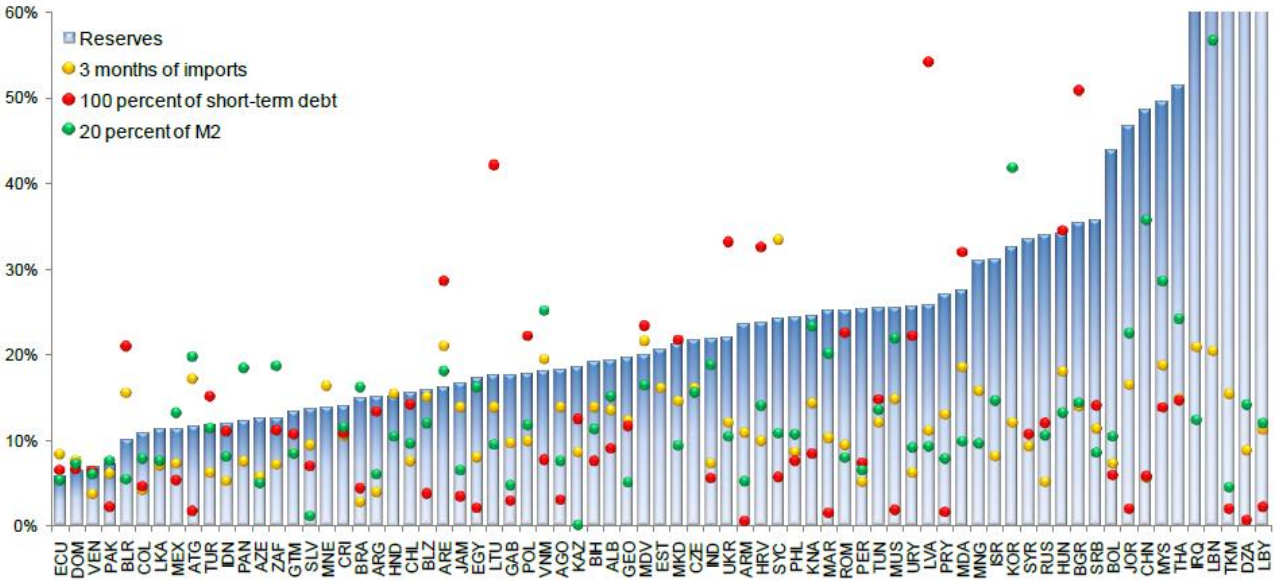
[68] M. Obstfield, J.C. Shambaugh, A.M. Taylor, "Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves", National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2008, 48 pages:

[69] Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, "Assessing Reserve Adequacy", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2011, 49 pages, էջ 15-16:

քում, օպտիմիզացիոն մոդելների կիրառության ժամանակ փորձ է արվում գնահատել միջազգային պահուստների այն մակարդակը, որն առավելագույնի կհասցնի միջազգային պահուստներից ստացվող օգուտները՝ ծախսերի տվյալ մակարդակի պարագայում: Նշենք, որ այս մոդելները նշանակալի ենթադրություններ են պահանջում տնտեսության որոշակի պարամետրերի գնահատման համար:

Սցենարային վերլուծությունների ժամանակ գնահատվում է, թե որքան կլինի անհրաժեշտ միջազգային պահուստների մակարդակը այս կամ այն տիպի շոկերի առաջացման պարագայում:

Գծապատկեր 12-ից երևում է, որ զարգացող երկրների գերակշիռ մասի միջազգային պահուստները գերազանցում են ավանդական ցուցանիշներով պայմանավորված միջազգային պահուստների մակարդակը:

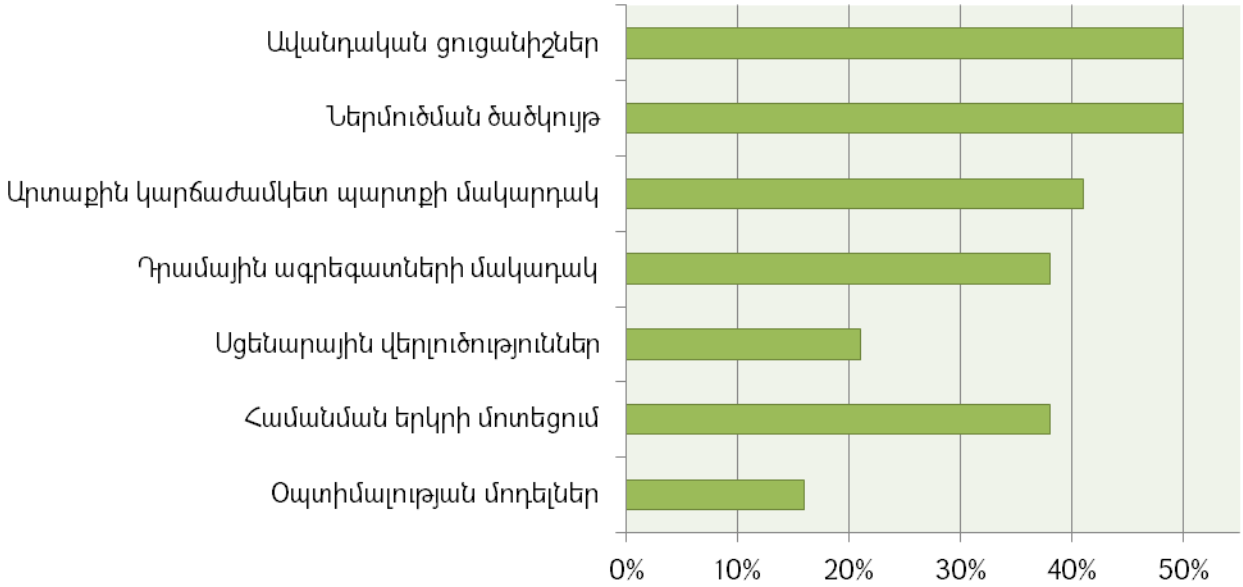


Գծապատկեր 12. Միջազգային պահուստները և ադեկվատության ցուցանիշները (2009թ, ՀՆԱ %)*[70]

Միևնույն ժամանակ, պետք է նշել, որ հարցումների արդյունքում պարզվել է, որ միջազգային պահուստների ադեկվատությունը գնահատելիս կենտրոնական բանկերը առաջնությունը տալիս են ավանդական ցուցանիշներին: Հատկանշական է, որ հարցումների արդյունքում պարզվում է, որ որոշ երկրներ միջազգային պահուստների

[70] Աղբյուրը՝ Assessing Reserve Adequacy, Prepared by Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, IMF, February 14, 2011, էջ 15:

ադեկվատ մակարդակը որոշելիս առաջնորդվում են համանման տնտեսական կառուցվածք ունեցող երկրների հետ համեմատվելիս: Վերջինս վտանգավոր միտում է, քանի որ այն կարող է հանգեցնել միջազգային պահուստների աճի շարունակությանը՝ պայմանավորած միայն այլ երկրներին հասնելու ջանքերով:



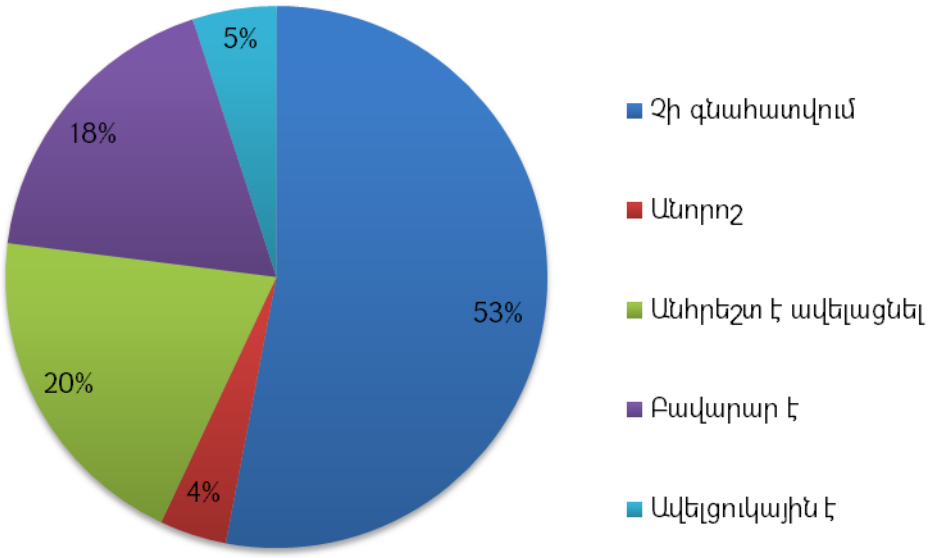
Գծապատկեր 13. Ադեկվատության գնահատման հիմնական մեթոդները՝ ըստ ԱՄՀ հարցումների[71]

Այսպես, հարցված պահուստների կառավարիչների շուրջ կեսը օգտագործում է ադեկվատության ավանդական ցուցանիշները, մասնավորապես՝ ներմուծման ծածկույթի մակարդակը: Հատկանշական է նշել նաև համանման երկրի մոտեցման կողմնակիցների համեմատաբար մեծ մասնաբաժինը՝ շուրջ 40%:

Չնայած միջազգային պահուստների ադեկվատության որոշման միասնական ընդունված հայեցակարգ չկա, սակայն հարցումների արդյունքում պարզվել է, որ պահուստների կառավարիչների շուրջ 91%-ը կարծում է, որ իրենց միջազգային պահուստներն ադեկվատ են, մինչդեռ 9%-ը[72] համարում է, որ իրենց միջազգային պահուստների մակարդակը փոքր-ինչ անբավարար է: ԱՄՀ գնահատականների համաձայն՝ միջազգային պահուստների կառավարիչների շուրջ 53%-ն ուղղակիորեն չի գնա-

[71] Աղբյուրը՝ ԱՄՀ, Assessing Reserve Adequacy , Prepared by Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, IMF, February 14, 2011, էջ 17:
[72] Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, "Assessing Reserve Adequacy", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2011, 49 pages, էջ 18:

հատում իրենց միջազգային պահուստների ադեկվատության մակարդակը: Մինչդեռ պահուստների կառավարիչների ընդամենը 5%-ը համարում է, որ իրենց միջազգային պահուստների մակարդակը ավելցուկային է:



Գծապատկեր 14. Միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատում[73]

Այսպիսով, մենք ներկայացրինք միջազգային պահուստների ադեկվատության հայեցակարգը, բնութագրեցինք միջազգային պահուստների կուտակմանը և կառավարմանն առնչվող ուղղակի և անուղղակի ծախսերը, ինչպես նաև ներկայացրինք միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատման ավանդական ցուցանիշները և դրանց նկատմամբ մի շարք երկրների ադեկվատության մակարդակը: Որպես ադեկվատ սահմանվեց միջազգային պահուստների այն մակարդակը, որը մի կողմից որոշակի մակարդակով կապահովագրի երկրներին արտաքին շոկերից կամ կմեղմի դրանց ազդեցությունը, իսկ մյուս կողմից էլ, դրա այլընտրանքային արժեքը խիստ մեծ չի լինի: Միջազգային պահուստներին առնչվող հիմնական ծախսերն են տվյալ երկրի և ԱՄՆ տոկոսադրույքների տարբերության մակարդակը, բարձր վարկանիշ ունեցող կորպորատիվ պարտատոմսերի և ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների տարբերությունը, ներդրումների և սպառողական ծախսերի այլընտրանքային

[73] Աղբյուրը՝ ԱՄՀ, Assessing Reserve Adequacy , Prepared by Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, IMF, February 14, 2011, էջ 18:

արժեքը: Միևնույն ժամանակ, համաշխարհային մասշտաբով միջազգային պահուստների ծավալների աճը որոշակի ռիսկեր է առաջացնում նաև միջազգային արժութային համակարգի համար: Հավելենք, որ երկրների զգալի մասի համար միջազգային պահուստների ներկայիս մակարդակը գերազանցում է ավանդական ցուցանիշներով գնահատված ադեկվատության մակարդակը: Այդ ավանդական ցուցանիշներից են ներմուծման ծածկույթի գործակիցը, համախառն արտաքին կարճաժամկետ պարտքի 100% մակարդակը, դրամային ագրեգատներից՝ M2-ը:

2.2 ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատումը

Այժմ անդրադառնանք ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատության մակարդակին: Դատելով միջազգային պահուստների ադեկվատության ավանդական ցուցանիշներից, կարելի է եզրակացնել, որ ՀՀ միջազգային պահուստները որոշակիորեն գերազանցում են ադեկվատ պահուստների մակարդակը: Այսպես, 2016թ. սեպտեմբերի դրությամբ[74] ՀՀ միջազգային պահուստների ներմուծման ծածկույթը կազմել է շուրջ 4 ամիս, միևնույն ժամանակ, նրանք կազմում են կարճաժամկետ համախառն արտաքին պարտքի շուրջ 260%-ը: Ինչ վերաբերում է փողի ագրեգատների նկատմամբ հարաբերությանը, ապա միջազգային պահուստները կազմում են M2X[75] դրամային լայն զանգվածի շուրջ 50%-ը[76]: Միևնույն ժամանակ, ռեզիդենտների կողմից ազգային արժույթով ավանդների և միջազգային պահուստների հարաբերակցությունը կազմում է շուրջ 71[77]%:

---

[74] Ներքոնշյալ գոծոններով ադեկվատության գնահատման աղբյուրներն են՝ «Հայաստանի Հանրապետության միջազգային ներդրումային և արտաքին պարտքի դիրքերը», «Հայաստանի Հանրապետության Արտաքին հաշիվներ» տարբեր տարիների վիճակագրական ժողովածուները, ՀՀ Պետական պարտքի ամսական տեղեկագրերը, «ՀՀ միջազգային պահուստների կառուցվածքը (ամսական)» ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տվյալներ, «Դրամի նկատմամբ որոշ արժույթների միջին փոխարժեքները», «ՀՀ Վճարային հաշվեկշիռ» ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տվյալները, հեղինակի հաշվարկները:

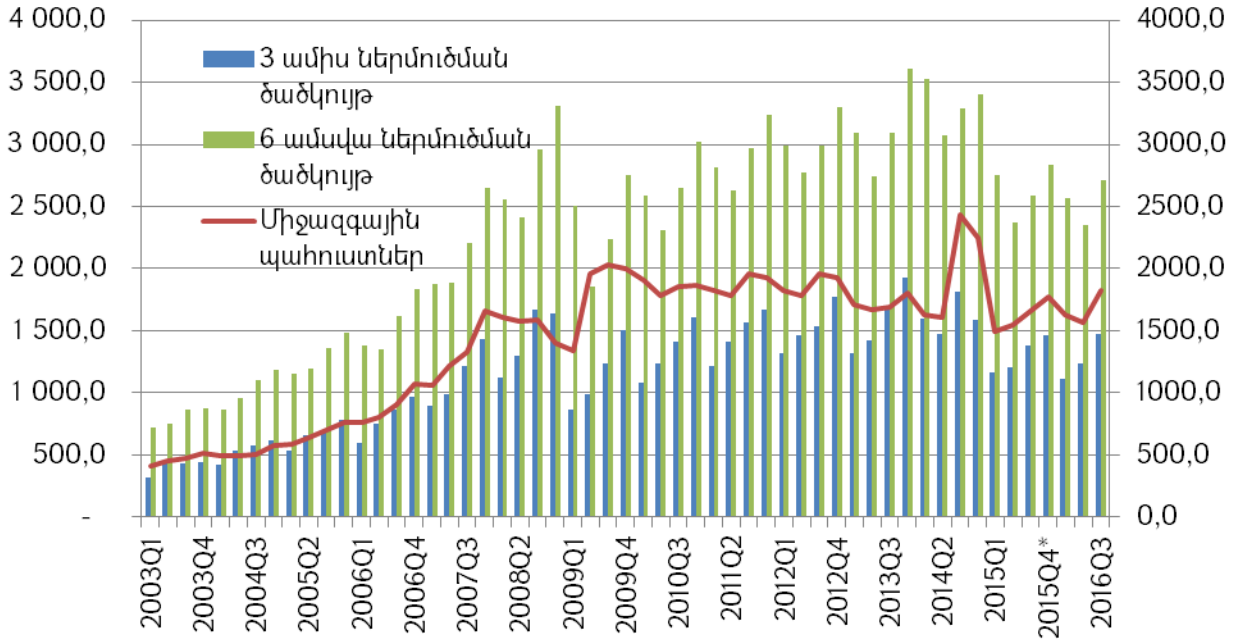
[75] Հեղինակների կողմից դիտարկվել է M2X դրամային զանգվածը, քանի որ ԱՄՀ մեթոդաբանությունում ընտրված դրամային զանգվածը ներառում է նաև արտարժույթով ավանդները: «ՀՀ դրամավարկային և ֆինանսական վիճակագրության ձեռնարկ», ՀՀ Կենտրոնական բանկ, Երևան 2006, 200 էջ, էջ 31:

[76] Այս ցուցանիշը հաշվարկված է 2016թ. դեկտեմբեր ամսվա դրությամբ:

[77] Այս ցուցանիշը հաշվարկված է 2016թ. դեկտեմբեր ամսվա դրությամբ:

Ավանդական ցուցանիշներով ՀՀ միջազգային պահուստների դինամիկայից պարզ է դառնում, որ 2000-ական թթ. սկզբների համեմատ միջազգային առևտրի ցուցանիշների նկատմամբ միջազգային պահուստների հարաբերակցությունը աճել է, մինչդեռ ֆինանսական ցուցանիշներով պայմանավորված փոփոխականների նկատմամբ՝ նվազել:

Այսպես, դատելով ներքոնշյալ գծապատկերից պարզ է դառնում, որ ՀՀ միջազգային պահուստները 2003թ-ից ի վեր աճել են ներմուծման 3 ամիս ծածկույթի նկատմամբ: Միակ բացառությունը հանդիսանում է 2009թ., որը կարող է բացատրվել միջազգային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի հետևանքով ՀՀ միջազգային պահուստների կրճատմամբ:



Գծապատկեր 15. ՀՀ միջ. պահուստները և ներմուծման ծածկույթի գործակիցները, մլն. ԱՄՆ դոլար[78]

Արդեն իսկ նշել ենք, տնտեսագիտական գրականությունում հաճախ հանդիպող ադեկվատության ցուցանիշներից է ներմուծման ծածկույթը, իսկ որպես սահմանային արժեք ընդունված է համարել 3 ամսվա ներմուծման ծածկույթի մակարդակը: Միևնույն

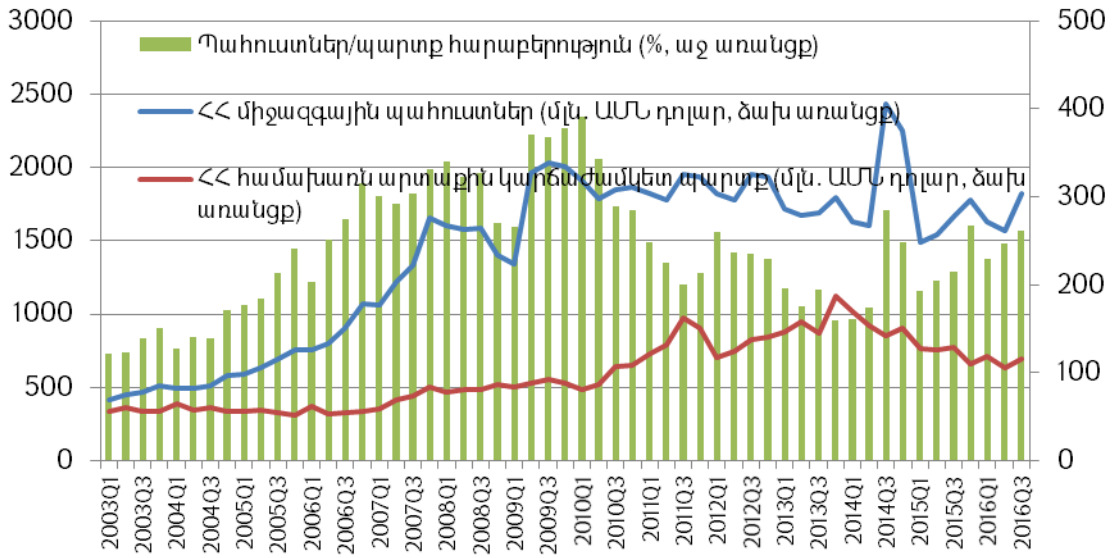
[78] Աղբյուրը՝ «ՀՀ միջազգային պահուստների կառուցվածքը (ամսական)» ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տվյալներ, «Դրամի նկատմամբ որոշ արժույթների միջին փոխարժեքները», «ՀՀ Վճարային հաշվեկշիռ» ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տվյալներ, հեղինակի հաշվարկներ:

ժամանակ, տնտեսագիտական գրականությունում հանդիպում է նաև ներմուծման ծածկույթի առավելագույն արժեք հասկացությունը, որը հավասար է 6 ամսի: Այս տեսանկյունից, անհրաժեշտ է նշել, որ 2003թ. ՀՀ միջազգային պահուստները գերազանցում են 3 ամիս ներմուծման ծածկույթը, սակայն ամբողջ ժամանակաշրջանում շարունակել են 6 ամիս ներմուծման ծածկույթ մակարդակից ցածր լինել, ինչը վկայում է այն մասին, որ ամբողջ ժամանակահատվածի ընթացքում, ելնելով ադեկվատության այս ցուցանիշից, ՀՀ միջազգային պահուստները չի կարելի համարել նշանակալիորեն ավելցուկային: Վերջին հանգամանքը միանշանակորեն ողջունելի է՝ հաշվի առնելով ՀՀ տնտեսական զարգացման ներկայիս մակարդակը:

Անդրադառնանք ՀՀ համախառն արտաքին կարճաժամկետ պարտքի նկատմամբ ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատմանը: Այս կապակցությամբ նշենք, որ ՀՀ ադեկվատության գնահատումը բարդանում է այն հանգամանքով, որ ինչպես Ազգային վիճակագրական ծառայության, այնպես էլ ՀՀ Կենտրոնական բանկի տվյալների շտեմարաններում ՀՀ համախառն արտաքին կարճաժամկետ պարտքը ներկայացվում է որպես արտաքին այն պարտքը, որի ստանձնման ժամանակ դրա ժամկետայնությունը կազմել է առավելագույնը 1 տարի: Ճիշտ է, սույն ցուցանիշը առկա է տնտեսության բոլոր հատվածների համար, սակայն միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատման Գրինսպեն-Գվիդոտտիի կանոնը ենթադրում է, որ որպես համախառն արտաքին կարճաժամկետ պարտք պետք է դիտարկվի արտաքին պարտքի գծով առաջիկա մեկ տարվա կտրվածքով իրականացվող բոլոր վճարումների, ինչպես մայր գումարի մարումը (ամորտիզացիա), այնպես էլ տոկոսավճարների հանրագումարը: Սույն տվյալները բացակայում են վերոնշյալ աղբյուրներում: Հետևաբար, մեր կողմից գնահատվել է Գրինսպեն-Գվիդոտտիի կանոնը՝ ելնելով առկա տվյալներից: Արդյունքում, հաշվի առնելով վերոնշյալ վերապահումը, նշենք, որ 2016թ.-ին ՀՀ միջազգային պահուստները կազմել են ՀՀ համախառն արտաքին պարտքի շուրջ 260%-ը[79]:

[79] Հեղինակի հաշվարկներ:

Դատելով սույն ցուցանիշից ՀՀ միջազգային պահուստները ադեկվատ են եղել 2003թ-ից ի վեր՝ նշանակալիորեն գերազանցելով ադեկվատ մակարդակը 2005-2010թթ: 2016թ-ի վերջի դրությամբ, սույն ցուցանիշով ևս ՀՀ միջազգային պահուստները շարունակում են գերազանցել ադեկվատ մակարդակը շուրջ կրկնակի:



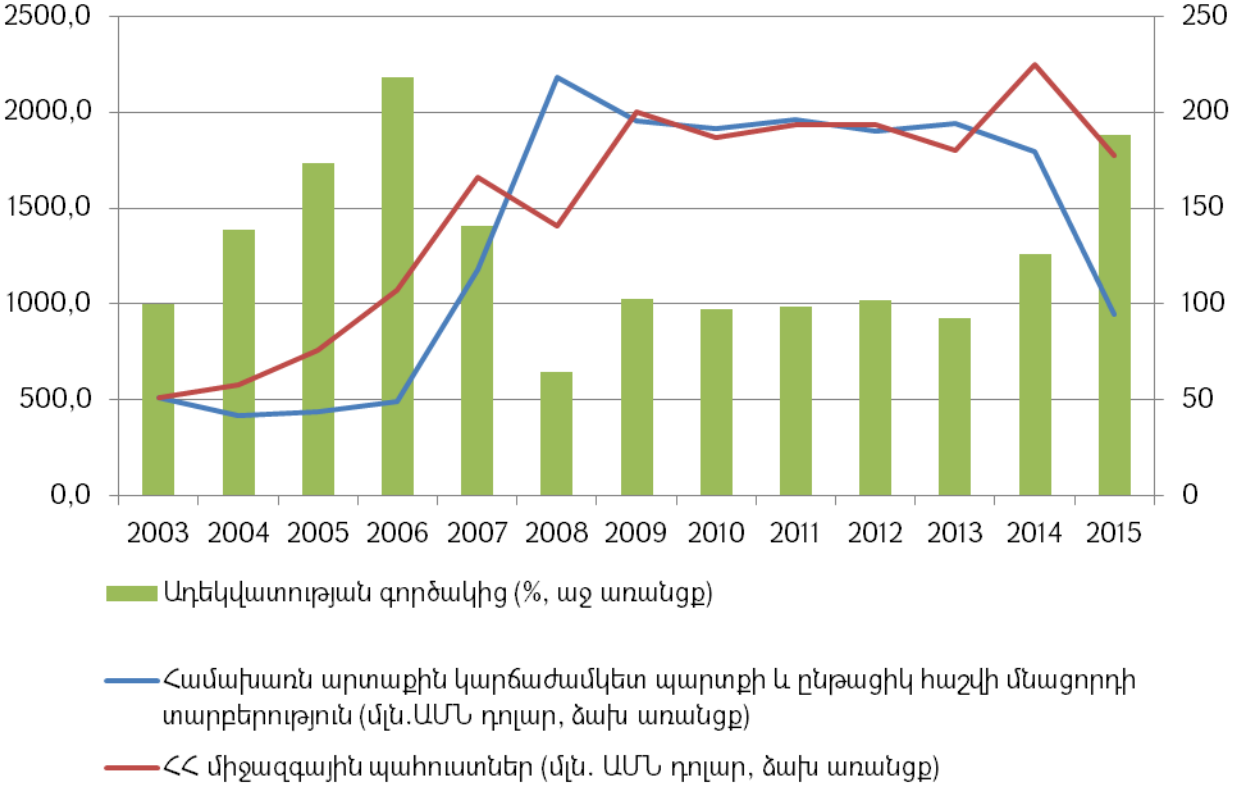
Գծապատկեր 16. ՀՀ միջ. պահուստները, համախառն արտաքին կարճաժամկետ պարտքը, ադեկվատությունը[80]

Անդրադարձ կատարենք ադեկվատության վերոնշյալ երկու ցուցանիշների համակցված տարբերակին: Ադեկվատության չափանիշներից մեկի համաձայն՝ երկրի միջազգային պահուստները պետք է հավասար լինեն մեկ տարվա կտրվածքով կարճաժամկետ արտաքին պարտքի և ընթացիկ հաշվի մնացորդի տարբերությանը: Այս դեպքը ենթադրում է, որ երկիրը տնտեսական շոկերի պարագայում անընդունակ է ֆինանսական շուկաներից փոխառություններ ներգրավել արտաքին պարտքի սպասարկումը անխափան ապահովելու համար: Միևնույն ժամանակ, ենթադրվում է, որ արտահանումից, և ինչը կարևոր է հատկապես ՀՀ համար, տրանսֆերտների ներհոսքներից ստացվող արտարժույթի առաջարկը զրոյանում է:

Սույն գործակիցը 2015թ-ին կազմել է 188%: Այսինքն, կարելի է նշել, որ դատելով սույն ցուցանիշից, ՀՀ միջազգային պահուստները գերազանցում են ադեկվատ

[80] Աղբյուր. «ՀՀ միջազգային պահուստների կառուցվածքը (ամսական)» և «ՀՀ համախառն արտաքին պարտքի դիրքերը» տարբեր տարիների ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տվյալներ, հեղինակի հաշվարկներ:

մակարդակը: Հատկանշական է, որ սույն ցուցանիշով ՀՀ միջազգային պահուստները անբավարար են եղել 2008թ., մինչդեռ 2004-2007թթ. ընթացքում և ներկայումս էլ զգալիորեն գերազանցում են ադեկվատ մակարդակը:

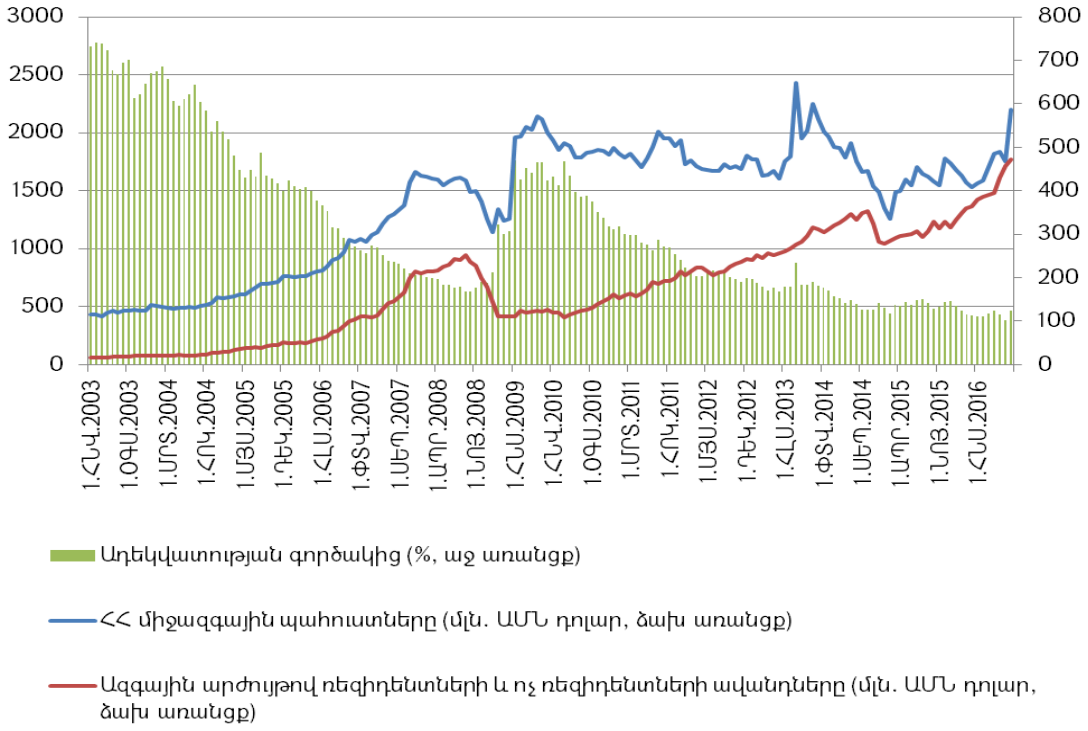


Գծապատկեր 17. ՀՀ միջ. պահուստները և ադեկվատության համակցված ցուցանիշը[81]

Այժմ ներկայացնենք ՀՀ ֆինանսական համակարգը բնութագրող ցուցանիշների նկատմամբ ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատության մակարդակի գնահատումը: Վերջինս տնտեսագիտական գրականությունում լայն տարածում է ստացել ոչ ուշ անցյալում և արտահայտում է արժութային ու բանկային ճգնաժամերի միաժամանակյա հանդես գալու հնարավորությունը: Այսպես, արժութային ճգնաժամի արդյունքում առևտրային բանկերում ավանդների մի մասը ռեզիդենտների կողմից կարող է վերափոխվել արտարժութային միջոցների և ներդրվել արտասահմանյան բանկերում: Միևնույն ժամանակ, արտարժութային ավանդները ազգային բանկերից կարող են տեղափոխվել արտասահմանյան բանկեր: Վերջիններիս արդյունքում, ՀՀ ԿԲ կողմից

[81] Աղբյուրը՝ «ՀՀ միջազգային պահուստների կառուցվածքը (ամսական)» և «ՀՀ համախառն արտաքին պարտքի դիրքերը», «ՀՀ Վճարային հաշվեկշիռ» տարբեր տարիների ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տվյալներ, հեղինակի հաշվարկներ:

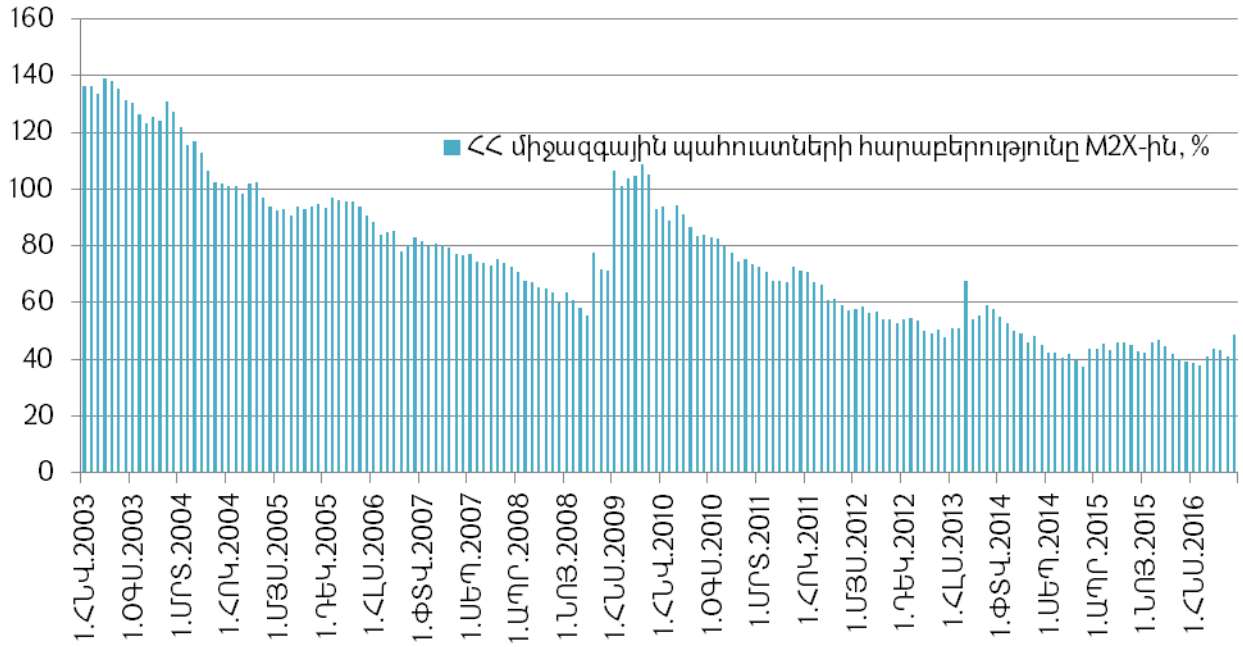
կարող է անհրաժեշտություն ծագել ազգային բանկային համակարգին արտարժույթով վարկեր տրամադրել: Իսկ այդ պարագայում վարկերի տրամադրման աղբյուր են հանդիսանալու ՀՀ միջազգային պահուստները: Բանկային համակարգի անխափանությունը ապահովելու և ազգային արժույթի արժեզրկման ճնշումները զսպելու նպատակով կենտրոնական բանկը պետք է ապահովված լինի միջազգային պահուստների համապատասխան մակարդակով: Վերջինս գնահատելու համար տնտեսագիտական գրականությունում հաճախ սահմանաչափ է նշվում միջազգային պահուստների մակարդակը, որը հավասար է դրամական լայն զանգվածի՝ M2-ի 20%-ին: Քանի որ ՀՀ-ում արտարժույթով արտահայտված ավանդները ներառված են M2X փողի ագրեգատում, ապա մենք ադեկվատությունը կգնահատենք հենց այդ ագրեգատի նկատմամբ: Միևնույն ժամանակ, որպես M2X-ին այլընտրանքներ դիտարկվել են դրամային բոլոր ավանդները: Ստորև ներկայացնենք ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատությունը վերոնշյալ գործոնների նկատմամբ:



Գծապատկեր 18. ՀՀ միջ.պահուստները, ազգային արժույթով ավանդները, ադեկվատությունը[82]

[82] «ՀՀ միջազգային պահուստների կառուցվածքը (ամսական)» ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տվյալներ, «Դրամի նկատմամբ որոշ արժույթների միջին փոխարժեքները», «ՀՀ Վճարային հաշվեկշիռ» ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տվյալներ, հեղինակի հաշվարկներ:

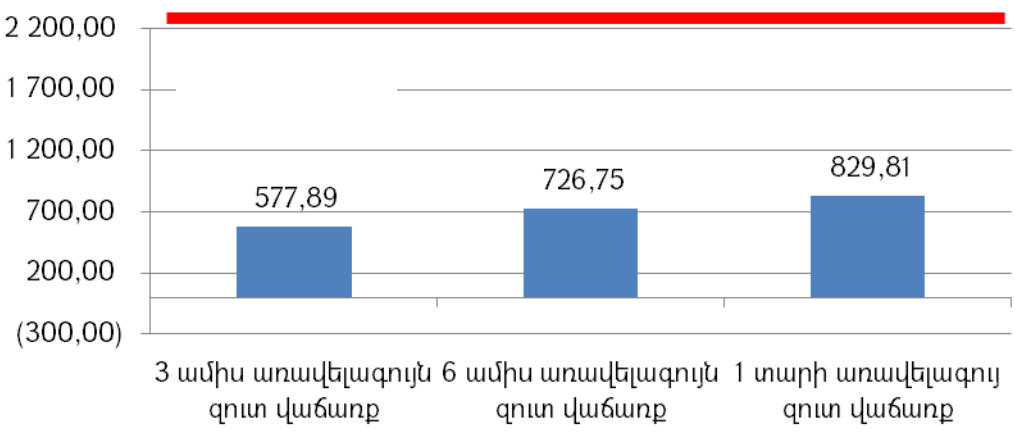
Դատելով գծապատկերներ 18-ից և 19-ից, պարզ է դառնում, որ ՀՀ միջազգային պահուստները զգալիորեն գերազանցում են ֆինանսական համակարգը բնութագրող ցուցանիշներով հաշվարկված ադեկվատության մակարդակի գործակիցները: 2016թ-ի վերջի դրությամբ ՀՀ միջազգային պահուստների հարաբերակցությունը M2X-ի նկատմամբ՝ շուրջ 50%[83]: ՀՀ միջազգային պահուստները ադեկվատ են նաև՝ հաշվի առնելով միջազգային պահուստների և ազգային արժույթով ավանդների հարաբերակցությունը: Ուշագրավ է ներկայացնել մի հանգամանք ևս: Ուսումնասիրելով արժութային շուկաներում ՀՀ ԿԲ ինտերվենցիաների ծավալի դինամիկան՝ հնարավոր է ներկայացնել, թե որոշակի պատմական ժամանակահատվածի համար 3 ամսվա, 6 ամսվա և 1 տարվա կտրվածքով, որքան է եղել ՀՀ միջազգային պահուստների կրճատումը՝ արտարժութային ինտերվենցիաների հաշվին:



Գծապատկեր 19. ՀՀ միջ. Պահուստների հարաբերությունը M2X-ին

Այսինքն՝ արժութային շուկաներում արտարժույթի զուտ վաճառքի հաշվին: Սույն նպատակով ուսումնասիրվել է ՀՀ ԿԲ արժութային ինտերվենցիաների դինամիկան 2001թ. դեկտեմբերից 2016թ դեկտեմբեր ժամանակահատվածի համար:

[83] «ՀՀ միջազգային պահուստների կառուցվածքը (ամսական)» ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տվյալներ, «Դրամի նկատմամբ որոշ արժույթների միջին փոխարժեքները», «ՀՀ Վճարային հաշվեկշիռ» ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տվյալներ, հեղինակի հաշվարկներ:



Գծապատկեր 20. ՀՀ ինտերվենցիաների, ՀՀ միջ. պահուստները (մլն. ԱՄՆ դոլար)[84]

Ուսումնասիրված ժամանակահատվածում 3 ամսվա առավելագույն զուտ վաճառքը կազմել է շուրջ 600 մլն. ԱՄՆ դոլար, 6 ամսվա առավելագույն զուտ վաճառքը՝ 730 մլն. ԱՄՆ դոլար, իսկ 1 տարվանը՝ 830 մլն. ԱՄՆ դոլար: Միևնույն ժամանակ, 2016թ. դեկտեմբերի դրությամբ ՀՀ միջազգային պահուստները կազմել են շուրջ 2.2 մլրդ ԱՄՆ դոլար: Վերջինս նշանակում է, որ անգամ պատմական վատագույն սցենարի կրկնության պարագայում ՀՀ ԿԲ միջազգային պահուստները բավարար կլինեն արտարժութային ինտերվենցիաների իրականացման համար 1 տարվա ընթացքում:

ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատության մակարդակը ավանդական ցուցանիշներով ներկայացնելուց հետո անհրաժեշտ ենք համարում ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատությունը գնահատել նաև ԱՄՀ կողմից առաջարկված նոր մեթոդաբանությամբ[85]: Մեր կողմից սույն ատենախոսությունում առաջարկվել է ադեկվատության գործակցի հաշվարկման ժամանակ օգտագործվող գործոնների լրացում՝ պայմանավորված ՀՀ տնտեսության առանձնահատկություններով:

Հաշվի առնելով միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատման ցուցանիշների թերությունները՝ կենտրոնացումը ռիսկերի նեղ շրջանակի վրա, սահմանաչափերի սուբյեկտիվ և էմպիրիկորեն չպայմանավորված մակարդակը՝ ԱՄՀ կողմից

[84] Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ տեղեկագրեր (2001-2016թթ.), հեղինակի հաշվարկներ:
[85] Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, "Assessing Reserve Adequacy", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2011, 49 pages:

առաջարկվել է ադեկվատության գնահատման մի ցուցանիշ, որը զուրկ կլինի վերոնշյալ թերություններից: ԱՄՀ կողմից կառուցված նոր չափանիշը միջազգային պահուստների կրճատման տեսանկյունից որպես ռիսկի աղբյուրներ է դիտարկում ինչպես արտաքին պարտավորությունները և ընթացիկ հաշիվը բնութագրող որոշ փոփոխականներ, այնպես էլ կապիտալի հնարավոր փախուստը բնութագրող ցուցանիշները: Փորձելով համատեղել հարաբերական պարզ չափորոշիչի առավելությունները և ընդգրկել հիմնական ռիսկերի աղբյուրները՝ ԱՄՀ չափանիշը կենտրոնանում է ռիսկի չորս տարբեր աղբյուրների վրա:

- *Արտահանումից ստացված եկամուտների տատանողականություն.* այս ռիսկի աղբյուրը արտահայտում է հնարավոր կորուստները, որոնք կարող են ծագել արտահանման ծավալների կրճատման կամ առևտրի պայմանների շոկերի արդյունքում: Ներմուծման միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատման ավելի ավանդական ցուցանիշ է, սակայն այն չի արտահայտում երկրի կողմից արտահանվող ապրանքների և ծառայությունների նկատմամբ արտաքին պահանջարկի տատանումները: Միևնույն ժամանակ, որոշ խնդիրներ կարող են առաջանալ ներմուծման մոդելավորման հետ կապված, քանի որ ներմուծումը խիստ կապված է երկրում եկամուտների մակարդակի հետ, հետևաբար, ճգնաժամային իրավիճակներում այն կրճատվում է՝ բարելավելով առևտրային հաշվեկշիռը:
- *Երկրի համախառն արտաքին պարտավորությունները* բնութագրող ցուցանիշներից են համախառն արտաքին կարճաժամկետ պարտքը, միջնաժամկետ և երկարաժամկետ պարտավորությունները: Տրամաբանական է, որ վերոնշյալ գործոններից ամենառիսկայինը, տատանողականության առումով, պետք է լինի արտաքին կարճաժամկետ պարտքը, հատկապես լողացող փոխարժեքով երկրների համար: Վերջիններիս համար նվազ տատանողական պետք է լինեն բաժնետոմսերում կատարվող ներդրումների ծավալը[86]:

[86] Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, "Assessing Reserve Adequacy", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2011, 49 pages, էջ 23:

• *Կապիտալի փախուստի* պարագայում անհրաժեշտ միջազգային պահուստների մակարդակը հաշվի առնելու համար սույն ցուցանիշներում ներառվում է դրամական լայն զանգվածը՝ M2-ը: Նշենք, որ ըստ ԱՄՀ՝ սույն ցուցանիշը ներառվում է ադեկվատության գնահատման հաշվարկում՝ արտահայտելու համար ազգային արժույթով արտահայտված իրացվելի ակտիվների այն մասնաբաժինը, որը ճգնաժամային իրավիճակներում հնարավոր է փոխարկել արտարժույթի և ներդնել արտերկրում: Հավելենք, որ վերջինիս համար առավել ճշգրիտ գնահատական կարող է հանդիսանալ ռեզիդենտների՝ ազգային արժույթով ավանդների ծավալը: Սակայն, քանի որ սույն տվյալները առկա չեն բազմաթիվ երկրների համար, ԱՄՀ-ն իր հետազոտությունում օգտագործել է M2:

ԱՄՀ կողմից հաշվարկվող չափանիշը, որպես ռիսկի գործոն չի դիտարկում օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների ծավալը, քանի որ ճգնաժամերի ուսումնասիրությունը ցույց է տվել, որ այդպիսի իրավիճակներում արդեն իսկ կատարված ՕՈՒՆ-երը հետ չեն վերադարձվում դեպի ծագման երկրներ: Վերոնշյալով նպատակ չենք հետապնդում որևէ կերպ նվազեցնել օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների կարևորության ընկալումը: «Օտարերկրյա ուղղակի ներդրումները կարևոր գործոն են անցումային երկրների տնտեսության համար: Առաջին, դրանք իրականացվում են արևմտյան ընկերությունների կողմից, որոնք համարվում են առավել արդյունավետ, և նպաստում են նոր՝ արևմտյանին մոտ ինստիտուցիոնալ միջավայրի ստեղծմանը: Երկրորդ, բացի օտարերկրյա ուղղակի ներդրումներից, երկիր են մտնում նաև առանձնահատուկ ակտիվներ, որոնք նպաստում են արտադրողականության աճին»,-նկատում են պրոֆեսոր Աթոյանը և պրոֆեսոր Հախվերդյանը:[87]

Տվյալների առկայության պարագայում հնարավոր է առանձին երկրի գծով ադեկվատության չափանիշի հաշվարկման մեջ ներառել նաև ածանցյալ ֆինանսական գործիքների գծով տվյալ երկրի դիրքերը և ազգային արժույթի փոխարժեքի վրա «սպեկուլյատիվ գրոհի» հավանականությունը:

---

[87] Կ. Աթոյան, Դ. Հախվերդյան, «Համաշխարհային տնտեսության ինստիտուցիոնալ հիմքերը և Հայաստանի մարտահրավերները», ԲԱՆԲԵՐ ՀՊՏՀ 2(34), «ՏՆՏԵՍԱԳԵՏ» հրատարակչություն, Երևան 2014, էջեր 9-20:

Վերոնշյալ չափորոշիչի կառուցման և օպտիմալ մակարդակի գնահատման համար, նախ, ուսումնասիրվել է ռիսկի գործոնների տատանողականությունը տնտեսական շոկերի պարագայում[88], որի հիման վրա յուրաքանչյուր ռիսկի գործոնին տրվում է որոշակի կշիռ, իսկ այնուհետև դուրս է բերվում սույն չափորոշիչի նկատմամբ միջազգային պահուստների այն հարաբերակցությունը, որը կհամարվի ադեկվատ:

Այսպես հաշվարկվել է վերոնշյալ չորս գործոնների՝ արտահանում, համախառն արտաքին կարճաժամկետ պարտք, այլ պարտավորություններ, դրամային լայն զանգված տատանողականության մակարդակը: Հաշվարկն իրականացվել է հետևյալ կերպ. նախ, գնահատվել է տնտեսական շոկերի ժամանակ տվյալ գործոնների հարաբերական փոփոխությունը, այնուհետև հաշվարկվել է այդ փոփոխությունների 10-րդ տոկոսային կետը (percentile), որը և հանդիսանում է տվյալ ռիսկի գործոնի կշիռը չափանիշի գնահատման համար: Նշենք, որ հենց 10-րդ տոկոսային կետն (percentile) ընտրվել է այն սկզբունքով, որ միաժամանակ ապահովված լինի դիտարկումների այն քանակը, որը հնարավորություն կտա 10-րդ տոկոսային կետը (percentile)[89] ճշգրտորեն գնահատել, ինչպես նաև, որպեսզի չափանիշը արտահայտի բավարար ուժգնության շոկերի առաջացման հնարավորությունը: ԱՄՀ գնահատումների համաձայն՝ յուրաքանչյուր ռիսկի աղբյուրի համար ստացվել են հետևյալ կշիռները (տե՛ս աղյուսակ 5):

Ստացված մեծությունները, սակայն, ենթարկվում են որոշակի ճշգրտումների՝ հաշվի առնելով նախկինում կատարած հետազոտությունների արդյունքները: ԱՄՀ հետազոտողների կարծիքով, առավել նպատակահարմար է ավելացնել արտաքին կարճաժամկետ պարտքի տեսակարար կշիռը, ինչպես նաև բոլոր այլ ռիսկի գործոնների տեսակարար կշիռները հարմարավետության համար կլորացնել:

---

[88] Տնտեսական շոկը ԱՄՀ սույն աշխատությունում բնութագրվում է որպես մի իրավիճակ, երբ տվյալ առանձին երկրի գծով միջազգային պահուստների կրճատումը, երկարաժամկետ տոկոսադրույքների աճը և ազգային արժույթի արժեզրկումը գերազանցում է 1.5 ստանդարտ շեղում մակարդակը:

[89] CFA Level I Volume 1 "Ethical and Professional Standards and Quantitative Methods", CFA Institute, Whiley, Charlottesville, 2015, 732 pages, CFA Level II Volume 1 "Ethical and Professional Standards and Quantitative Methods", CFA Institute, Whiley, Charlottesville, 2016, 718 pages:

Այսպես, ԱՄՀ գնահատումների արդյունքում, միջազգային պահուստների ադեկվատության մակարդակը պետք է գնահատել հետևյալ կերպ հաշվարկված չափորոշիչի նկատմամբ՝

Աղյուսակ 5

Ճգնաժամային իրավիճակներում համապատասխան մեծությունների հարաբերական կրճատման 10-րդ տոկոսային կետը (percentile) բացարձակ մեծությամբ՝ արտահայտված տոկոսներով[90]

	Արտահանում	**Դրամային լայն զանգված**	**Համախառն արտաքին կարճաժամկետ պարտք**	**Այլ արտաքին պարտավորություններ**
Ֆիքսված փոխարժեքով երկրներ	8.9	12.4	24.4	27.6
Լողացող փոխարժեքով երկրներ	2.3	7.1	24.4	9.2

<u>Ֆիքսված փոխարժեքով երկրի համար.</u>

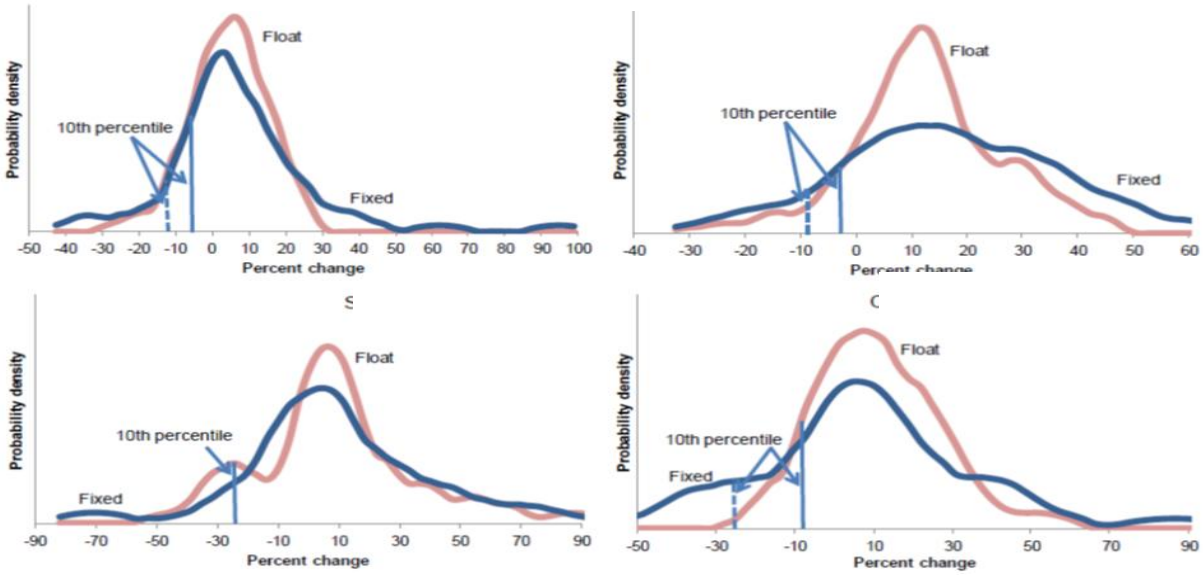
30%***համախառն արտաքին կարճաժամկետ պարտք**+15%***այլ արտաքին պարտավորություններ**+10%***դրամային զանգված**+10%***արտահանման ծավալ**

<u>Լողացող փոխարժեքով երկրի համար.</u>

30%***համախառն արտաքին կարճաժամկետ պարտք**+10%***այլ արտաքին պարտավորություններ**+5%***դրամային զանգված**+5%***արտահանման ծավալ**

Ռիսկի աղբյուրների հարաբերական ռիսկայնության մակարդակը գնահատելուց, ինչպես նաև յուրաքանչյուր երկրի համար տվյալ չափորոշիչի կառուցումից հետո անհրաժեշտ է գնահատել, թե տվյալ չափորոշիչի նկատմամբ որքանն է ադեկվատ միջազգային պահուստների մակարդակը: Այսինքն, եթե տվյալ չափորոշիչը տվյալ երկրի համար կազմում է, օրինակ, 1 մլրդ. ԱՄՆ դոլար, որքան պետք է լինի երկրի միջազգային պահուստների մակարդակը, որպեսզի այդ երկիրը համարվի միջազգային պահուստների ադեկվատ մակարդակ ունեցող երկիր:

[90] Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, "Assessing Reserve Adequacy", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2011, 49 pages էջ 25:



Գծապատկեր 21 Ռիսկի գործոնների փոփոխությունների բաշխման ֆունկցիաները[91]

ԱՄՀ կողմից առաջարկվող չափորոշիչի նկատմամբ ադեկվատ միջազգային պահուստների մակարդակը գնահատելու համար, էմպիրիկ հետազոտությունների արդյունքում գնահատվել է, թե որքանով է տվյալ չափորոշիչի նկատմամբ միջազգային պահուստների առկայությունը նվազեցնում տնտեսական շոկերի առաջ գալու հավանականությունը, այնուհետև, թե որքանով է վերոնշյալ հարաբերակցության ավելի բարձր մակարդակը մեղմում տնտեսական շոկերի ազդեցությունը և վերջապես, թե որքան է յուրաքանչյուր երկրի համար տվյալ չափորոշիչի 100% մակարդակի և տնտեսական շոկերի արդյունքում միջազգային պահուստների կրճատման միջև կոռելյացիայի չափը:

Այսպես, առաջարկվող չափորոշիչին միջազգային պահուստների հարաբերակցության գործակիցը խիստ կոռելացված է տնտեսական շոկերին հանդես գալու հավանականության կրճատման հետ: Ուսումնասիրությունների արդյունքում բացահայտվել է, որ որքան մեծ է միջազգային պահուստների հարաբերակցությունը չափորոշիչի նկատմամբ, այնքան ավելի փոքր է տնտեսական շոկերի հանդես գալու

[91] Աղբյուրը՝ Assessing Reserve Adequacy , Prepared by Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, IMF, February 14, 2011, էջ 25:

հավանականությունը: Միևնույն ժամանակ, անհրաժեշտ է հավելել, որ որոշակի մակարդակից հետո սույն գործակցի աճին զուգընթաց տնտեսական շոկի առաջացման հավանականության կրճատման տեմպերը դանդաղում են[92]:

Նշանակալի է նաև միջազգային պահուստների և չափորոշի հարաբերակցության գործակցի ազդեցությունը տնտեսական շոկերի ժամանակ սպառողական ծախսերի կրճատման վրա: Այսինքն, որքան վերոնշյալ գործակիցը մեծ է, այնքան փոքր է եղել սպառողական ծախսերի կրճատումը տվյալ երկրում: Ադեկվատության սույն չափորոշիչի նկատմամբ միջազգային պահուստների հարաբերակցության ազդեցությունը սպառողական ծախսերի կրճատման վրա նշանակալի է և զգալիորեն մեծ է ադեկվատության ավանդական ցուցանիշների համանման ազդեցությունից[93]:

Միևնույն ժամանակ, պետք է նշել, որ որքան մեծ է եղել միջազգային պահուստների մակարդակը նշված չափորոշիչի նկատմամբ, այնքան փոքր է եղել միջազգային պահուստների կրճատումը տնտեսական շոկերի ժամանակ: Այսպես, միջազգային պահուստներ չափորոշիչ հարաբերակցության և ճգնաժամային իրավիճակներում միջազգային պահուստների կրճատման միջև կոռելյացիան կազմել է շուրջ 0.5:

Ներկայացված երեք մոտեցումների արդյունքում միջազգային պահուստների ադեկվատ մակարդակը յուրաքանչյուր երկրի համար գնահատվել է տվյալ երկրի չափորոշիչի նկատմամբ 100-150%[94] միջակայքում: Տնտեսական շոկերի հանդես գալու հավանականության կրճատման վրա պահուստներ/չափորոշիչ գործակցի դրական ազդեցությունը նշանակալիորեն նվազում է, երբ սույն գործակիցը սկսում է գերազանցել 100-150% մակարդակը, միևնույն ժամանակ, տնտեսական շոկերի ժամանակ սպառողական ծախսերը զգալի անկում են ապրել հիմնականում այն երկրներում, որոնց համար սույն գործակիցը ցածր է եղել վերոնշյալ միջակայքից: Հավելենք, որ տնտեսական շոկերի ժամանակ երկրների միջազգային պահուստների կրճատումը

---

[92] Assessing Reserve Adequacy , Prepared by Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, IMF, February 14, 2011, էջ 26:

[93] Assessing Reserve Adequacy , Prepared by Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, IMF, February 14, 2011, էջ 26:

[94] Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, "Assessing Reserve Adequacy", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2011, 49 pages, էջ 27:

կազմել է չափորոշիչի 10%-ը, իսկ առավելագույնը՝ 50%-ը: Այս արդյունքները չեն արգելում որոշ երկրների ապահովել միջազգային պահուստների ավելի բարձր մակարդակ՝ ելնելով տնտեսության առանձնահատկություններից և տնտեսական շոկերի հանդես գալու նկատմամբ հանդուրժողականության մակարդակից: Սակայն աճող միջազգային պահուստների մակարդակի և դրանց ուղեկցող ծախսերի պարագայում խիստ անհրաժեշտ է խուսափել միջազգային պահուստների ավելցուկային մակարդակից:

2009թ. դրությամբ զարգացող երկրների շուրջ 35%-ի միջազգային պահուստների մակարդակը գտնվել է առաջարկվող ադեկվատության միջակայքում, 40%-ինը՝ սույն միջակայքից ավելի բարձր մակարդակի վրա, իսկ 25%՝ ավելի ցածր: Միևնույն ժամանակ, տվյալ երկրների ադեկվատության մակարդակը որոշելու համար անհրաժեշտ է հաշվի առնել նաև այդ տնտեսությունների առանձնահատկությունները: Օրինակ, որոշ երկրների շարքում, որոնց միջազգային պահուստների մակարդակը գերազանցում է ադեկվատության առաջարկվող միջակայքը, գտնվում են այնպիսի երկրներ, որոնց արժույթները ֆիքսված են, կամ այդ երկրները ունեն դոլարայնացման բարձր մակարդակ:

Նշենք, որ բազմաթիվ զարգացող երկրների համար հաշվարկված չափորոշիչը նշանակալիորեն չի գերազանցում, կամ զգալիորեն ցածր չէ ադեկվատության ավանդական գործակիցներից, ինչը նշանակում է, որ այն ավանդական ցուցանիշները լրացնող, այլ ոչ թե փոխարինող չափորոշիչ է:

Արդեն իսկ նշել ենք, կախված տվյալ տնտեսության առանձնահատկություններից՝ վերոնշյալ չափորոշիչը հնարավոր է ձևափոխել այնպես, որ այն դառնա միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատման համար առավել նպատակահարմար: Այսպես, յուրաքանչյուր ռիսկի գործոնի համար կարող են կիրառվել այլ կշիռներ, ինչպես նաև ինքնին ռիսկի գործոնները կարող են տարբերվել ԱՄՀ կողմից առաջարկվող գործոններից: Այսպես, բերենք մի քանի օրինակներ, թե որ պարագայում վերոնշյալ

չափորոշիչը կարող է ձևափոխվել՝ ելնելով այս կամ տնտեսության առանձնահատկություններից[95]:

- Արտաքին կարճաժամկետ պարտքի տեսակարար կշիռը հնարավոր է նվազեցնել, եթե արտաքին կարճաժամկետ պարտքի հիմնական պարտատերերը տվյալ երկրում գտնվող դուստր ընկերությունների արտասահմանյան մայր ընկերություններն են, կամ կարճաժամկետ պարտքի զգալի մասը բաժին է ընկնում առևտրային վարկերին:
- Արտահանման կշիռը անհրաժեշտ է ճշգրտել աճի ուղղությամբ, եթե արտահանման հիմնական տարրերը առավել տատանողական բնույթ ունեցող հումքային ապրանքներ են:
- Հնարավոր է կրճատել M2 դրամային լայն զանգվածի կշիռը այն երկրների համար, որոնք կիրառում են կապիտալի շարժի որոշակի սահմանափակումներ՝ կապիտալի փախուստը սահմանափակելու համար:
- Այն երկրները, որոնց տնտեսությունները մեծապես կախված են արտասահմանից ստացվող տնտեսական օգնությունից, կարող են ներառել սույն գործոնը որպես լրացուցիչ ռիսկի գործոն՝ գնահատելով համապատասխան կշիռը:
- Այն երկրները, որոնք պատրաստ են ընդունել ազգային արժույթի տատանողականության ավելի բարձր մակարդակ, կարող են ունենալ միջազգային պահուստներ/չափորոշիչ հարաբերակցության առավել ցածր մակարդակ, մինչդեռ այն երկրները, որոնց համար ազգային արժույթի մեծ տատանումները ընդունելի չեն՝ պետք է ապահովեն միջազգային պահուստների ավելի բարձր մակարդակ:
- Առավել բարդ կառուցվածքային խնդիրներ ունեցող երկրները կնախընտրեն ապահովել միջազգային պահուստներ/չափորոշիչ հարաբերակցության առավել բարձր մակարդակ:

[95] Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, "Assessing Reserve Adequacy", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2011, 49 pages էջ 27-28:

Հաշվի առնելով ԱՄՀ կողմից առաջարկված ռիսկի գործոնները, ինչպես նաև ՀՀ տնտեսության առանձնահատկությունները, մեր կողմից ԱՄՀ առաջարկված չափորոշիչը ձևափոխվել է: Այսպես, որպես ռիսկի գործոն ՀՀ չափորոշիչի համար ավելացվել են արտասահմանից ՀՀ ներհոսող աշխատողների վարձատրությունը և ընթացիկ տրանսֆերտների ծավալը, միևնույն ժամանակ, վերահաշվարկվել են բոլոր ռիսկերի աղբյուրների կշիռները: ՀՀ համար հաշվարկվել է նաև ադեկվատության մակարդակը՝ հաշվի առնելով միայն ԱՄՀ կողմից առաջարկվող ռիսկի գործոնները և դրանց համապատասխան կշիռները:

ՀՀ միջազգային պահուստների չափորոշիչի կառուցման համար, նախ և առաջ, իրականացվել է 2003թ. փետրվար ամսից 2016թ. սեպտեմբեր ամիս ընկած ժամանակահատվածում *ԱՄՆ դոլարով արտահայտված արտահանման, ներմուծման, արտասահմանից ստացված աշխատողների վարձատրության և ընթացիկ տրանսֆերտների, հայկական դրամով արտահայտված ռեզիդենտների ավանդների, ԱՄՆ դոլարով արտահայտված M2X դրամային ագրեգատի և ՀՀ համախառն արտաքին կարճաժամկետ պարտքի և այլ պարտավորությունների*[96] *եռամսյակային տվյալների* հարաբերական փոփոխությունները վերոնշյալ ժամանակահատվածի համար:

Ուսումնասիրված ժամանակահատվածում ՀՀ տնտեսությունը գտնվել է տնտեսական շոկերի ազդեցության ներքո աղյուսակ 6-ում բերված ժամանակահատվածներում, եթե տնտեսական շոկերը սահմանենք ԱՄՀ կողմից առաջարկված մեթոդաբանությամբ: Այսպես, հետևյալ ժամանակահատվածներում տեղի է ունեցել ՀՀ միջազգային պահուստների կրճատում և/կամ դրամի փոխարժեքի արժեզրկում՝ 1.5 ստանդարտ շեղում և ավելի մակարդակով:

Այնուհետև գնահատվել է տվյալ ժամանակահատվածում յուրաքանչյուր գործոնի փոփոխության միջին մակարդակները և ստանդարտ շեղումները: Արդյունքում, ստացվել են հետևյալ արդյունքները (տե՛ս աղյուսակ 7):

[96] Վերջինս հաշվարկվել է որպես տվյալ ժամանակահատվածի դրությամբ պարտֆելային պարտավորությունների և այլ պարտավորությունների հանրագումար: Աղբյուրը, ՀՀ միջազգային ներդրումային դիրքի ՀՀ ԿԲ աղյուսակները:

Աղյուսակ 6

ՀՀ տնտեսական շոկերի ժամանակահատված ըստ ԱՄՀ սահմանման, %[97]

Ամիս	Եռամսյակ
Օգոստոս, 2005	2005 3-րդ եռամսյակ
Մարտ, 2007	2007 1-ին եռամսյակ
Հոկտեմբեր, 2008	2008 4-րդ եռամսյակ
Դեկտեմբեր, 2008	2008 4-րդ եռամսյակ
Հունվար, 2009	2009 1-ին եռամսյակ
Փետրվար, 2009	2009 1-ին եռամսյակ
Ապրիլ, 2009	2009 2-րդ եռամսյակ
Սեպտեմբեր, 2009	2009 3-րդ եռամսյակ
Փետրվար, 2010	2010 1-ին եռամսյակ
Մարտ, 2010	2010 1-ին եռամսյակ
Մայիս, 2011	2011 1-ին եռամսյակ
Հոկտեմբեր, 2011	2011 4-րդ եռամսյակ
Հունվար, 2012	2012 1-ին եռամսյակ
Մայիս, 2012	2012 2-րդ եռամսյակ
Հունիս, 2012	2012 2-րդ եռամսյակ
Մարտ, 2013	2013 1-ին եռամսյակ
Հոկտեմբեր, 2013	2013 4-րդ եռամսյակ
Հունվար, 2014	2014 1-ին եռամսյակ
Օգոստոս, 2014	2014 3-րդ եռամսյակ
Սեպտեմբեր, 2014	2014 3-րդ եռամսյակ
Նոյեմբեր, 2014	2014 4-րդ եռամսյակ
Դեկտեմբեր, 2014	2014 4-րդ եռամսյակ
Հունվար, 2015	2015 1-ին եռամսյակ
Փետրվար, 2015	2015 1-ին եռամսյակ
Նոյեմբեր, 2015	2015 4-րդ եռամսյակ

Աղյուսակ 7

ՀՀ ռիսկի գործոնների գնահատում, %[98]

		Ընտրված ժամանակահատված ի միջին	Ընտրված ժամանակահատված ի ստանդարտ շեղում	Ընտրված ժամանակահատվածի համար 10-րդ տոկոսային կետ
		1.	*2.*	*3.*
1.	**Արտահանում**	**-6**	**24**	**-37**
2.	**Ներմուծում**	**-6**	**22**	**-34**
3.	**Աշխատողների՝ արտասահմանից ստացված վարձատրություն**	**-11**	**55**	**-83**

[97] Աղբյուր՝ հեղինակի կատարած հաշվարկներ:
[98] Աղբյուր՝ հեղինակի կատարած հաշվարկներ:

	Աղյուսակ 7-ի շարունակություն:			
4.	**Դրամով ավանդներ**	**-1,5**	**15**	**-21**
5.	**M2X**	**-1**	**8**	**-11**
6.	**Այլ պարտավորություններ**	**5**	**7**	**-4**
7.	**Արտաքին կարճ. պարտք**	**0**	**12**	**-16**
8	**Արտասահմանից ստացվող ընթացիկ տրանսֆերտներ**	**9**	**27**	**-43**

ՀՀ համար ադեկվատության չափորոշիչի գնահատման ժամանակ օգտագործվող կշիռները բերված են աղյուսակի 8-ի 3-րդ սյան մեջ: Քանի որ անհրաժեշտ էր գնահատել, թե որքան կլինի համապատասխան ռիսկի գործոնի կրճատման արդյունքում միջազգային պահուստների կրճատումը, ապա տրամաբանական է, որ 10-րդ տոկոսային կետը պետք է բացասական ստացվեր: Միևնույն ժամանակ, հենց այդ 10-րդ տոկոսային կետի հարաբերական փոփոխությունն էլ բացարձակ արժեքով հանդիսանում է տվյալ ռիսկի գործոնի տեսակարար կշիռը գնահատվող չափանիշում:

Այնուհետև որոշակի ճշգրտումների արդյունքում ստանում ենք ռիսկի գործոնների համապատասխան կշիռները: Այժմ ներկայացնենք այդ կշիռները՝ ԱՄՀ գնահատված կշիռների համեմատության հետ մեկտեղ:

Աղյուսակ 8

Ռիսկի գործոնների կշիռներ, ԱՄՀ, Հեղինակի գնահատականներ, %[99]

	ԱՄՀ կշիռ	**Հեղինակի կողմից գնահատված կշիռներ**
Արտահանում	5	37
Ներմուծում	-	34
Աշխատողների՝ արտասահմանից ստացված վարձատրություն	-	83
Դրամով ռեզիդենտների ավանդներ	-	21
M2X	5	11
Այլ պարտավորություններ	10	4
Արտաքին կարճ. պարտք	30	16
Արտասահմանից ստացվող ընթացիկ տրանսֆերտներ	-	43

[99] Աղբյուր՝ հեղինակի կատարած հաշվարկներ:

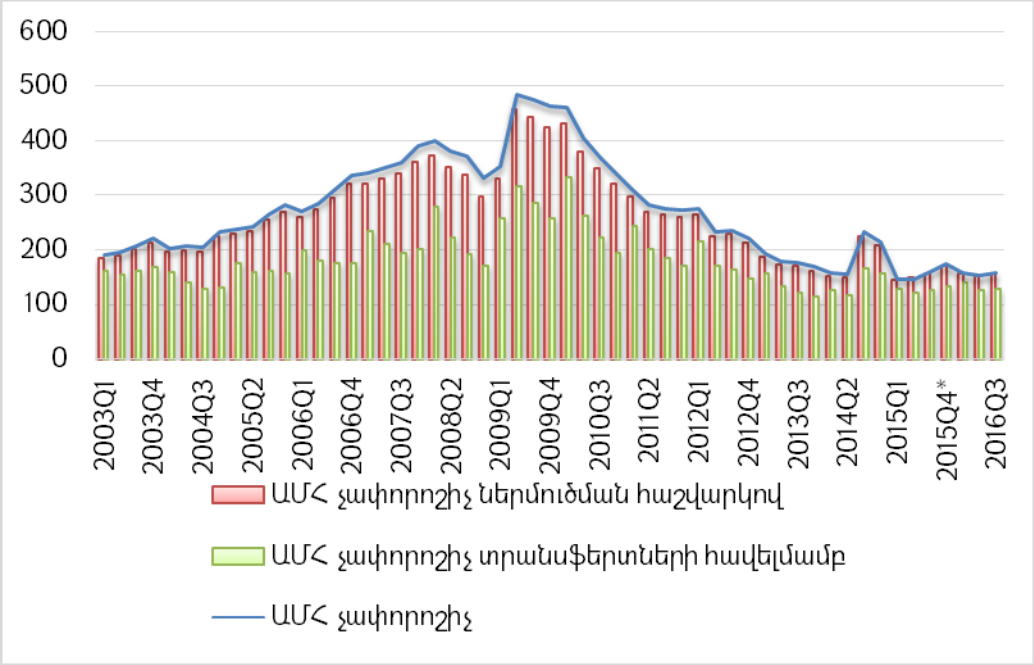
Այսպիսով, անհրաժեշտ ենք համարում նշել, որ ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատության մակարդակի գնահատման չափորոշիչի կառուցման ժամանակ օգտագործված աշխատողների՝ արտասահմանից ստացվող վարձատրության և ընթացիկ տրանսֆերտների փոփոխականները բավականին բարձր տեսակարար կշիռ ունեն: Դիտարկվող բոլոր ռիսկային գործոններից ամենաբարձր կշիռը պատկանում է հենց դրանց. փոխանցվող աշխատավարձերի համար՝ 83%, իսկ ընթացիկ տրանսֆերտների համար՝ 43%:

Այսպիսով, միջազգային պահուստների կրճատման ռիսկի աղբյուրների կշիռների գնահատումից հետո անհրաժեշտ է հաշվարկել վերոնշյալ կշիռներով ադեկվատության համապատասխան ցուցանիշները և դրանց նկատմամբ ՀՀ միջազգային պահուստների հարաբերակցությունը:

Մեր կողմից հաշվարկվել է չափորոշիչի մի քանի տարբերակ: Այսպես, նախ հաշվարկվել է ադեկվատության չափորոշիչը՝ հաշվի առնելով ԱՄՀ ռիսկի գործոնները և ԱՄՀ կշիռները: Այնուհետև, հաշվարկվել է ադեկվատության չափորոշիչը՝ հաշվի առնելով ԱՄՀ հաշվարկված կշիռները և ռիսկի գործոնները՝ բացառությամբ արտահանման: Արտահանման փոխարեն որպես ռիսկի գործոն օգտագործվել է ներմուծումը, իսկ կշիռը սահմանվել է ներմուծման տեսակարար կշռին հավասար մակարդակի վրա: Սույն կապակցությամբ անհրաժեշտ է հավելել, որ ՀՀ ներմուծումը զգալիորեն գերազանցում է ՀՀ արտահանումը, ինչի կապակցությամբ անհրաժեշտ է տարբերակել ադեկվատության չափորոշիչները՝ հաշվարկված արտահանման և ներմուծման ներառմամբ:

Այնուհետև գնահատվել է չափորոշիչի ևս մի տարբերակ: Այս անգամ չափորոշիչի հաշվարկման ժամանակ օգտագործվել են ԱՄՀ կողմից առաջարկված ռիսկի գործոնները իրենց համապատասխան կշիռներով, սակայն որպես լրացուցիչ ռիսկի գործոն ներմուծվել է աշխատողների՝ արտասահմանից ստացվող վարձատրության և ընթացիկ տրանսֆերտների մակարդակը՝ մեր կողմից գնահատված 83% և 43% ռիսկի կշռով դրամական հոսքերի համապատասխան տեսակների համար:

Չափորոշիչների հաշվարկն իրականացնելուց հետո անհրաժեշտ է հաշվարկել, թե որքան է միջազգային պահուստների հարաբերությունը համապատասխան չափորոշիչին: Հիշեցնենք, որ ԱՄՀ հետազոտությունների արդյունքում գնահատվել է, որ ադեկվատ է համարվում միջազգային պահուստների այն մակարդակը, որի պարագայում միջազգային պահուստներ/չափորոշիչ հարաբերակցությունը գտնվում է 100-150% միջակայքում:



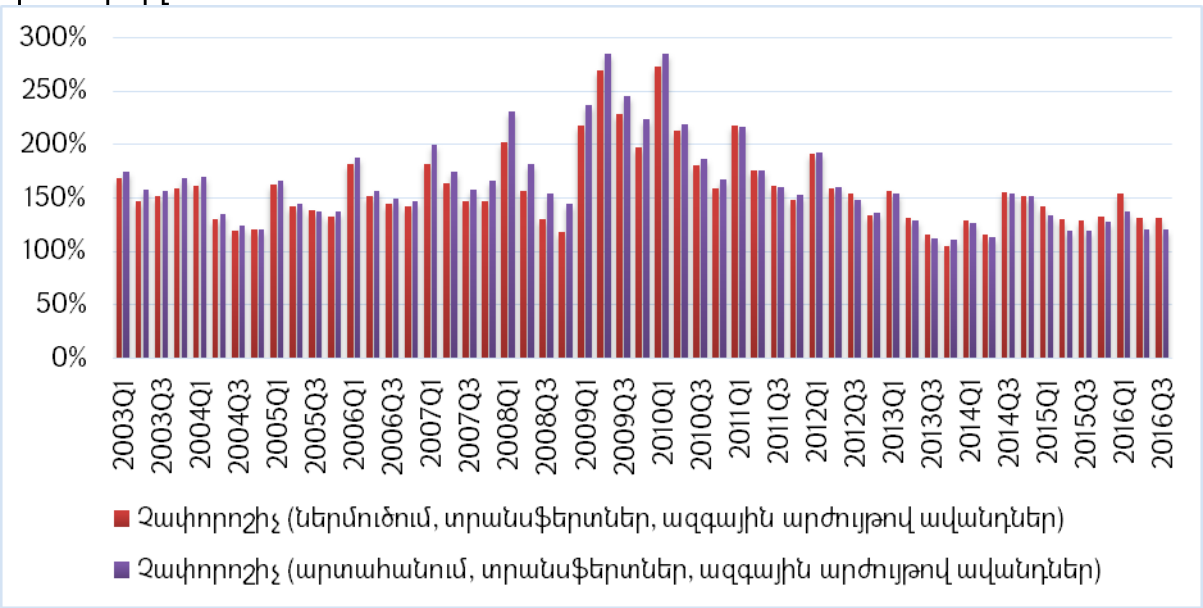
Գծապատկեր 22. ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատությունը, %[100]

Այսպես, ըստ վերոնշյալ երեք չափորոշիչների *ՀՀ միջազգային պահուստների մակարդակը հնարավոր է գնահատել որպես ադեկվատ*, քանի ՀՀ միջազգային պահուստներ/չափորոշիչ հարաբերակցությունը գտնվում է 100-150% միջակայքում: Այսինքն, կարելի է եզրակացնել, որ ՀՀ միջազգային պահուստների ներկայիս մակարդակը բավարար է արտաքին շոկերին դիմակայելու համար, միևնույն ժամանակ, դրանց ծավալը խիստ ավելցուկային չէ, ինչը ևս ողջունելի է՝ հաշվի առնելով ՀՀ միջազգային պահուստների հետ առնչվող ծախսերի աճը:

Հաշվարկվել է չափորոշիչի ևս երկու տարբերակ, որը հաշվարկվում է մեր կողմից ՀՀ տնտեսության համար գնահատված ռիսկի կշիռների օգտագործմամբ: Հաշվի

[100] Աղբյուրը՝ «ՀՀ միջազգային պահուստների կառուցվածքը (ամսական)» ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տվյալներ, «Դրամի նկատմամբ որոշ արժույթների միջին փոխարժեքները», «ՀՀ Վճարային հաշվեկշիռ» ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տվյալներ, հեղինակի հաշվարկներ:

առնելով գնահատված ռիսկի կշիռները՝ առաջին կառուցած ադեկվատության չափորոշիչը իրենից ենթադրում է ռիսկի գործոնների կշռված գումար, որտեղ որպես ռիսկի գործոններ ներառվել են՝ արտահանումը, աշխատողների՝ արտասահմանից ՀՀ ստացվող վարձատրության և ընթացիկ տրանսֆերտների մեծությունը, ռեզիդենտների ավանդները ազգային արժույթով, պորտֆելային և այլ պարտավորությունները: Իսկ ահա երկրորդ տարբերակում ներառվել է ՀՀ ներմուծման մակարդակը, ռեզիդենտների ավանդները ազգային արժույթով, պորտֆելային և այլ պարտավորությունները: Նշենք, որ այս երկու չափորոշիչների գծով էլ ՀՀ միջազգային պահուստները գնահատվում են որպես ադեկվատ:



Գծապատկեր 23. ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատությունը, %[101]

Այդ պարագայում ՀՀ միջազգային պահուստների մակարդակը ևս ադեկվատ է: Նշենք, որ ԱՄՀ կողմից 2009թ. համար հաշվարկված չափորոշիչի համաձայն՝ ՀՀ միջազգային պահուստներ/չափորոշիչ հարաբերակցությունը կազմել էր շուրջ 300%: Մեր հաշվարկների արդյունքում ստացված միջին գործակիցը կազմել է 250%:

Սույն բաժնում անդրադարձանք ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատմանը: Նախ գնահատվեց ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատության մակարդակը՝ հաշվի առնելով ադեկվատության ավանդական ցուցանիշները:

[101] Աղբյուրը՝ «ՀՀ միջազգային պահուստների կառուցվածքը (ամսական)» ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տվյալներ, «Դրամի նկատմամբ որոշ արժույթների միջին փոխարժեքները», «ՀՀ Վճարային հաշվեկշիռ» ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տվյալներ, հեղինակի հաշվարկներ:

Ինչի արդյունքում եկանք եզրակացության, որ ՀՀ միջազգային պահուստները որոշակիորեն գերազանցում են միջազգային պահուստների ադեկվատ մակարդակը: Այնուհետև, ներկայացվեց ԱՄՀ մեթոդաբանության վրա հիմնված՝ ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատման նոր հայեցակարգ: Նկարագրվեցին նոր չափանիշի կառուցման մեթոդաբանությունը, բերվեց չափանիշի նկատմամբ ադեկվատ միջազգային պահուստների մակարդակի որոշման կարգը: Այնուհետև, ներկայացվեցին ՀՀ համար ադեկվատության չափանիշի համար առաջարկվող լրացումները և դրանց անհրաժեշտության պատճառները: Արդյունքում սույն աշխատանքում գնահատվեցին միջազգային պահուստների ադեկվատության նոր չափորոշիչներ՝ համաձայն որոնց, ՀՀ միջազգային պահուստների մակարդակը կարելի է գնահատել որպես ադեկվատ: Միևնույն ժամանակ, անհրաժեշտ է հաշվի առնել նաև այն հանգամանքը, որ որոշ չափորոշիչների կիրառման պարագայում ՀՀ միջազգային պահուստները գերազանցում են ադեկվատ մակարդակը, սակայն ոչ մի չափորոշիչի պարագայում ՀՀ միջազգային պահուստների մակարդակը չի կարող գնահատվել որպես անբավարար:

2.3. ՀՀ միջազգային պահուստների կառավարման հայեցակարգը

Ատենախոսության սույն բաժնում կանդրադառնանք ՀՀ միջազգային պահուստների կառավարման հայեցակարգին՝ հաշվի առնելով ՀՀ ԿԲ կողմից հրապարակվող տվյալները: Ուսումնասիրելով ՀՀ ԿԲ տարեկան հաշվետվությունները[102], ինչպես նաև Միջազգային պահուստների և արտարժութային իրացվելիության ստանդարտ աղյուսակը, կարող ենք հանգել հետևյալ եզրակացությունների՝

(1) ՀՀ ԿԲ միջազգային պահուստների շուրջ 60%-ը ներդրված է արժեթղթերում,

(2) միջազգային պահուստների գրեթե 100%-ը ներդրված է ՀՓԻ զամբյուղի մեջ ներառված արժույթներում,

(3) ՀՀ ԿԲ կարող է կնքել տոկոսադրույքի ֆյուչերսային գործարքներ,

[102] Տարբեր տարիների տարեկան հաշվետվություններ, Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, Երևան, 2005-2015թթ.:

(4) միջազգային պահուստները ներդրվում են պետական պարտատոմսերում, պետական գործակալությունների պարտատոմսերում և այլ արժեթղթերում,

(5) կնքվում են ավանդային գործարքներ,

(6) գնվող արժեթղթերի նվազագույն վարկանիշը՝ A1-A3:

Միևնույն ժամանակ, ՀՀ ԿԲ կողմից չի հրապարակվում, թե ինչպիսին է ՀՀ միջազգային պահուստների արժութակազմը ըստ ՀՓԻ առանձին արժույթների: Ինչ վերաբերում է տոկոսադրույքի ֆյուչերսային գործարքներին, ապա ֆինանսական շուկաներում ամենահիրացվելի և ամենատարածված տոկոսադրույքի ֆյուչերսներից են պետական պարտատոմսերի ֆյուչերսները[103] և եվրադոլարային, եվրոայբորային պայմանագրերի ֆյուչերսները[104]:

Այս ֆյուչերսային պայմանագրերը ֆինանսական շուկաների մասնակիցներին հնարավորություն են տալիս հեջավորել իրենց դիրքերը, այնպիսի ռիսկերից, որոնք ըստ նրանց, կարող են էական բացասական ազդեցություն թողնել իրենց արժեթղթերի պայուսակների կատարողականի վրա: Պետական պարտատոմսերի վրա հիմնված ֆյուչերսային պայմանագրերով գործառնությունները հնարավորություն են տալիս հեջավորվել համապատասխան երկրների եկամտաբերության կորերի[105] փոփոխությունից, իսկ եվրադոլարային և եվրոայբորային ֆյուչերսային պայմանագրերը՝ համապատասխանաբար ԱՄՆ և եվրո սվոփ կորերի փոփոխությունից:

Վերոնշյալ ֆյուչերսային պայմանագրերը, հանդիսանալով իրացվելի բորսայական գործիքների, կարևոր գործիքներ են միջազգային պահուստների կառավարիչների զինանոցում՝ հաշվի առնելով վերջիններիս շնորհիվ կիրառվող մարտավարությունների ճկունության էական աճը: Մյուս կողմից, ինչպես ցույց կտրվի հաջորդ գլխում, ֆյուչերսային պայմանագրերի կիրառումը ոչ միայն կարող է նպաստել որոշակի

[103] J. Labuszewski, M. Kamradt, D. Gibbs, "Understanding Treasury Futures", CME Group, 2013, 22 pages.
[104] J. Labuszewski, "Understanding Eurodollar Futures", CME Group, 2013, 24 pages:
[105] Ավելի մանրամասն տե՛ս V. Melik-Parsadanyan, "The Arithmetics of Par, Spot and Forward Curves" International Journal of Economics and Finance, Vol.8, No. 12, Toronto, 2016, pages 183-187. և Է. Վարդումյան, Վ. Մելիք-Փարսադամյան, «Եկամտաբերության Կորի Կառուցումը Նելսոն-Սիգելի մոդելով», Ֆինանսաներ և Էկոնոմիկա, N1-2 հունվար-փետրվար, Երևան, 2010, էջեր 79-80:

ռիսկերից զերծ մնալուն, այլ նաև հնարավորություն է ընձեռում ավելացնել միջազգային պահուստների եկամտաբերությունը:

Ուստի ողջունելի է ՀՀ ԿԲ զինանոցում ֆյուչերսային պայմանագրերի առկայությունը: Միևնույն ժամանակ անհրաժեշտ ենք համարում նշել, որ ՀՀ ԿԲ-ն չի բացահայտում, թե տոկոսադրույքների ֆյուչերսների կոնկրետ որ տեսակներով է գործարքներ իրականացնում միջազգային պահուստների կառավարման շրջանակներում:

Ինչ վերաբերում է գնվող պարտատոմսերի վարկանիշներին, ապա անհրաժեշտ ենք համարում հակիրճ ներակայացնել տրամադրվող վարկանիշների էությունը և դասակարգումը: Միջազգային առաջատար կազմակերպությունների՝ Moody's, Standard & Poor's, Fitch Ratings-ի կողմից շնորհված վարկանիշները իրենցից ներկայացնում են պարզ մի համակարգ, որը հնարավորություն է տալիս որոշակիորեն բաղդատել արժեթղթերի վարկունակությունը միմյանց հետ[106]: (AAA) – (BBB-) վարկանիշ ունեցող պարտատոմսերը համարվում են ներդրումային, այսինքն՝ համեմատաբար ավելի բարձր որակի, իսկ BB+ և ցածրերը՝ ոչ ներդրումային կամ սպեկուլյատիվ. այսինքն առավել ցածր վարկունակություն ունեցող: Վարկանշային կազմակերպությունների կողմից շնորհված վարկանիշների մասին ավելի մանրամասն՝ Աղյուսակ 9-ում:

Այսպիսով՝ ՀՀ միջազգային պահուստների եկամտաբերության ավելացման տեսանկյունից անհրաժեշտ է հաշվի առնել վերոնշյալ գործոնները, քանի որ միայն վերջիններիս զուգակցման պարագայում է հնարավոր բացահայտել ուղիներ, որոնք արդիական են ՀՀ միջազգային պահուստների կառավարման տեսանկյունից:

Այդ իսկ պատճառով հեղինակի կողմից ուսումնասիրվել է բարձր վարկանիշ ունեցող AAA-A3 պետական և պետական գործակալությունների, այլ պաշտոնական մարմինների կողմից թողարկված պարտատոմսերի բազմությունը, այդ պարտատոմսերի շուկաներում առկա հիմնախնդիրները, և հաշվի առնելով ՀՀ ԿԲ կողմից ածանցյալ ֆինանսական գործիքների կիրառման հնարավորությունը, դրանցով եկամտաբերության ավելացման ուղիները: Միևնույն ժամանակ, քանի որ միջազգային պահուստ-

[106] https://www.moodys.com/Pages/amr002002.aspx

ների գրեթե 100%-ը ներդրված է ՀՓԻ զամբյուղի արժույթներում, ինչպես նաև հաշվի առնելով ՀՀ արտաքին պարտքի արժութակազմը, արժութային ինտերվենցիաների իրականացումը ԱՄՆ դոլարով, ապա ուսումնասիրության օբյեկտ են հանդիսացել են ԱՄՆ դոլարով և եվրոյով բարձր վարկանիշ ունեցող պարտատոմսերի շուկաները: Արդյունքում, միջազգային պահուստների եկամտաբերության բարձրացման հիմնախնդիրները ուսումնասիրվել են հենց այդ արժույթներով արտահայտված բարձր վարկանիշ ունեցող պարտատոմսերի շուկաների տեսանկյունից:

Ինչ վերաբերում է ՀՀ ԿԲ-ում միջազգային պահուստների կառավարման ինստիտուցիոնալ կառուցվածքին, ապա միջազգային պահուստների կառավարման, որոշումների ընդունման և դրանց կատարման վերահսկողության գործառույթները իրականացնում է ՀՀ ԿԲ Ներդրումային հանձնաժողովը[107]:

Ըստ ՀՀ ԿԲ 2015թ. տարեկան հաշվետվության. «Ներդրումային հանձնաժողովն իր լիազորությունների սահմաններում որոշում ներկայացնելու իրավասություններ ունեցող մարմին է, որը, Կենտրոնական բանկի միջազգային պահուստների կառավարման վերաբերյալ Խորհրդի որոշումներին համապատասխան, իրականացնում է միջազգային պահուստների կառավարման որոշումների ընդունման և դրանց կատարման վերահսկողության գործառույթներ, ինչպես նաև քննարկում է ներդրումային գործունեության ընթացիկ համակարգման առնչվող խնդիրներն ու ֆինանսական վերլուծության արդյունքները:

Նշված գործառույթներն իրականացնելու նպատակով հանձնաժողովը քննարկում է միջազգային պահուստների ռազմավարական և մարտավարական, ինչպես նաև կառավարման ընթացիկ վերահսկողության խնդիրներ: Հանձնաժողովի նիստերը, որպես կանոն, գումարվում են յուրաքանչյուր չորս շաբաթը մեկ՝ երկուշաբթի օրը»:

[107] «Տարեկան հաշվետվություն 2015» Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, Երևան, 2015, 164 էջ, էջ 51:

Աղյուսակ 9

Վարկանշային կազմակերպությունների կողմից շնորհված վարկանիշներ[108]

Fitch	S&P	Moody's	Վարկանիշի նկարագրություն (ըստ Moody's -ի)	
AAA	AAA	Aaa	Ներդրումային կարգ	Նվազագույն վարկային ռիսկ
AA+ AA AA-	AA+ AA AA-	AA1 AA2 AA3		Չափազանց ցածր վարկային ռիսկ
A+ A A-	A+ A A-	A1 A2 A3		Ցածր վարկային ռիսկ
BBB+ BBB BBB-	BBB+ BBB BBB-	Baa1 Baa2 Baa3		Չափավոր վարկային ռիսկ
BB+ BB BB-	BB+ BB BB-	Ba1 Ba2 Ba3	Սպեկուլյատիվ կարգ	Նշանակալի վարկային ռիսկ
B+ B B-	B+ B B-	B1 B2 B3		Վարկային ռիսկի բարձր աստիճան
CCC+ CCC CCC-	CCC+ CCC CCC-	Caa1 Caa2 Caa3		Վարկային ռիսկի չափազանց բարձր աստիճան
CC C	CC C	Ca		Դեֆոլտ կամ դեֆոլտին մոտ իրավիճակ, վերականգնման հնարավորությամբ
DDD DD D	DDD DD D	C		Դեֆոլտ, վերականգնման ցածր հավանականությամբ

Սույն սահմանումից կարող ենք եզրահանգել, որ ՀՀ ԿԲ միջազգային պահուստների կառավարման վերաբերյալ որոշումների կայացման բարձրագույն ատյանը ՀՀ ԿԲ Խորհուրդն է, որին և ստորադասվում է ՀՀ ԿԲ Ներդրումային հանձնաժողովը: ՀՀ ԿԲ-ում միջազգային պահուստների կառավարման համար պատասխանատու ստորաբաժանումն է Ֆինանսական վարչությունը:

[108] https://www.cnb.cz/en/monetary_policy/inflation_reports/2011/2011_IV/boxes_and_annexes/zoi_2011_IV_box_2.html, Չեխիայի Կենտրոնական Բանկ, "Rating Symbols and Definitions", Moody's Investors Service, London, December 2016, 48 pages, էջեր 4-5:

ԳԼՈՒԽ 3. ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՊԱՀՈՒՍՏՆԵՐԻ ԵԿԱՄՏԱԲԵՐՈՒԹՅԱՆ ԲԱՐՁՐԱՑԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ՝ ՀՀ ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՊԱՀՈՒՍՏՆԵՐԻ ՆԵՐԴՈՒՄԱՅԻՆ ՄԻՋԱՎԱՅՐԻ ՀԱՄԱՏԵՔՍՏՈՒՄ

3.1. Պետական պարտատոմսերի ֆյուչերսների տոկոսային եկամուտը

Այս բաժնում կանդրադառնանք ամենատարածված ֆյուչերսներից մեկի[109] տոկոսային եկամտի էության բացահայտմանը, ինչպես նաև կներկայացնենք այդ տոկոսային եկամտի հաշվարկման եղանակները: Տվյալ ֆինանսական գործիքի տոկոսային եկամտի բացահայտումն անհրաժեշտ է հաջորդ բաժիններում ներկայացվող հիմնախնդիրների համար լուծում հանդիսացող մարտավարությունների մշակման համար: Ուսումնասիրվող ֆյուչերսային պայմանագրերը՝ պետական պարտատոմսերի վրա հիմնված ֆյուչերսներ են՝ ԱՄՆ, գերմանական, ֆրանսիական պետական պարտատոմսերը: Թվարկված ֆյուչերսները ամենատարածվածներից են ակտիվների կառավարմամբ զբաղվող կազմակերպությունների շարքում, մասնավորապես՝ ֆիքսված եկամտաբերության ֆինանսական գործիքների (հիմնականում պարտատոմսեր) կառավարման մեջ մասնագիտացած ընկերությունների կողմից: Վերջիններիս շարքին կարելի է դասել նաև կենտրոնական բանկերին, որոնց միջազգային պահուստների գերակշիռ մասը ներդրված է ֆիքսված եկամտաբերության գործիքներում[110]:

Հատկանշական է նշել, որ ֆյուչերսային պայմանագրերը կիրառության տեսանկյունից ավելի նպատակահարմար են ցածր վարկանիշ (վարկային ռիսկի տեսանկյունից՝ վարկանշային կազմակերպությունների կողմից շնորհված) ունեցող կազմակերպությունների համար, քանի որ հանդիսանում են բորսայական գործիքներ և գործընկերների համար չեն ներկայացնում որևէ նշանակալի վարկային ռիսկ: Միևնույն ժամանակ, սվոփերը և ֆորվարդները շարունակում են հանդիսանալ արտաբորսա-

[109] http://www.cmegroup.com/market-data/volume-open-interest/exchange-volume.html
[110] A. Morahan, C. Mulder, "Survey Of Reserve Managers: Lessons From The Crisis", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2013, 34 pages, էջ 23:

յական գործիքներ և վարկային ռիսկ են ներկայացնում սվոփ կամ ֆորվարդ կնքած գործընկերների համար[111]:

Սույն ատենախոսության շրջանակներում չենք անդրադառնա ԱՄՆ և գերմանական պետական պարտատոմսերի բնութագրիչներին: Վերջիններս լայնորեն քննարկված և ներկայացված են արտասահմանյան գրականությունում[112], այդ իսկ պատճառով նպատակահարմար չէ կրկին անգամ վերլուծել արդեն իսկ բավականին լայն տարածում ստացած և ֆինանսական աշխարհի կողմից ակտիվորեն օգտագործվող հասկացությունները:

Սույն բաժնի նպատակն է մանրամասնել, ավելի հստակ ներկայացնել, ավելի արդյունավետ դարձնել արժեթղթերի պորտֆելի կառավարման գործընթացը: Հստակ չպատկերացնելով կնքված գործարքի ակնկալվող եկամտաբերությունը տարբեր սցենարներում՝ անհնար է իրագործել արդյունավետ ռազմավարություն: Այդ պարագայում կիրառված ռազմավարության դրական հետևանքները արդյունք են լինելու պատահականության:

Նախ և առաջ, սահմանենք տոկոսային եկամուտ հասկացությունը: **Տոկոսային եկամուտը, փողի շուկայի գործիքների և պարտատոմսերի պարագայում, այն եկամուտն է, որը ներդրումային հորիզոնի ընթացքում ստանում է ներդրում կատարած անձը, եթե փողի շուկայի գործիքի կամ պարտատոմսի՝ մինչև մարում եկամտաբերությունը[113] այդ ներդրումային հորիզոնի ընթացքում չի փոխվել[114]:** Օրինակ, եթե 10 տարի ժամկետով պարտատոմսը գնվել է 2% եկամտաբերությամբ, և անհրաժեշտ է հասկանալ, թե որքան տոկոսային եկամուտ կապահովի տվյալ պարտատոմսը կես տարի հետո, ապա անհրաժեշտ է հաշվարկել այն եկամուտը, որը կստացվի կես տարվա ընթացքում, եթե կես տարի հետո այն նույն պարտատոմսի եկամտաբերու-

---

[111] CFA Level II Volume 5 "Fixed Income and Derivatives", CFA Institute, Whiley, Charlottesville, 2016, 434 pages, էջեր 267-323, CFA Level I Volume 6 "Derivatives and Alternative investments", CFA Institute, Whiley, Charlottesville, 2016, 213 page, էջեր 5-56:

[112] J. Labuszewski, "Understanding Eurodollar Futures", CME Group, 2013, 24 pages, J. Labuszewski, M. Kamradt, D. Gibbs, "Understanding Treasury Futures", CME Group, 2013, 22 pages, http://www.eurexchange.com/exchange-en/products/int/fix/government-bonds/Euro-Bund-Futures/14770:

[113] Այսուհետ եկամտաբերություն ասելով կհասկանանք մինչև մարում եկամտաբերությունը:

[114] Սահմանումը տրվել է հեղինակի կողմից:

թյունը մնա անփոփոխ՝ 2%: Այս օրինակում, եկամտաբերության անփոփոխ մնալու պարագայում, կես տարվա ընթացքում ստացված եկամուտը հավասար կլինի այն եկամտաբերությանը, որով գնվել է տվյալ պարտատոմսը՝ 2%՝ հաշվեգրված կես տարվա համար: Միևնույն ժամանակ, անհրաժեշտ է հաշվի առնել ներդրված միջոցների ֆինանսավորման ծախսերը կամ այլընտրանքային արժեքը: Պարտատոմսերի շուկաներում արժեթղթերի առքը հաճախ ֆինանսավորվում է ռեպո շուկայում[115], որը համարվում է ֆինանսավորման ամենաապահով ձևերից մեկը՝ հաշվի առնելով գրավով ապահովված լինելու բնույթը: Միևնույն ժամանակ, ազատ դրամական միջոցների ներդրման պակաս ռիսկային տարբերակ են համարվում հակադարձ ռեպո գործարքները՝ հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ այդ պարագայում որոշակի ժամկետով դրամական միջոցները տրամադրողը փոխառուից ստանում է գրավ՝ որպես տվյալ գործարքի ապահովվածություն: Տոկոսային եկամուտը հաշվարկելու համար անհրաժեշտ է ենթադրություն կատարել պարտատոմսի և ռեպո տոկոսադրույքի հաշվեգրման եղանակի մասին[116]: Հաշվեգրման եղանակները տարբերվում են, կախված պարտատոմսերի տեսակներից, թողարկված արժույթներից, և տվյալ պարտատոմսի կամ ռեպո գործարքի համար տեղեկատվությունը կարող է ստացվել այպիսի առևտրային հարթակներից, ինչպիսիք են Bloomberg և Reuters-ը: Դիցուք՝ մեր օրինակում պարտատոմսի արժեկտրոնի հաշվեգրման մեթոդը փաստացի օրերի քանակ/365 է, իսկ ռեպո տոկոսադրույքի համար փաստացի օրերի քանակ/360 է (փաստացի օրերի քանակը ներդրումից ի վեր անցած օրացուցային օրերի քանակն է): Ենթադրենք նաև, որ այդ պարտատոմսի առքը ռեպո շուկայում հնարավոր է ֆինանսավորել 1%-ով: Արդյունքում, կես տարվա ընթացքում, պարտատոմսի եկամտաբերության անփոփոխ մակարդակի պարագայում, այդ պարտատոմսի առքից ստացված եկամուտը կկազմի՝

$$\mathbf{2\% * 182/365 - 1\% * 182/360 = 0.49\%} \qquad \mathbf{(1)}$$

[115] Ավելի մանրամասն ռեպո գործարքների մասին F. J. Fabozzi, "The Handbook of Fixed Income Securities", 7th Edition, McGraw-Hill, New-York, 2012, 1840 pages, էջ 1047:

[116] "Interest Rate Instruments and Market Conventions Guide", OpenGamma, London, December 2013, 64 pages:

Այսինքն, եթե ներդրում կատարող անձը չունի ազատ դրամական միջոցներ, ապա նա կարող է գնել պարտատոմսը 2% եկամտաբերությամբ, որպես գրավ տրամադրել այն ռեպո շուկայում, ներգրավել անհրաժեշտ դրամական միջոցները 1%-ով և ռեպո գործարքում ստացած միջոցները փոխանցել պարտատոմսը վաճառողին[117]: Այդ գործարքների պարագայում նա ներդրված միջոցների դիմաց կաշխատի 0.49%: Իսկ եթե ներդրողն ունի ազատ դրամական միջոցներ, ապա պարտատոմսի գնումից կստանա հավելյալ եկամուտ՝ 0.49%, քանի որ կարող էր կես տարով դրամական միջոցները ներդնել խիստ ցածր ռիսկ ունեցող կարճաժամկետ ռեպո շուկայում՝ 1%-ով:

Հաճախ ներդրում կատարող անձանց անհրաժեշտ է իմանալ, թե որքանով պետք է աճի պարտատոմսի եկամտաբերությունը, որպեսզի կորուստը պարտատոմսի գնի փոփոխությունից (այսուհետ՝ կապիտալի կորուստ – capital loss) եկամտաբերության աճի պարագայում հավասար լինի ներդրումային հորիզոնի ընթացքում ստացված տոկոսային եկամտին: Ասվածը հիմնավորվում է նրանով, որ պարտատոմսի եկամտաբերության փոփոխությունից կապիտալի կորուստը հավասար է[118]՝

Եկամտաբերության փոփոխություն * հորիզոնի վերջում պարտատոմսի դյուրացիա * պարտատոմսի շուկայական արժեք = կապիտալի կորուստ (2)

Եթե մեզ անհրաժեշտ է հաշվարկել, թե որքան պետք է լինի եկամտաբերության փոփոխությունը, որպեսզի կապիտալի կորուստը հավասար լինի տոկոսային եկամտին, և քանի որ կապիտալի կորուստը, տոկոսային եկամուտը տոկոսային արտահայտությամբ կախված չեն ներդրվող գումարի մեծությունից, ապա (2) բանաձևը կարող ենք ձևափոխել հետևյալ կերպ.

Եկամտաբերության փոփոխություն * հորիզոնի վերջում պարտատոմսի դյուրացիա = տոկոսային եկամուտ (3)

---

[117] Քանի որ հնարավոր է պարտատոմսի առքը և ռեպո գործարքի վերջնահաշվարկը իրականացնել նույն օրով, ապա ռեպո գործարքից միջոցները կստացվեն ռեպո գործընկերոջից և կփոխանցվեն պարտատոմսի վաճառողին նույն աշխատանքային օրվա ընթացքում:

[118] F. J. Fabozzi, "The Handbook of Fixed Income Securities", 7th Edition, McGraw-Hill, New-York, 2012, 1840 pages. էջ 198:

Եկամտաբերություն փոփոխություն = տոկոսային եկամուտ / հորիզոնի վերջում պարտատոմսի դյուրացիա (4)

Հենց (4) բանաձևում բերված տոկոսային եկամուտ / հորիզոնի վերջում պարտատոմսի դյուրացիա արտահայտությունն էլ ֆինանսական շուկաների մասնակիցների շրջանակում համարվում է տոկոսային եկամուտ՝ արտահայտված տոկոսով կամ բազիսային կետերով:

Հետևաբար, մեր օրինակում, տոկոսային եկամուտը հավասար կլինի՝

Տոկոսային եկամուտ = 0.49 / 4.5 = 0.11% **(5)**

Ներկայացնելով պարտատոմսի առքից ստացված տոկոսային եկամուտը՝ անցում կատարենք պետական պարտատոմսերի և տոկոսադրույքների ֆյուչերսների տոկոսային եկամտի ներկայացմանը:

ԱՄՆ և գերմանական պետական պարտատոմսերի ֆյուչերսների գործունեության մեխանիզմը գրեթե նույնն է: Հետևաբար՝ կներկայացնենք տոկոսային եկամտի էությունը և հաշվարկը 5 տարի ժամկետով ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի ֆյուչերսների օրինակով:

Կարող է թվալ, թե ԱՄՆ պետական պարտատոմսի ֆյուչերսի տոկոսային եկամուտը հավասար է այդ ֆյուչերսի հիմքում ընկած զամբյուղի ամենաէժան պարտատոմսի (cheapest to delivery (CTD) bond) եկամտաբերությանը[119]: Այսինքն, եթե գնում ենք 5 տարի ժամկետով ոչ պետական պարտատոմսը և հեջավորում շուկայական ռիսկը՝ վաճառելով 5 տարի ժամկետով ԱՄՆ պետական պարտատոմսի ֆյուչերս, ապա տոկոսային եկամուտը հավասար է գնված պարտատոմսի և վաճառված ֆյուչերսի CTD պարտատոմսի եկամտաբերությունների տարբերությանը: Օրինակ, եթե գնվել է IBRD-ի կողմից թողարկված պարտատոմսը՝ 3% եկամտաբերությամբ, իսկ ֆյուչերսը վաճառվել է այնպիսի գնով, որ CTD պարտատոմսի եկամտաբերությունը կազմել է 1.5%, իսկ ներդրումային հորիզոնը 3 ամիս է, ապա տվյալ մարտավարության տոկոսային եկամուտը կկազմի մոտ

[119] Ավելին, CTD-ի մասին F. J. Fabozzi, “The Handbook of Fixed Income Securities”, 7th Edition, McGraw-Hill, New-York, 2012, 1840 pages, էջ 1201:

(3% * 91/365 - 1.5% * 91/365) / 5[120] =
0.075% կամ 7.5 բազիսային կետ (6)

Այս բանաձևը հաշվի չի առնում մի կարևոր հանգամանք՝ ռեպո տոկոսադրույքը: Ֆյուչերսների գները ձևավորվում են այն հանգամանքից, որ հնարավոր չլինի ստանալ ռիսկից զերծ եկամտաբերությունից (այն հավասար է ռեպո տոկոսադրույքին. իհարկե, այնպիսի ռեպո գործարքի տոկոսադրույքի, որի գրավը ԱՄՆ պետական պարտատոմսերն են) բարձր եկամտաբերություն՝ գնելով CTD պարտատոմսը և վաճառելով պետական պարտատոմսի ֆյուչերսը և հակառակը: Այս սկզբունքը կոչվում է no arbitrage condition[121] և ընկած է բազմաթիվ ածանցյալների գնագոյացման հիմքում: Հետևաբար, եթե ներդրողն ունի ընտրություն հեջավորել ոչ պետական պարտատոմսի առքը՝ գրավելով կարճ դիրք, վաճառելով 5 տարի ժամկետայնությամբ ԱՄՆ պետական պարտատոմս, թե 5 տարի ժամկետայնությամբ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի ֆյուչերս, ապա նա կընտրի ավելի եկամտաբեր տարբերակը: Իսկ քանի որ, վարկային, շուկայական և այլ բազմաթիվ ռիսկերի տեսանկյունից ԱՄՆ պետական պարտատոմսը և նույնաժամկետ ֆյուչերսային պայմանագիրը համարժեք են, ապա նրանց եկամտաբերությունն էլ պետք է համարժեք լինի:

Արդյունքում, եթե որևէ ներդրող փորձի գնել CTD պարտատոմսը և վաճառել համապատասխան ԱՄՆ պետական պարտատոմսի ֆյուչերսը, ապա նրա տոկոսային եկամուտը տվյալ մարտավարությունից պետք է կազմի 0%: Իսկ ինչպես արդեն ներկայացրեցինք, պարտատոմսի առքից ստացված տոկոսային եկամուտը հավասար է՝

Գնված պարտատոմսի տոկոսային եկամուտ = (գնված պարտատոմսի եկամտաբերություն * ներդրումային հորիզոն/365 – ռեպո տոկոսադրույք * ներդրումային հորիզոն/360)/ներդրումային հորիզոնի վերջում պարտատոմսի դյուրացիա (7)

---

[120] Պետք է հաշվի առնել, որ ներդրումային հորիզոնի վերջում պարտատոմսի դյուրացիան փոքր կլինի 5-ից, օրինակում դա արտահայտված չէ հաշվարկների պարզության համար:
[121] Ավելին CTD-ի մասին F. J. Fabozzi, "The Handbook of Fixed Income Securities", 7th Edition, McGraw-Hill, New-York, 2012, 1840 pages. էջ 1201:

Հետևաբար, ԱՄՆ պետական պարտատոմսի վրա հիմնված ֆյուչերսի տոկոսային եկամուտն էլ կկազմի՝

ԱՄՆ պետական պարտատոմսի ֆյուչերսի տոկոսային եկամուտ = (CTD պարտատոմսի եկամտաբերություն * ներդրումային հորիզոն / 365 – ռեպո տոկոսադրույք * ներդրումային հորիզոն / 360) / ներդրումային հորիզոնի վերջում պարտատոմսի դյուրացիա (8)

Նմանապես, ֆյուչերսի վաճառքի պարագայում տոկոսային կորուստը, այն գումարը, որը ներդրողը կկորցնի, վաճառելով ԱՄՆ պետական պարտատոմսի ֆյուչերսը, եթե ենթադրենք, որ ներդրումային հորիզոնի վերջում ֆյուչերսի հիմքում ընկած CTD պարտատոմսի եկամտաբերությունը մնացել է անփոփոխ, կկազմի՝

ԱՄՆ պետական պարտատոմսի ֆյուչերսի տոկոսային կորուստ = (CTD պարտատոմսի եկամտաբերություն * ներդրումային հորիզոն / 365 – հակադարձ ռեպո տոկոսադրույք * ներդրումային հորիզոն/360)/ներդրումային հորիզոնի վերջում պարտատոմսի դյուրացիա (9)

Օրինակ, եթե գնվել է 5 տարի ժամկետայնություն ունեցող ոչ պետական պարտատոմս՝ 3% եկամտաբերությամբ և վաճառվել է ԱՄՆ պետական պարտատոմսի ֆյուչերս, որի CTD պարտատոմսի եկամտաբերությունը վաճառքի ժամանակ կազմել է 1.5%, իսկ 3 ամիս ժամկետայնությամբ ռեպո տոկոսադրույքի այդ ժամանակ կազմել է 0.5%, ապա տվյալ մարտավարությունից տոկոսային եկամուտը 3 ամսվա ընթացքում կկազմի՝

Իրականացրած մարտավարության տոկոսային եկամուտ = (3% * 91/365 – (1.5% * 91/365 – 0.5% * 91/360)) / 5[122] = 0.1% կամ 10 բազիսային կետ (10)

Այսինքն, մոտ 2.5 բազիսային կետ ավելի, քան եթե մենք հաշվի չառնենք ռեպո տոկոսադրույքի ազդեցությունը ֆյուչերսի գնի վրա: Նշենք, որ եթե ներդրումային հորիզոնը լիներ կես տարի, ապա այդ երկու բանաձևերի միջև տարբերությունը կկազմեր արդեն 5 բազիսային կետ, և այդ տարբերությունն ավելի նշանակալի է, որքան ավելի երկար է ներդրումային հորիզոնը:

[122] Պետք է հաշվի առնել, որ ներդրումային հորիզոնի վերջում պարտատոմսի դյուրացիան փոքր կլինի 5-ից, օրինակում դա արտահայտված չէ հաշվարկների պարզության համար:

Հարց կարող է ծագել, թե ինչու իրականացրած մարտավարության՝ ոչ պետական պարտատոմսի հեջավորման, տոկոսային եկամտի հաշվարկի ժամանակ հաշվի չի առնվել այդ ոչ պետական պարտատոմսի ֆինանսավորման ծախսը կամ այլ-ընտրանքային արժեքը: Հանուն արդարության պետք է նշել, որ այդ այլընտրանքային արժեքը պետք է հաշվի առնել մարտավարության տոկոսային եկամտի հաշվարկի ժամանակ: Սակայն մեր նպատակն է ներկայացնել պարտատոմսի ֆյուչերսի տոկոսային եկամուտը, և բանաձևերը հնարավորինս պարզ պահելու համար բանաձև 10-ում բացակայում է ոչ պետական պարտատոմսի այլընտրանքային արժեքը:

Հատկանշական է նաև, թե ինչպես է արտահայտվում տոկոսային եկամուտը/կորուստը տվյալ ֆյուչերսային պայմանագրի առք/վաճառքի պարագայում, եթե ֆյուչերսի առք/վաճառքն, իր հերթին, չի ենթադրում ուղղակիորեն ոչ CTD պարտատոմսի կամ որևէ այլ պարտատոմսի արժեկտրոնի կամ կուտակված տոկոսագումարի ստացում/վճարում: Ոչ էլ այն ենթադրում է առանձին ռեպո/հակադարձ ռեպո գործարքի կնքում: **Ներկայացվող ֆյուչերսների տոկոսային եկամուտը արտահայտվում է ֆյուչերսի գնի փոփոխությամբ:** Անկախ տոկոսադրույքների մակարդակի փոփոխությունից, յուրաքանչյուր օր ԱՄՆ պետական պարտատոմսի ֆյուչերսի գինը փոխվում է այնպես, որպեսզի ապահովի համապատասխան տոկոսային եկամուտը երկար դիրք գրաված ներդրողների, և տոկոսային կորուստը կարճ դիրք գրաված ներդրողների համար: Այս դրույթը ակնհայտ է դառնում ֆյուչերսի գնի բանաձևի դիտարկման ժամանակ՝

$$F = P - P * t * (y - r)^{123} \quad (11)$$

F – ֆյուչերսի գին

P – պարտատոմսի գին (clean price)

t – ներդրումային հորիզոն/365 կամ / այլ հիմք

[123] F. J. Fabozzi, "The Handbook of Fixed Income Securities", 7th Edition, McGraw-Hill, New-York, 2012, 1840 pages. էջ 1194 և հեղինակի ձևափոխություններ:

y – պարտատոմսի՝ մինչև մարում եկամտաբերություն

r – ռեպո տոկոսադրույք:

Բանաձևում, ըստ սահմանման՝ y-r-ը տոկոսային եկամուտն է, և երևում է, որ երբ ներդրումային հորիզոնը կրճատվում է, այսինքն երբ մոտենում ենք ներդրումային հորիզոնի վերջին՝ t-ն նվազում է, ֆյուչերսի գինը, այլ հավասար պայմաններում, աճում է P * (y – r) չափով: Արդյունքում, երկար դիրք գրաված անձը ստանում է եկամուտ P * (y – r) չափով, իսկ կարճ դիրք գրաված՝ կորցնում: Նկատենք, որ P * (y – r)-ը տոկոսային եկամուտն է դոլարային արտահայտությամբ:

Անհրաժեշտ է ուշադրություն դարձնել նաև, թե ինչպիսի ռեպո տոկոսադրույք է կիրառվում վերը բերված հաշվարկներում: Նախ, այն այնպիսի ռեպո գործարքի տոկոսադրույքն է, որի համար գրավ են հանդիսանում ԱՄՆ պետական պարտատոմսերը: Քանի որ ներկայացվող ֆյուչերսի հիմքում ընկած են ԱՄՆ պետական պարտատոմսերը, ապա պետք է կիրառվի համանման ռիսկ ենթադրող ռեպո տոկոսադրույք: Երկրորդը, ի՞նչ ժամկետայնության ռեպո տոկոսադրույք պետք է կիրառվի: Ժամկետայնությունը պետք է հավասար լինի ներդրումային հորիզոնին, քանի որ ներդրողին հետաքրքրում է, թե որքան եկամուտ նա կստանա իր ներդրումային հորիզոնի ընթացքում: Երրորդը, կիրառվող ռեպո տոկոսադրույքով մասնագիտացած ֆինանսական կազմակերպությունները՝ ներդրումային բանկերը, սպեկուլյատիվ տարատեսակ ֆոնդերը, ակտիվների կառավարման մեջ մասնագիտացած խոշոր ֆոնդերը պետք է կարողանան ռեպո գործարքներ կնքել՝ կանխելու համար արբիտրաժի հնարավորությունը, հետևաբար և տոկոսային եկամտի տարբերությունը ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի և ԱՄՆ պետական պարտատոմսի ֆյուչերսների միջև:

Այդպիսի ռեպո/հակադարձ ռեպո տոկոսադրույքների մասին տեղեկատվություն կարող է ստացվել օրինակ Bloomberg տեղեկատվական հարթակի MMR էջում:

Bid-ը ռեպո տոկոսադրույքն է, որով հնարավոր է ռեպո դիլերից համապատասխան գրավի առկայության դեպքում ներգրավել փոխառու միջոցներ՝ ռեպո տոկոսադրույք, իսկ Ask տոկոսադրույքն այն տոկոսադրույքն է, որով հնարավոր է դիլերին

տրամադրել փոխառու միջոցներ՝ համապատասխան գրավի դեպքում. հակադարձ ռեպո տոկոսադրույք:

Ֆյուչերսի հիմքում ընկած պարտատոմսերի զամբյուղի և CTD պարտատոմսի մասին տեղեկատվություն հնարավոր է ստանալ ևս Bloomberg տեղեկատվական հարթակի միջոցով:

Աղյուսակ 10

ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի գրավով ռեպո տոկոսադրույքներ, %[124]

8:37 REPURCHASE AGREEMENT RATES Page 1 / 2

SECURITY	TIME	BID	ASK	LAST	HIGH	LOW	CLOSE
GOVERNMENT							
3) O/N	2:05	.4100	.3800	.3950	.4100	.3950	.3950
4) 1 Week	2:05	.4500	.4300	.4400	.4500	.4400	.4400
5) 2 Week	2:05	.4700	.4400	.4550	.4700	.4550	.4550
6) 3 Week	2:05	.5600	.4600	.5100	.5600	.5100	.5100
7) 1 Month	2:05	.5600	.5300	.5450	.5600	.5450	.5450
8) 2 Month	2:05	.5700	.5400	.5550	.5700	.5550	.5550
9) 3 Month	2:05	.5800	.5500	.5650	.5800	.5650	.5650
MORTGAGE							
14) O/N	2:05	.4200	.3800	.4000	.4200	.4000	.4000
15) 1 Week	2:05	.4800	.4500	.4650	.4800	.4650	.4650
16) 2 Week	2:05	.4800	.4500	.4650	.4800	.4650	.4650
17) 3 Week	2:05	.5800	.5500	.5650	.5800	.5650	.5650
18) 1 Month	2:05	.5800	.5500	.5650	.5800	.5650	.5650
19) 2 Month	2:05	.6400	.6000	.6200	.6400	.6200	.6200
20) 3 Month	2:05	.6400	.6000	.6200	.6400	.6200	.6200

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2016 Bloomberg Finance L.P.
SN 533748 GST GMT+4:00 H266-4388-0 15-Mar-2016 08:37:07

Այս բաժնում անդրադարձանք ԱՄՆ և գերմանական պետական պարտատոմսերի ֆյուչերսների տոկոսային եկամտի բացահայտմանը: Որպես ամենատարածված ֆյուչերսային պայմանագրերից մեկը, վերջիններս կարևոր դեր կարող են խաղալ ինչպես իրականացվող մարտավարությունների շուկայական ռիսկի կրճատման, այնպես էլ վերջիններիս եկամտաբերության ավելացման տեսանկյունից: Հատկանշական է նշել նաև ռեպո տոկոսադրույքի կարևորությունը ֆյուչերսների այս տեսակի տոկոսային եկամտի հաշվարկի ժամանակ:

[124] Աղբյուրը՝ Bloomberg anywhere terminal data:

Աղյուսակ 11

5 տարի ժամկետայնությամբ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի CTD[125]

FVH6 s119-28+ 119-29+ / 119-30 11 x 14
As of Close 14 Mar Vol 21 OpenInt 86147
FVH6 Comdty 77) Export to Exce 98) Settings Cheapest-to-Deliver
US 5YR NOTE (CBT) Mar16 Price 119-28+ Trade 03/15/16 Delivery 04/05/16
Sort By Settle 03/16/16 Cheapest IRP -0.026
Implied Repo Decreasing Prices in Decimals Days 20 Act / 360

Cash Security	Price	Source	Conven Yield	Conver Factor	Gro/Bas (32nds)	Implied Repo%	Actual Repo%	Net/Bas (32nds)
Adjust Value								
1) T 1 1/2 05/31/20 (CTD)	100-10 3/4	BGN	1.4173	0.8362	2.669	-0.026	0.053	0.141
2) T 1 5/8 06/30/20	100-25 3/4	BGN	1.4308	0.8380	10.763	-4.397	0.053	8.001
3) T 1 5/8 07/31/20	100-24 3/4	BGN	1.4419	0.8352	20.505	-9.831	0.053	17.743
4) T 1 3/8 08/31/20	99-23 1/4	BGN	1.4385	0.8228	34.578	-18.144	0.053	32.281
5) T 1 3/8 09/30/20	99-20 1/4	BGN	1.4588	0.8199	42.704	-22.647	0.053	40.394
6) T 1 3/8 10/31/20	99-19 1/4	BGN	1.4643	0.8170	52.830	-28.323	0.053	50.507
7) T 1 5/8 11/30/20	100-24 1/4	BGN	1.4577	0.8242	62.207	-32.986	0.053	59.461
8) T 1 3/4 12/31/20	101-07 3/4	BGN	1.4803	0.8265	68.883	-36.430	0.053	65.902
9) T 1 3/8 01/31/21	99-15 3/4	BGN	1.4832	0.8084	82.323	-45.099	0.053	80.000
10) T 1 1/8 02/28/21	98-11 1/8	BGN	1.4719	0.7951	96.724	-54.175	0.053	94.860

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2016 Bloomberg Finance L.P.
SN 533748 GST GMT+4:00 H266-4388-1 15-Mar-2016 08:46:23

3.2 ԱՄՆ ֆինանսական շուկաների նոր մարտահրավերը և միջազգային պահուստների կառավարման արդյունավետությունը

Ապահովության և իրացվելիության հետ մեկտեղ, ԱՄՀ կողմից միջազգային պահուստների կառավարման սկզբունքներից է նաև եկամտաբերությունը[126]: Կենտրոնական բանկի միջազգային պահուստներից ստացված եկամուտների կրճատումը ավելացնում է պետության արտաքին պարտքի սպասարկման բեռը, ինչպես նաև կարող է նպաստել գնաճային ճնշումների՝ հաշվի առնելով կենտրոնական բանկի՝ ոչ բյուջետային հաստատություն[127] լինելու հանգամանքը:

Միևնույն ժամանակ, կենտրոնական բանկերի միջազգային պահուստների շուրջ 60 տոկոսը[128] ներդրված է ԱՄՆ դոլարով արտահայտված ֆինանսական գործիքներում: Այդ միջոցները ներդրվում են համապատասխան ֆինանսական գործիքներում՝

[125] Աղբյուրը՝ Bloomberg anywhere terminal data:
[126] Monetary and Capital Markets Department, "Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2013, 39 pages. էջ 5:
[127] Մասնավորապես ՀՀ-ում:
[128] Bloomberg anywhere terminal data:

ավելացնելու միջազգային պահուստների եկամտաբերությունը[129]: Արդյունքում, ԱՄՆ ֆինանսական շուկայի ինչպես դրական, այնպես էլ բացասական զարգացումներն էական ազդեցություն ունեն կենտրոնական բանկերի միջազգային պահուստների կառավարումից ստացված եկամտի վրա:

Նշենք, որ ԱՄՆ դոլարով ներդրվող միջոցներից բարձր եկամուտ ապահովելու հնարավորությունները կրճատվել են՝ հաշվի առնելով 2008թ-ից[130] ի վեր ԱՄՆ-ում և այլ զարգացած երկրներում աննախադեպ խթանող դրամավարկային քաղաքականության բնույթը[131] և որպես հետևանք՝ առավել բարձր վարկանիշ[132] ունեցող պետական, գործակալական և վերազգային պարտատոմսերի եկամտաբերության նվազումը:

Միջազգային պահուստներից ստացված եկամտի նվազմանը նպաստում էին նաև 2013թ-ից ԱՄՆ FED-ի կողմից ակտիվների գնման ծրագրի ներքո իրականացվող պարտատոմսերի ամսական գնման ծավալների կրճատման վերաբերյալ սպասումները[133] և որպես հետևանք՝ տոկոսադրույքների բարձրացման սպասումների ձևավորման արդյունքում առավել կարճաժամկետ և ավելի ցածր եկամտաբերություն ապահովող պարտատոմսերում ներդրումներ կատարելու գրավչության աճը: Այս սպասումների ձևավորման արդյունքում 2013թ-ին ԱՄՆ երկարաժամկետ (7 տարուց երկար) պարտատոմսերի տոկոսադրույքները[134] աճեցին մոտ 1%-ով ՝ հանգեցնելով այդ պարտատոմսերի գների անկման 7-20%-ով, ինչը հանգեցրել է վերջիններիս գծով ընդհանուր կորստի՝ հաշվի առնելով տոկոսադրույքների ցածր մակարդակը (1.5-2%):

---

[129] A. Morahan, C. Mulder, "Survey Of Reserve Managers: Lessons From The Crisis", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2013, 34 pages էջ 23:

[130] https://www.ft.com/content/2b3c6398-7f3f-11e6-8e50-8ec15fb462f4

[131] M. Labonte, "Monetary Policy and Federal Reserve: Current Policy and Conditions", Congressional Research Service, DC, February 7, 2017, 22 pages, F. Mishkin "Is Monetary Policy Effective During Financial Crisis?", NBER Working Paper Series, Cambridge, January 2009, 15 pages.

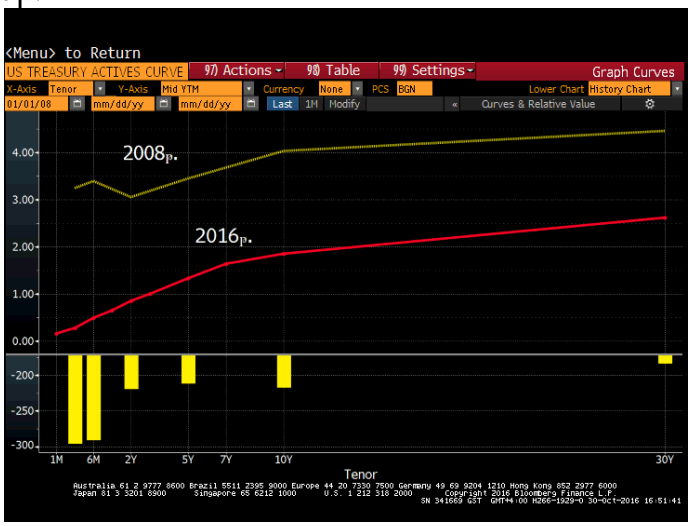
[132] Խոսքը վարկանշային կազմակերպությունների (Standard&Poor's, Moody's, Fitch Ratings) կողմից շնորհված վարկանիշերի մասին է:

[133] http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-09-15/this-bond-market-sell-off-looks-a-lot-like-taper-tantrum-the-sequel, C.J Neely "Lessons From The Taper Tantrum", Federal Reserve Bank of St. Louis, Economic Synopses, January 2014, 2 pages, Statement by Ben S. Bernanke Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System before the Joint Economic Committee U.S. Congress May 22, 2013, 8 pages:

[134] Սույն ատենախոսությունում պարտատոմսի եկամտաբերության ներքո կհասկանանք պարտատոմսի մինչև մարում եկամտաբերությունը (yield to maturity):

ՈՒ թեև 2014թ-ից այդ պարտատոմսերի եկամտաբերությունը նշանակալիորեն նվազել է, սակայն երկարաժամկետ տոկոսադրույքների աճը բացառված չէ՝ հաշվի առնելով 2015թ. դեկտեմբերին ԱՄՆ դաշնային պահուստային համակարգի կողմից հիմնական դրամավարկային տոկոսադրույքի 0.75 բազիսային կետով[135] բարձրացումը և այս տոկոսադրույքի հետագա բարձրացման վերաբերյալ առաջատար ֆինանսական կազմակերպությունների սպասումներն[136] ու երկարաժամկետ տոկոսադրույքների ներկայիս խիստ ցածր մակարդակը:

Արդյունքում, երկարաժամկետ պարտատոմսերում ներդրումների իրականացումը, մասնավորապես 2013թ-ից հետո ռիսկային էր՝ հաշվի առնելով հնարավոր կորուստները՝ պայմանավորված երկարաժամկետ պարտատոմսերի գների նշանակալի անկման հնարավորությամբ:



Գծապատկեր 24. ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության կորի փոփոխությունը, 2008թ-2016թ.[137]

Մյուս կողմից, կարճաժամկետ տոկոսադրույքների ցածր՝ 0-0.5%[138] մակարդակի պարագայում ավելի մեծ կարևորություն են ստանում այնպիսի մարտավարությունների իրականացումը, որոնք, չառաջացնելով լրացուցիչ նշանակալի ռիսկեր, կարող են

[135] FEDERAL RESERVE PRESS RELEASE, Board of Governors of The Federal Reserve System, December, 2015, 3 pages, FEDERAL RESERVE PRESS RELEASE, Board of Governors of The Federal Reserve System, December, 2016, 3 pages, FEDERAL RESERVE PRESS RELEASE, Board of Governors of The Federal Reserve System, March, 2017, 3 pages:
[136] Աղբյուր՝ Bloomberg anywhere terminal data:
[137] Աղբյուրը՝ Bloomberg anywhere terminal data:
[138] Աղբյուր՝ Bloomberg anywhere terminal data:

ապահովել որոշակի լրացուցիչ եկամուտ: Այս մարտավարությունների կիրառման արդիականություն էլ ավելի ակնառու է ցածր տոկոսադրույքների պարագայում:

Գծապատկեր 25. ԱՄՆ կարճաժամկետ և երկարաժամկետ պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքները, 2003-2016թթ.[139]

Այս տիպի մարտավարություններից մեկը ենթադրում է երկարաժամկետ ոչ պետական պարտատոմսի առք և շուկայական ռիսկի հեջավորում[140]: Արդյունքում, կարող է գնվել բարձր վարկանիշ ունեցող միջնաժամկետ կամ երկարաժամկետ պարտատոմս խիստ ցածր վարկային ռիսկով, օրինակ՝ AAA ՄՋՀԲ (IBRD) կողմից թողարկված պարտատոմս, և շուկայական ռիսկը կարող է հեջավորվել տոկոսադրույքի ֆյուչերսային կամ տոկոսադրույքի սվոփ գործարքներով:

Մարտավարության արդյունքում ակնկալվող եկամտի աղբյուրներն են ոչ պետական պարտատոմսի և պետական պարտատոմսի եկամտաբերության տարբերությունից ստացված տոկոսային եկամուտը և այդ տարբերության նվազման՝ այսինքն՝ տվյալ պարտատոմսի վարկունակության աճի կամ այլ պատճառներով պահանջարկի աճի արդյունքում ստացված եկամուտը[141]:

---

[139] Աղբյուրը՝ Bloomberg anywhere terminal data:

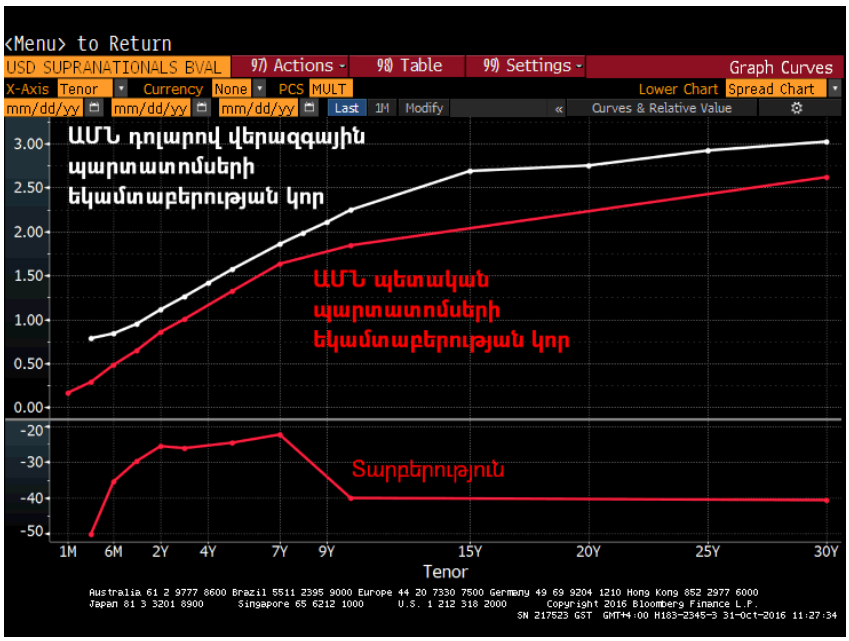
[140] J. Labuszewski, “Understanding Eurodollar Futures”, CME Group, 2013, 24 pages.

[141] Մարտավարությունից ստացված եկամտի հաշվարկման բանաձևերի համար տես՝ A. Illmanen “A Framework for Analyzing Yield Curve Trades ”, Salomon Brothers, New York, 1995, 28 pages էջ 11 և 21: Մարտավարությունից ստացված եկամտի համապարփակ ուսումնասիրության համար տես A. Illmanen, “Overview of Forward Rate Analysis”, Salomon Brothers, New York, 1995, 22 pages, A. Illmanen “Market’s rate expectations and forward rates”, Salomon Brothers, New York, 1995, 23 pages, A. Illmanen, “Does Duration Extension Enhance Long-Term Expected Return”, Salomon BrothersNew York, 1995, 20 pages, A.

Գծապատկեր 26-ից տեսնում ենք, որ ԱՄՆ դոլարով վերազգային պարտատոմսերը՝ կախված ժամկետայնությունից, 0.2-0.40% ավելի բարձր եկամտաբերություն են ունեցել, քան ԱՄՆ դոլարով ամենաապահով ակտիվները՝ ԱՄՆ պետական պարտատոմսերը:

Միևնույն ժամանակ, սպրեդի նեղացումից ստացված եկամուտը կարող է անգամ գերազանցել այդ հավելյալ տոկոսային եկամուտը:

Կախված այդ տարբերության՝ սպրեդի էվոլյուցիայից և վերազգային պարտատոմսերի պահանջարկի ու վարկունակության վերաբերյալ սպասումներից, ինչպես նաև առանձին վերազգային պարտատոմսերի գերագնահատված/թերագնահատված լինելու հանգամանքից, միջազգային պահուստների կառավարիչը կարող է եզրահանգել, որ տվյալ պարտատոմսի առքը նպատակահարմար է և կարող է նշանակալի եկամուտ ապահովել:



Գծապատկեր 26. ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի և ԱՄՆ դոլարով վերազգային կազմակերպությունների եկամտաբերության կորերը, հոկտեմբեր 2016թ.[142]

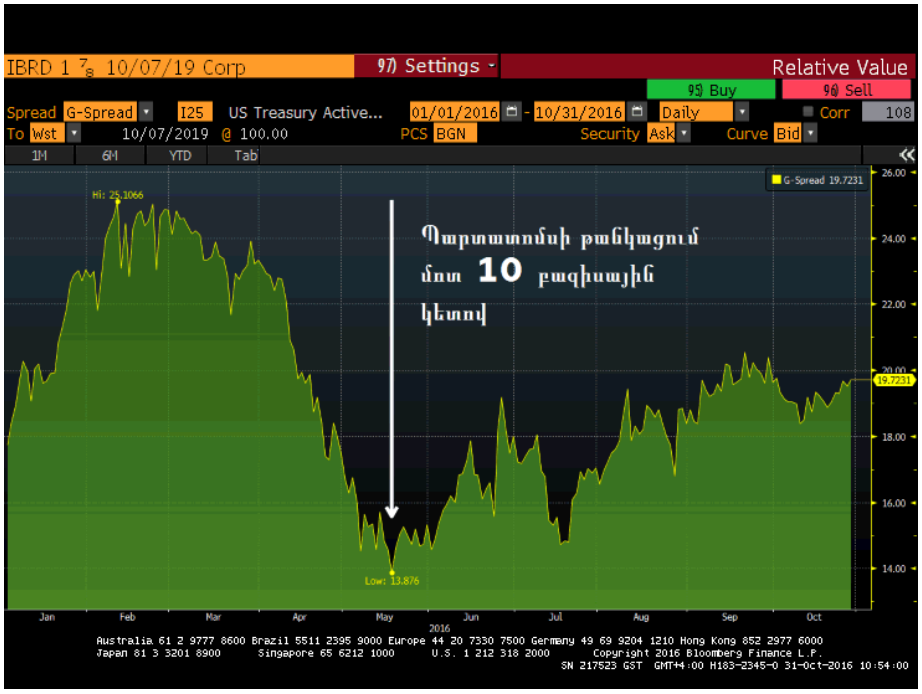
Illmanen, "Forecasting U.S. bond returns", Salomon Brothers, Antti Illmanen, New York, 1995, pages 24, A. Illmanen, "Convexity Bias and the Yield Curve", Salomon Brothers, Antti Illmanen, New York, 1995, pages 26, A. Illmanen, "The Dynamics of the Shape of the Yield Curve: Empirical Evidence, Economic Interpretations and Theoretical Foundations", Salomon Brothers, Antti Illmanen, New York, 1995, pages 26:

[142] Աղբյուրը՝ Bloomberg anywhere terminal data:

Գծապատկեր 27-ում ներկայացված է IBRD կողմից թողարկված ԱՄՆ դոլարով պարտատոմսը, որը 2016թ. փետրվարի դրությամբ ունեցել է մոտ 3 տարի 8 ամիս ժամկետայնություն և որի դյուրացիան կազմել է 3.5[143]:

Գծապատկերից երևում է, որ փետրվարին տվյալ պարտատոմսի և նույնաժամկետ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի եկամտաբերության տարբերությունը կազմել է մոտ 25 բազիսային կետ[144], իսկ ապրիլի վերջին մոտ 15 բազիսային կետ:

Այսինքն, եթե փետրվարին գնվեր տվյալ պարտատոմսը, հեջավորվեր նույնաժամ-կետ ԱՄՆ պետական պարտատոմսով, և վաճառվեր մայիս ամսին, ապա տվյալ մարտավարությունից ստացված եկամուտը կկազմեր՝



Գծապատկեր 27. IBRD կողմից թողարկված 3 տարի ժամկետայնությամբ պարտատոմսի սպրեդի նեղացում[145]

Մարտավարությունից ստացված եկամուտ[146] =

(25-15)*3.5+25*(3/12)[147]=41 բազիսային կետ կամ 0.4% **(12)**

---

[143] Դյուրացիայի մասին ավելի մանրամասն F. J. Fabozzi, "The Handbook of Fixed Income Securities", 7th Edition, McGraw-Hill, New-York, 2012, 1840 pages, էջ 197:

[144] 1 բազիսային կետ=0.01%:

[145] Աղբյուրը՝ Bloomberg anywhere terminal data:

[146] Մարտավարությունից ստացված եկամտի հաշվարկման բանաձևերի համար տես՝ A. Illmanen "A Framework for Analyzing Yield Curve Trades ", Salomon Brothers, New York, 1995, 28 pages, էջ 11,21:

Այս եկամուտը մարտավարությունից ստացված բացարձակ եկամուտը չէ, այլ հավելյալ եկամուտն է նույնաժամկետ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի նկատմամբ, քանի որ գործարքը հեջավորվել էր հենց ԱՄՆ պետական պարտատոմսի վաճառքի միջոցով:

Որպես այլընտրանք կարող է դիտարկվել 1 տարի ժամկետայնությամբ ԱՄՆ դոլարով IBRD կողմից թողարկված պարտատոմսը, որի եկամտաբերության տարբերությունը 2016 փետրվարի դրությամբ, նույնաժամկետ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի նկատմամբ կազմել է մոտ 20 բ.կ.[148]: Այսինքն, 1 տարվա ընթացքում այդ պարտատոմսը գնելու պարագայում եկամուտը պետական պարտատոմսի համեմատ կկազմի 20 բ.կ.:

Վերոնշյալից կարող ենք եզրահանգել, որ 3 տարի ժամկետայնությամբ ոչ պետական պարտատոմսը գնելու պարագայում ստացված եկամուտը 3 ամսվա ընթացքում կարող է մոտ 2 անգամ գերազանցել 1 տարի ժամկետայնությամբ պարտատոմսի առքից ամբողջ տարվա համար ստացած եկամուտը:

Այժմ անդրադառնանք 2 տարուց երկար և 5 տարուց կարճ ժամկետայնությամբ[149] ոչ պետական պարտատոմսի առքի և հեջավորման խոչընդոտներին, որը կրճատում է միջազգային պահուստների եկամտաբերության աճը: Այս բաժնի նպատակն էլ հենց այդ խոչընդոտների շրջանցումն ու 2-5 տարի ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի առքի և հեջավորման հնարավորության ապահովումն է, որը կարող է նշանակալիորեն ավելացնել միջազգային պահուստների եկամտաբերությունը:

ԱՄՆ դոլարով արտահայտված պարտատոմսերի հեջավորման համար լայն տարածում ստացած ածանցյալ գործիքներն են՝

1. ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի վրա հիմնված ֆյուչերսները[150],
2. Eurodollar ֆյուչերսային պայմանագրերը[151],

---

[147] 3/12-ներդրումային հորիզոնը փետրվարից ապրլ՝ 3 ամիս:
[148] Աղբյուր՝ Bloomberg anywhere terminal data:
[149] Սույն ատենախոսությունում օգտագործվում է նաև 2-5 տարի նշանակում վերոնշյալ պարտատոմսերի համար:
[150] Ավելի մանրամասն՝ G. D. Burghardt, T. M. Belton, "The Treasury Bond Basis: An In-Depth Analysis for Hedgers, Speculators, and Arbitrageurs", Third Edition, McGraw-Hill, New York, 2005, 320 pages

3. տոկոսադրույքի սվոփ գործարքները[152]

Eurodollar ֆյուչերսային պայմանագրերը մոտարկում են սվոփ գործարքներ՝ բացառությամբ առկա որոշ տարբերությունների, ինչպիսիք են եկամտաբերություն/գին գծային կապը, բորսայական ածանցյալ գործիք հանդիսանալը և իրացվելիությունը[153]:

Արդյունքում, յուրաքանչյուր ժամկետայնության ոչ պետական պարտատոմսի առքի հետևանքով առաջացած շուկայական ռիսկը հնարավոր է հեջավորել երկու կորերով՝ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի կորով կամ սվոփ կորով:

Սակայն որպես հեջավորման գործիք ընտրելիս միջազգային պահուստների կառավարիչը բախվում է հետևյալ խնդիրներին՝

1. Բորսայում շրջանառվում է միայն 2, 5, 7, 10, 30 տարի ժամկետայնությամբ պետական պարտատոմսերի ֆյուչերսներ[154]: Արդյունքում, հեջավորելով օրինակ 3 տարի ժամկետայնությամբ ոչ պետական պարտատոմսը 2 կամ 5 տարի ժամկետայնությամբ ֆյուչերսով, առաջացնում է լրացուցիչ ևս մեկ ռիսկ՝ եկամտաբերության կորի ռիսկ[155], որը կարող է հանգեցնել նշանակալի կորուստների՝ անկախ գնված պարտատոմսի կատարողականից: Եկամտաբերության կորի 2-3 տարի հատվածի եկամտաբերությունների տարբերությունը կարող է փոխվել մոտ 200 բ.կ.-ով ճգնաժամային իրավիճակներում և 30-50 բ.կ.՝ ոչ ճգնաժամային իրավիճակներում[156]: Butterfly մարտավարության կիրառման միջոցով, օրինակ 3 (2 տարուց երկար 5-ից կարճ յուրաքանչյուր ժամկետայնություն ունեցող պարտատոմս հնարավոր է վերլուծել այս մեթոդով) տարի ժամկետայնությամբ ոչ պետական պարտատոմսի հեջավորման պարագայում (3 տարի

---

[151] Ավելի մանրամասն՝ G. D. Burghardt "The Eurodollar Futures and Options Handbook", McGraw-Hill, Boston, 2003, 350 pages:

[152] F. J. Fabozzi, "The Handbook of Fixed Income Securities", 7th Edition, McGraw-Hill, New-York, 2012, 1840 pages, էջ 1249:

[153] Ավելի մանրամասն՝ G. D. Burghardt "The Eurodollar Futures and Options Handbook", McGraw-Hill, Boston, 2003, 350 pages:

[154] https://www.cmegroup.com/trading/interest-rates/#uSTreasuries

[155] F. J. Fabozzi, "The Handbook of Fixed Income Securities", 7th Edition, McGraw-Hill, New-York, 2012, 1840 pages, էջ 25, ՀՀ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության կորի վերլուծության համար տե՛ս Վ. Մելիք-Փարսադանյան, Ա. Գրիգորյան, Հ. Մաթևոսյան, «ՀՀ պետական պարտատոմսերի սփոթ կորի ռիսկ պրեմիան և ուռուցիկությունը», Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա, N5-6 (189-190), 2016, էջեր 39-43:

[156] Հեղինակի հաշվարկներ, Bloomberg anywhere terminal data:

ժամկետայնությամբ պարտատոմսի առք, 2 և 5 տարի ժամկետայնությամբ ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի ֆյուչերսների վաճառք) ոչ պետական պարտատոմսի առքի և հեջավորման մարտավարությունը կախված է լինելու 2-3-5 Butterfly-ի փոփոխությունից, որը կարող է կազմել 60 բ.կ.[157]: Մասնավորապես, ցածր տոկոսադրույքների պարագայում, 50-60 բ.կ. կորուստը կարող է էական վնաս հասցնել պահուստների եկամտաբերությանը՝ հաշվի առնելով պարտատոմսերի առքից ստացված ցածր տոկոսային եկամուտը:

2. Այլընտրանքային մոտեցում է 2-5 տարի ժամկետայնությամբ ոչ պետական պարտատոմսերի շուկայական ռիսկը հեջավորել Eurodollar ֆյուչերսային պայմանագրերի կամ սվոփ գործարքի գծով կարճ դիրք գրավելով: Արդյունքում, շուկայական ռիսկը կհեջավորվի ոչ թե ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի կորի, այլ սվոփ կորի նկատմամբ: Այս դեպքում առաջանում է հետևյալ հարցը. որքանո՞վ է սվոփ կորի փոփոխությունը արտահայտում ԱՄՆ-ում տոկոսադրույքների ընդհանուր մակարդակի փոփոխությունը: Ֆինանսական շուկաներում կարևոր ցուցանիշներից է սվոփ սպրեդը[158], որը հավասար է սվոփ կորի և ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի կորի տարբերությանը: Արդյունքում, յուրաքանչյուր ոչ պետական պարտատոմսի եկամտաբերություն կարելի է արտահայտել հետևյալ կերպ[159]՝

Ոչ պետական պարտատոմսի եկամտաբերություն = Նույնաժամկետ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի եկամտաբերություն + Տվյալ ժամկետայնության սվոփ սպրեդ+Տվյալ պարտատոմսի ռիսկ պրեմիում (13)

Որտեղ՝

Սվոփ սպրեդ = Ֆիքսված սվոփ տոկոսադրույք – նույնաժամկետ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի եկամտաբերություն (14)

Եվ որպես հետևանք՝

[157] Հեղինակի հաշվարկներ, Bloomberg anywhere terminal data:

[158] A. Kobor, L. Shi, I. Zelenko, "What determines U.S. Swap Spreads?", World Bank Working Paper No. 62, The World Bank, Washington, D.C., 2005, 60 pages:

[159] CFA Level I Volume 5 "Equity and Fixed Income", CFA Institute, Whiley, Charlottesville, 2015, 900 pages, էջ 437:

Ֆիքսված սվոփ տոկոսադրույք = նույնաժամկետ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի եկամտաբերություն + Սվոփ սպրեդ (15)

Արդյունքում, կարճ դիրք գրավելով, Eurodollar ֆյուչերսային պայմանագրերի կամ սվոփ գործարքի գծով կիրառվող մարտավարության կատարողականը կախված է լինում՝

1. նույնաժամկետ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի եկամտաբերության փոփոխությունից,
2. տվյալ ժամկետայնության սվոփ սպրեդի փոփոխությունից
3. ռիսկ պրեմիումի մակարդակից,
4. ռիսկ պրեմիումի փոփոխությունից:

Պետական պարտատոմսի ֆյուչերսով հեջավորման արդյունքում կատարողականը կախված է 3 գործոններից՝

1. նույնաժամկետ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի եկամտաբերության փոփոխությունից,
2. ռիսկ պրեմիումի մակարդակից[160],
3. ռիսկ պրեմիումի փոփոխությունից:

Ինչպես արդեն նշվել է, մեր նպատակն է բացահայտել 2-5 տարի ժամկետայնությամբ ոչ պետական պարտատոմսերի հեջավորման հնարավորությունը, և քանի որ եկամտաբերության կորի այդ հատվածում բորսայում ցուցակված են միայն 2 և 5 տարի ժամկետայնությամբ պետական պարտատոմսի ֆյուչերսներ, butterfly համակցությունների տատանողականությունը բարձր է, ապա տրամաբանական ելք կարող է համարվել սվոփ գործարքով կամ Eurodollar ֆյուչերսային պայմանագրերով հեջավորումը, որի դեպքում հնարավոր է գրեթե ամբողջովին չեզոքացնել և շուկայական, և եկամտաբերության կորի ռիսկը: Սակայն այս պարագայում ի հայտ է գալիս նոր ռիսկ՝ սվոփ սպրեդի փոփոխության ռիսկ, որը ևս էական ազդեցություն կարող է թողնել կիրառված մարտավարության եկամտաբերության վրա՝ անկախ գնված ոչ պետական

[160] Ռիսկ պրեմիում ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության կորի նկատմամբ:

պարտատոմսի էժանացումից կամ թանկացումից: Այս ռիսկի էությունն այն է, որ սվոփ կորը դադարում է արտահայտել ընդհանուր տոկոսադրույքի փոփոխության միտումները և այդ կորի կոռելյացիան ոչ պետական պարտատոմսի կորի կոռելյացիա հետ նվազում է, ինչի արդյունքում Բանաձև 13-ը դադարում է նույնություն լինելուց և նույնություն է արդեն հետևյալ բանաձևը՝

Ոչ պետական պարտատոմսի եկամտաբերություն = Նույնաժամկետ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի եկամտաբերություն + Տվյալ պարտատոմսի ռիսկ պրեմիում (16)

Աղյուսակ 12.

Երկու, երեք և հինգ տարի ժամկետայնությամբ ԱՄՆ դոլարով վերազգային պարտատոմսերի եկամտաբերությունների կոռելյացիան նույնաժամկետ ԱՄՆ պետական և սվոփ տոկոսադրույքների հետ: Աղբյուր. Bloomberg տեղեկատվական համակարգ, հեղինակի հաշվարկներ:

Տոկոսադրույքներ	2009 դեկտեմբեր – 2016 հոկտեմբեր	2015 օգոստոս- 2016 հոկտեմբեր
2 տարի ժամկետայնությամբ վերազգային և 2 տարանոց սվոփ տոկոսադրույքի կոռելյացիա	0	0.81
3 տարի ժամկետայնությամբ վերազգային և 3 տարի ժամկետայնությամբ սվոփ տոկոսադրույքի կոռելյացիա	0.04	0.84
5 տարի ժամկետայնությամբ վերազգային և 5 տարի ժամկետայնությամբ սվոփ տոկոսադրույքի	0.46	0.92
2 տարի ժամկետայնությամբ վերազգային և 2 տարի ժամկետայնությամբ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի կոռելյացիա	-0.2	0.98
3 տարի ժամկետայնությամբ վերազգային և 3 տարի ժամկետայնությամբ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի կոռելյացիա	-0.16	0.98
5 տարի ժամկետայնությամբ վերազգային և 5 տարի ժամկետայնությամբ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի կոռելյացիա	0.3	0.98

Այս խնդիրն օրհասական է դարձել 2015թ-ի վերջից, քանի որ համեմատած նախորդ տարիների հետ, սվոփ կորի կոռելյացիան ոչ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության փոփոխության հետ նշանակալիորեն ավելի ցածր է, քան

պետական պարտատոմսերի կորի և ոչ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության կորերի կոռելյացիան:

Արդյունքում, 2-5 տարի ժամկետայնությամբ ոչ պետական պարտատոմսի հեջավորումը նշանակալի ռիսկեր և կորուստների հավանականություն է առաջացնում և միայն պետական պարտատոմսի ֆյուչերսներով ու Eurodollar ֆյուչերսային պայմանագրերի հեջավորման և սվոփ գործարքներով հեջավորման արդյունքում է հնարավոր այն նվազեցնել:

Գծապատկեր 28. IBRD կողմից թողարկված 3 տարի ժամկետայնությամբ պարտատոմսի սպրեդի նեղացում[161]

Գծապատկերից 28-ից կարող ենք եզրակացնել, որ 2016թ. օգոստոսից ի վեր՝ 3 տարի ժամկետայնությամբ ԱՄՆ սվոփ սպրեդերի նեղացմանը զուգահեռ 3 տարի ժամկետայնությամբ վերազգային պարտատոմսերի եկամտաբերությունը սվոփ կորի նկատմամբ աճեց մոտ նույնքանով, որքանով նեղացել էր սվոփ սպրեդը, մինչդեռ սպրեդը 3 տարի ժամկետայնությամբ պետական պարտատոմսի նկատմամբ հարաբերական կայուն էր: Արդյունքում, սվոփ գործարքով կամ Eurdollar ֆյուչերսային պայմանագրերով հեջավորման պարագայում կորուստը սվոփ սպրեդի նեղացման հետևանքով կկազմեր մոտ 75 բազիսային կետ (25 բազիսային կետ՝ սվոփ սպրեդի նեղացում * դյուրացիա՝ մոտ 3):

[161] Աղբյուրը՝ Bloomberg anywhere terminal data:

Նման իրավիճակում հեղինակն առաջարկում է մի մոտեցում, որը նշանակալի կրճատում է հնարավոր կորուստը՝ հեջավորման գործիքի ընտրության հետևանքով:

Այսպիսով, քանի որ 3 տարի ժամկետայնությամբ ոչ պետական պարտատոմսը հնարավոր չէ հեջավորել 3 տարի ժամկետայնությամբ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի ֆյուչերսով (այն պարզապես գոյություն չունի), իսկ Eurodollar ֆյուչերսային պայմանագրերով հեջավորման կամ սվոփ գործարքով հեջավորումը հանգեցնում է լրացուցիչ նշանակալի ռիսկի՝ սվոփ սպրեդի մակարդակի փոփոխության, ապա առաջարկում ենք հետևյալ մարտավարության իրականացումը՝

1. գնել ոչ պետական պարտատոմսը (օրինակ 3 տարի ժամկետայնությամբ),
2. հեջավորել այն Eurodollar ֆյուչերսային պայմանագրերով. արդյունքում կառաջանա երկար դիրք 3 տարի ժամկետայնությամբ սվոփ սպրեդի նկատմամբ, այսինքն՝ այլ հավասար պայմաններում սվոփ սպրեդի նեղացումը կհանգեցնի կորստի, իսկ լայնացումը եկամտի:
3. Սվոփ սպրեդի վերոնշյալ դիրքը հեջավորելու համար բացել 2 տարի ժամկետայնությամբ սվոփ սպրեդի կարճ դիրք (գնել մինչև 2 տարի ժամկետայնության Eurodollar ֆյուչերսային պայմանագրերը և վաճառել 2 տարի ժամկետայնությամբ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի ֆյուչերսը):
4. 2 տարի ժամկետայնությամբ սվոփ սպրեդի կարճ դիրքի ռիսկը պետք է հավասար լինի գնված պարտատոմսի և, հետևաբար անուղղակիորեն 3 տարի ժամկետայնությամբ սվոփ սպրեդի երկար դիրքի ռիսկին:

Արդյունքում, ստանում ենք, որ՝

- 3 տարի ժամկետայնությամբ ոչ պետական պարտատոմսի շուկայական ռիսկը հեջավորվում է պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության կորի նկատմամբ, քանի որ գնված 2 և վաճառված 3 տարի ժամկետայնությամբ Eurodollar ֆյուչերսային պայմանագրերը որոշակիորեն չեզոքացնում են միմյանց և ամբողջովին չեզոքացնում են սվոփ կորի փոփոխության ռիսկը:

- Եկամտաբերության կորի ռիսկը բացակայում է, քանի որ վաճառվել են մինչև 3 տարի ժամկետայնություն ունեցող բոլոր Eurodollar ֆյուչերսային պայմանագրերը
- Առկա է սվոփ սպրեդի կորի փոփոխության ռիսկ, քանի որ
    - 3 տարի ժամկետայնությամբ սվոփ սպրեդի ռիսկը հեջավորվել է 2 տարի ժամկետայնությամբ սվոփ սպրեդի վաճառքով,
    - այսինքն՝ եթե հեջավորումից հետո 2 և 3 տարի ժամկետայնությամբ սվոփ սպրեդերի տարբերությունը փոխվի, դա կհանգեցնի լրացուցիչ եկամտի/կորստի,
    - այս ռիսկը բազմակի փոքր է այլ հեջավորման գործիքների առաջացող հնարավոր կորստից. անգամ ճգնաժամային տարիներին ընդամենը 25բ.կ., իսկ միջինում՝ ընդամենը 4.5 բ.կ.:

Որպես ընդհանուր մոտեցում տվյալ մարտավարության իրականացման կարող ենք առանձնացնել՝

1. 2 տարուց երկար և 5 տարուց կարճ ցանկացած պարտատոմս հնարավոր է հեջավորել ԱՄՆ պետական պարտատոմսի կորով՝ օգտագործելով 2 և 5 տարի ժամկետայնությամբ ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի ֆյուչերսները և մինչև 5 տարի ժամկետայնություն ունեցող Eurodollar ֆյուչերսային պայմանագրերը,
2. այդ նպատակով անհրաժեշտ է գնված ոչ պետական պարտատոմսը նախ հեջավորել Eurodollar ֆյուչերսային պայմանագրերով, որի արդյունքում անուղղակիորեն կառաջանա այդ պարտատոմսի ժամկետայնությամբ սվոփ սպրեդի երկար դիրք,
3. այդ երկար դիրքն անհրաժեշտ է հեջավորել այդ ժամկետայնության սվոփ սպրեդի հետ առավել կոռելյացիա ունեցող սվոփ սպրեդի կարճ դիրք գրավելով՝ վաճառելով 2 կամ 5 տարի ժամկետայնության ԱՄՆ պետական պարտատոմսի ֆյուչերսը և գնելով համապատասխան Eurodollar ֆյուչերսային պայմանագրերը,

4. սվոփ սպրեդերի երկար և կարճ դիրքերի ռիսկը[162]՝ PV01-ը, պետք է իրար հավասար լինեն:

Արդյունքում, նման մոտեցումը հնարավորություն է ընձեռում գնել 2-5 տարի ժամկետայնությամբ թերագնահատված պարտատոմսերը, հեջավորել պետական պարտատոմսերի կորի նկատմամբ՝ զերծ մնալով նշանակալի ռիսկերից:

Այժմ ներկայացնենք այս մարտավարության կիրառումից ակնկալվող եկամուտն ընդհանուր տեսքով: Հաշվի ենք առնում, որ Eurodollar ֆյուչերսային պայմանագրերով գործարքի հեջավորման արդյունքում, մարտավարության տոկոսային եկամուտը հավասար է սվոփ գործարքով հեջավորման պարագայում տոկոսային եկամտին, քանի որ այդ գործարքները համարժեք են[163]:

Այսպիսով, ենթադրենք՝

1. գնված ոչ պետական պարտատոմսի եկամտաբերությունը՝ Yn,
2. նույնաժամկետ սվոփ տոկոսադրույք՝ Sn (եթե գործարքը հեջավորվելու է Eurodollar ֆյուչերսային պայմանագրերով, ապա TED տոկոսադրույք[164]),
3. նույնաժամկետ պետական պարտատոմսի տոկոսադրույք՝ Gn,
4. 2 տարի ժամկետայնությամբ և ֆյուչերսային պայմանագրի հիմքում ընկած պարտատոմսի եկամտաբերություն՝ Yg2,
5. 2 տարի ժամկետայնությամբ սվոփ տոկոսադրույք՝ S2,
6. ներդրումային հորիզոն՝ h,
7. ներդրումային հորիզոնի վերջում ոչ պետական պարտատոմսի և 3 տարի ժամկետայնությամբ պետական պարտատոմսի և սվոփ գործարքի դյուրացիա՝ dn,
8. ներդրումային հորիզոնի վերջում 2 տարի ժամկետայնությամբ պետական պարտատոմսի և սվոփ գործարքի դյուրացիա[165]՝ d2,

---

[162] F. J. Fabozzi, "The Handbook of Fixed Income Securities", 7th Edition, McGraw-Hill, New-York, 2012, 1840 pages, էջ 222

[163] F. J. Fabozzi, "The Handbook of Fixed Income Securities", 7th Edition, McGraw-Hill, New-York, 2012, 1840 pages, էջ 1255

[164] G. D. Burghardt "The Eurodollar Futures and Options Handbook", McGraw-Hill, Boston, 2003, 350 pages, էջ 132

[165] Պարզության համար ենթադրենք, որ դրանք հավասար են: Իրականում, վերջիններս միմյանց հավասար չեն և այդ հանգամանքը պետք է հաշվի առնել մարտավարությունը իրականացնելիս:

9. ներդրումային հորիզոնի համար ռեպո տոկոսադրույք՝ r

10. 2 տարի ժամկետայնությամբ պետական պարտատոմսի ֆյուչերսի վերափոխման գործակից[166]՝ cf,

11. 3 ամսանոց ԱՄՆ դոլարով Լիբոր տոկոսադրույք՝ L:

Արդյունքում մարտավարության իրականացումից կանխատեսվող եկամուտը հավասար կլինի՝

Մարտավարության կատարողական = Տոկոսային եկամուտ + Կապիտալի հավելաճ/կորուստ

Այս մարտավարության **տոկոսային եկամուտ**՝

$$((L + (Yn - Sn))*h)/dn - ((L + (Yg2 - r)/cf - S2)*h))/d2 \quad (17)$$

Որտեղ՝

- ((L + (Yn – Sn))*h)/dn-ն ոչ պետական պարտատոմսի առքից և սվոփ/Eurodollar ֆյուչերսային պայմանագրի գծով կարճ դիրքի առաջացումից ակնկալվող եկամուտն է,
- ((L + (Yg2- r)/cf – S2)*h))/d2, 2 տարի ժամկետայնությամբ սվոփ սպրեդի գծով կարճ դիրքի գրավման արդյունքում առաջացած տոկոսային եկամուտն է,

Այս մարտավարության **կապիտալի աճ/կորուստ, արտահայտված բազիսային կետերով՝**

$$\Delta(Yn - Gn) + \Delta(((L + (Yn - Sn)) - ((L + (Yg2 - r)/cf - S2))) \text{ կամ, որ նույնն է}$$

$$\Delta(Yn - Gn) + \Delta((Yn - Sn) - ((Yg2 - r)/cf - S2 \quad (18)$$

Որտեղ՝

- **Δ(Yn – Gn)**-ն արտահայտում է ոչ պետական պարտատոմսի էժանացումը/թանկացումը նույնաժամկետ պետական պարտատոմսի նկատմամբ,
- **Δ((Yn – Sn) – ((Yg2- r)/cf – S2))-ն** արտահայտում է ոչ պետական պարտատոմսի և 2 տարի ժամկետայնությամբ սվոփ սպրեդերի տարբերության փոփոխությունը,
- **Δ-ն** արտահայտում է վերոնշյալ գործոնների փոփոխությունը ներդրումային հորիզոնի ընթացքում

[166] Conversion factor, ավելի մանրամասն՝ F. J. Fabozzi, "The Handbook of Fixed Income Securities", 7th Edition, McGraw-Hill, New-York, 2012, 1840 pages, էջ 1202:

Սույն բաժնում անդրադարձանք ԱՄՆ ֆինանսական շուկաներում առաջացած հիմնախնդիրներից մեկին, որը խոչընդոտում է առավել բարձր եկամտաբերություն ապահովելուն և առաջարկեցինք մի մարտավարություն, որը լուծում է հանդիսանում տվյալ հիմնախնդրի համար: Խնդիրը ԱՄՆ սվոփ սպրեդերի կանխատեսելիության անկումն է և սվոփ տոկոսադրույքի կոռելյացիայի նվազումը նույնաժամկետ բարձր վարկանիշ ունեցող վերազգային և գործակալական պարտատոմսերի հետ: Այս կոռելյացիայի նվազման հետևանքով ֆինանսական շուկայի մասնակիցները էական լրացուցիչ ռիսկեր են կրում 2-5 տարի ժամկետայնությամբ ոչ պետական պարտատոմսերի առքի և հեջավորման պարագայում: Մենք առաջարկեցինք մի մոտեցում, որը հնարավորություն է տալիս էականորեն կրճատել այդ ռիսկերը՝ հնարավորություն ընձեռելով նշանակալի եկամուտ ապահովել 2-5 տարի ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի առքից: Տվյալ մոտեցումն իրենից ենթադրում է ոչ պետական պարտատոմսի շուկայական ռիսկի հեջավորում և՛ Eurodollar ֆյուչերսային պայմանագրերի միջոցով, և՛ ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի ֆյուչերսի միջոցով: Այդ ֆյուչերսային պայմանագրերի համակցման արդյունքում հնարավոր է ոչ պետական պարտատոմսի շուկայական ռիսկը հեջավորել ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի կորի նկատմամբ՝ անգամ 2-ից երկար և 5 տարուց կարճ ժամկետայնության պետական պարտատոմսերի ֆյուչերսի բացակայության պարագայում: Միևնույն ժամանակ, ցույց տվեցինք, թե ինչի է հավասար տվյալ մարտավարությունից ակնկալվող կատարողականը:

3.3 Բացասական տոկոսադրույքների պարագայում բացասական տոկոսային եկամտի նվազեցման և/կամ դրական տոկոսային եկամտի վերափոխման մարտավարություն

2014թ. հունիսին Եվրոպական կենտրոնական բանկը[167] դիմեց մի քայլի, որը նոր էջ բացեց աշխարհի ամենախոշոր կենտրոնական բանկերի պատմության մեջ: Հունիսի 5-ին մշտական հնարավորության ավանդային տոկոսադրույքը նվազեցվեց մինչև բացասական՝ -0.1%[168]: Այնուհետև աստիճանաբար այդ տոկոսադրույքը հասցվեց՝ -0.4%-ի[169], և քանի որ դրամավարկային քաղաքականության այլ գործիքների կիրառման հետևանքով ավելցուկային իրացվելիությունը նշանակալիորեն աճել[170] է, ապա միջբանկային տոկոսադրույքները, բարձր վարկանիշ ունեցող պետական և ոչ պետական պարտատոմսերը ևս սկսեցին «նավարկել» բացասական տոկոսադրույք-ների միջավայրում: Արդյունքում, 2016թ. նոյեմբերի 1-ի դրությամբ եվրոյով արտա-հայտված և A ու բարձր վարկանիշ ունեցող բոլոր պարտատոմսերի շուրջ 65%-ը[171] ֆինանսական շուկայում առաջարկվում են բացասական տոկոսադրույքով:

Միջազգային պահուստներում եվրոյով միջոցների առկայության պարագայում գրեթե անհնար է ապահովել դրական եկամուտ՝ հարաբերական բարձր վարկանիշ ունեցող ֆինանսական գործիքներում ներդրում կատարելու միջոցով: Իսկ եվրոյով են արտահայտված համաշխարհային միջազգային պահուստների մոտ 20%-ը:

Արդյունքում, ԱՄՆ-ում տոկոսադրույքների ցածր մակարդակը և տոկոսա-դրույքների աճի սպասումները մի կողմից, մյուս կողմից էլ եվրոյով արտահայտված ֆինանսական գործիքների տոկոսադրույքների բացասական մակարդակը էականորեն կարող են նվազեցնել միջազգային պահուստների եկամտաբերությունը՝ անգամ հասցնելով այն բացասականի:

---

[167] Եվրոպական միության ձևավորման և զարգացման վերաբերյալ ավելի մանրամասն տես, Զ. Թադևոսյան, Դ. Գալոյան, «Միջազգային տնտեսական ինտեգրացիա», Հեղինակային Հրատարակություն, Երևան, 2006, 91 էջ:

[168] M. Draghi, Introductory statement to the press conference (with Q&A), Frankfurt am Main, June 2014

[169] M. Draghi, Introductory statement to the press conference (with Q&A), Frankfurt am Main, September 2014, M. Draghi, Introductory statement to the press conference (with Q&A), Frankfurt am Main, December 2015, M. Draghi, Introductory statement to the press conference (with Q&A), Frankfurt am Main, March 2016:

[170] Աղբյուր՝ Bloomberg anywhere terminal data:

[171] Աղբյուր՝ Bloomberg anywhere terminal data և հեղինակի հաշվարկներ:

Գծապատկեր 29. Գերմանական պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույք, 2 և 5 տարի ժամկետայնությամբ, 2008-2016[172]

Այսպիսի բացասական տոկոսադրույքների տիրույթում եվրոյով արտահայտված ֆինանսական գործիքներից դրական եկամուտ ստանալու ավանդական հնարավորությունները երկուսն են՝

1. Տոկոսադրույքների մակարդակի շարունակական նվազում, օրինակ, Եվրոպական կենտրոնական բանկի կողմից շարունակ նոր խթանող դրամավարկային քաղաքականության գործիքների կիրառման հետևանքով:
2. Այնպիսի շուկայական մարտավարությունների[173] իրականացում, որոնք հիմնված են տոկոսադրույքների ընդհանուր մակարդակի կամ շուկայում առանձին պարտատոմսերի տոկոսադրույքի[174] սպասումների վրա: Սակայն պետք է հաշվի առնել, որ այսպիսի մարտավարությունների իրականացումը, որքան եկամտի, այնքան էլ կորստի պատճառ կարող են հանդիսանալ՝ էլ ավելի խորացնելով եվրոյով ֆինանսական գործիքների կորստի չափը:

---

[172] Աղբյուրը՝ Bloomberg anywhere terminal data:
[173] H. Naumer, A. Petersen, S. Scheurer, G. Krings, “Bond strategies: Behind or in front of the curve”, Allianz Global Investors GmbH, Frankfurt am Main, 2013, 12 pages.
[174] Սույն ատենախոսությունում պարտատոմսի տոկոսադրույք հասկացության տակ կհասկանանք պարտատոմսի մինչև մարում եկամտաբերությունը:

Գծապատկեր 30. Ֆրանսիական պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույք, 2 և 5 տարի ժամկետայնությամբ, 2008-2016[175]

Մինչդեռ պարտատոմսերի առքից ստացված տոկոսային եկամուտը, բացասական տոկոսադրույքների պարագայում, միշտ կլինի բացասական: Իսկ պարտատոմսի եկամտաբերության էական նվազումն էլ պայմանավորված է տոկոսադրույքների ընդհանուր մակարդակի փոփոխությունից, որը դուրս է միջազգային պահուստների կառավարիչների տնօրինման տիրույթից:

Նման իրավիճակում ատենախոսության հեղինակն առաջարկում է մի մոտեցում, որը հնարավորություն կտա կրճատել, իսկ որոշ պարագաներում նաև դրական տոկոսային եկամուտ ապահովել բացասական տոկոսադրույքով պարտատոմսերի առքից:

Հեղինակն առաջարկում է թերագնահատված 2, 5 և 10[176] տարի ժամկետայնությամբ, բացասական տոկոսադրույքով պարտատոմսը գնել՝ հեջավորելով գերմանական պետական պարտատոմսերի ֆյուչերսով: Այս մարտավարության իրականացման արդյունքում ոչ պետական պարտատոմսի առքի և նույնաժամկետ ֆյուչերսի վաճառքի արդյունքում տոկոսային եկամուտը կարող է գերազանցել առանց հեջավորելու, զուտ

[175] Աղբյուրը՝ Bloomberg anywhere terminal data:
[176] 2, 5 և 10 տարի ժամկետայնությունը ընտրվել է այն պատճառով, որ այս ժամկետայնությունների համար ցուցակված եմ գերմանական պեպտական պարատտոմսի ֆյուչերսներ:

պարտատոմսի առքից ստացված տոկոսային եկամտին, անգամ կարող է դրական լինել:

Նախորդ գլուխներում ներկայացվել է գերմանական պետական պարտատոմսի տոկոսային եկամուտը և, հետևաբար այս բաժնում չենք անդրադառնա այդ տոկոսային եկամտի էության բացահայտմանը, այլ կներկայացնենք կիրառված մարտավարության տոկոսային եկամուտը:

Դիցուք՝

1. գնվել է XYZ 5[177] տարի ժամկետայնությամբ պարտատոմս x%-մինչև մարում եկամտաբերությամբ,
2. վաճառվել է 5 տարի ժամկետայնությամբ գերմանական պետական պարտատոմսի ֆյուչերս, ֆյուչերսի հիմքում ընկած պարտատոմսի՝ CTD[178]-ի մինչև մարում եկամտաբերությունը վաճառքի պահին կազմել է՝ y%,
3. ռեպո տոկոսադրույքը գործարքի կնքման պահից մինչ ֆյուչերսի մարման օրը՝ z%,
4. ներդրումային հորիզոնը օրերով՝ t, պարտատոմսի տոկոսագումարի կուտակման հիմքը՝ ACT/365[179], իսկ ռեպո տոկոսադրույքինը՝ ACT/360,
5. ներդրումային հորիզոնի վերջում պարտատոմսի դյուրացիա՝ d,
6. փոխարկման գործակից (conversion factor)՝ f[180]:

Ինչպես արդեն ներկայացվել է, գերմանական պետական պարտատոմսի 1 ֆյուչերսային պայմանագրի տոկոսային եկամուտը %-ով հավասար է՝

(Ֆյուչերսի հիմքում ընկած պարտատոմսի՝ CTD-ի եկամտաբերություն * ներդրումային հորիզոն/365 – Ռեպո տոկոսադրույք * ներդրումային

---

[177] Սկզբունքը չի փոխվում վերոնշյալ ժամկետայնությամբ պարտատոմսերից յուրաքանչյուրի ընտրության պարագայում:

[178] F. J. Fabozzi, "The Handbook of Fixed Income Securities", 7th Edition, McGraw-Hill, New-York, 2012, 1840 pages, էջ 1204:

[179] Կարող է լինել տոկոսագումարի հաշվեգրման ցանկացած հիմք՝ կախված ֆյուչերսային պայմանագրի տեսակից, այս հիմքը ընտրվել է որպես օրինակ:

[180] Ավելի մանրամասն՝ F. J. Fabozzi, "The Handbook of Fixed Income Securities", 7th Edition, McGraw-Hill, New-York, 2012, 1840 pages, էջ 1202:

հորիզոն/360) / ներդրումային հորիզոնի վերջում CTD-ի դյուրացիա / Փոխարկման գործակից (19)

Կամ որ նույնն է

(y% * t/365 – z% * t/360) / (d * f[181]) (20)

Միևնույն ժամանակ, յուրաքանչյուր գնված պարտատոմսի տոկոսային եկամուտը, եթե համարենք, որ եվրոյով միջոցներն առկա են միջազգային պահուստների կազմում և պետք է ներդրվեն համապատասխան ֆինանսական գործիքներում, հետևաբար և եվրոյով միջոցների ֆինանսավորման անհրաժեշտություն չկա, հավասար է՝

Գնված պարտատոմսի եկամտաբերություն * ներդրումային հորիզոն/365 / ներդրումային հորիզոնի վերջում գնված պարտատոմսի դյուրացիա (21)

Հաշվարկները պարզեցնելու համար ենթադրենք, որ գնված պարտատոմսի դյուրացիան հավասար է CTD պարտատոմսի դյուրացիային՝ d[182].

Այսինքն՝ պարտատոմսի առքից ստացված տոկոսային եկամուտը հավասար է՝

x% * t/365 / d (22)

Քանի որ ֆյուչերսային պայմանագիրը վաճառվում է, ապա նրա տոկոսային եկամուտը մարտավարությունը իրականացնելիս իրականում հանդիսանում է տոկոսային կորուստ, քանի որ պարտատոմսի կամ այլ ֆինանսական գործիքի միջոցով կարճ դիրք գրավելով, նրա տոկոսային եկամուտը վճարվում է:

Մարտավարության իրականացման արդյունքում առաջնային է դառնում ստացված տոկոսային եկամուտը՝ զուտ տոկոսային եկամուտը, այլ ոչ թե մարտավարության առանձին բաղադրիչների տոկոսային եկամուտը: Տվյալ դեպքում՝

Գնված պարտատոմսի տոկոսային եկամուտ – վաճառված ֆյուչերսի տոկոսային եկամուտ, կամ = Զուտ տոկոսային եկամուտ (nc)

---

[181] f-ը այս բանաձևում ներառված է, քանի որ այն արտահայտում է, որ 1 ֆյուչերսային պայմանագրին համարժեք է ֆյուչերսի անվանական արժեք * f անվանական արժեքով CTD պարտատոմս:

[182] Այս ենթադրությունից առաջարկած մոտեցման էությունը չի փոխվում:

$$x\% * t/365 / d - (y\% * t/365 - z\% * t/360) / (d * f) = nc \quad (23)$$

Այսպիսով, մեր նպատակն է՝

1. ցույց տալ, որ անգամ բացասական տոկոսադրույքների պարագայում հնարավոր է դրական տոկոսային եկամուտ ապահովել առաջարկված մարտավարության կիրառման արդյունքում,
2. ցույց տալ, որ որոշ պարագաներում այս մարտավարության կիրառումից ստացված տոկոսային եկամուտը կգերազանցի պարտատոմսի առքից ստացված տոկոսային եկամտին:

Առաջին: Որպեսզի մարտավարության տոկոսային եկամուտը լինի դրական, անհրաժեշտ է և բավարար, որ

$$x\% * t/365 / d - (y\% * t/365 - z\% * t/360) / (d * f) \quad (24),$$

որից

Եթե ենթադրենք, որ f-ը հաճախ շատ մոտ է 1[183]-ի, ապա վերոնշյալ պայմանը կվերածվի

$(x\% * t/365 - y\% * t/365) > z\% * t/360$,

Հաշվի առնելով, որ $t/365 \approx t/360$, ապա ստացվում է, որ եթե $x\% - y\% > z\%$, ուրեմն $nc>0$ անկախ տոկոսադրույքների մակարդակից՝ բացասական թե դրական:

Երկրորդ: Որպեսզի մարտավարության տոկոսային եկամուտը լինի ավելի բարձր, քան պարտատոմսի առքից ստացված տոկոսային եկամուտը, անհրաժեշտ և բավարար է, որպեսզի՝

$$x\% * t/365 / d - (y\% * t/365 - z\% * t/360) / (d * f) > x\% * t/365 / d \quad (25)$$

Պահպանելով նախորդ կետի մոտարկումները,

$-(y\% * t/365 - z\% * t/360) / (d * f) > \mathbf{0}$

[183] Bloomberg anywhere terminal data:

$(z\% - y\%) > 0$

Արդյունքում, գնելով այնպիսի պարտատոմսեր, որոնց համար պահպանվում են վերոնշյալ սկզբունքները, հնարավոր է՝

1) առաջին դեպքում, անգամ բացասական տոկոսադրույքների պարագայում գնել բացասական տոկոսային եկամուտ ունեցող պարտատոմս և վերածել այն դրական տոկոսային եկամուտ ապահովող պարտատոմսի,
2) Երկրորդ դեպքում, կրճատել գնված բացասական տոկոսադրույքով պարտատոմսի բացասական տոկոսային եկամտի մեծությունը,

Հավելենք, որ տվյալ մարտավարությունը անհրաժեշտ է կիրառել միայն թերագնահատված[184] պարտատոմսերի նկատմամբ, քանի որ մարտավարության իրականացման արդյունքում առկա է հետևյալ ռիսկը. գնված պարտատոմսի և CTD պարտատոմսի եկամտաբերությունների մարտավարության կիրառումից հետո կարող է աճել՝ առաջացնելով որոշակի կորուստ՝ կապիտալի կորուստ:

Այս բաժնում անդրադարձանք Եվրամիության ֆինանսական շուկաներում առաջացած հիմնախնդիրներից մեկին, որը խոչընդոտում է առավել բարձր եկամտաբերություն ապահովելուն և առաջարկեցինք մի մարտավարություն, որը լուծում է հանդիսանում տվյալ հիմնախնդրի համար: Խնդիրը բարձր վարկանիշ և բացասական տոկոսադրույք ունեցող պարտատոմսերի մեծ տեսակարար կշիռն է, որի հետևանքով միջազգային պահուստների անվտանգությունը կասկածի տակ է դրվում: Բացասական տոկոսադրույքների հետևանքով, անգամ ամենաապահով ակտիվներում ներդրումներ կատարելու պարագայում միջազգային պահուստների եկամտաբերությունը բացասական կլինի: Տվյալ հիմնախնդրին լուծում տալու համար սույն ատենախոսության մեջ ներկայացվել է բացասական տոկոսադրույքով պարտատոմսերի բացասական տոկոսային եկամտի կրճատման, որոշ պարագայում էլ դրականի վերափոխման համար հեղինակի կողմից դուրս բերված անհրաժեշտ և բավարար պայմանները: Արդյունքում, հեղինակն առաջարկում է թերագնահատված բացասական

[184] Թերագնահատված է այն պարտատոմսը, որը համանման բնութագրիչներ ունեցող այլ պարտատոմսերի համեմատ ապահովում է ավելի բարձր եկամուտ:

տոկոսադրույքով պարտատոմսերը հեջավորել գերմանական պետական պարտա-տոմսերի ֆյուչերսով և ապացուցում է, որ եթե գնված պարտատոմսի և վաճառված ֆյուչերսի տոկոսադրույքների տարբերությունը մեծ է ռեպո տոկոսադրույքից, ապա տվյալ մարտավարության տոկոսային եկամուտը կլինի դրական, միևնույն ժամանակ, եթե ռեպո տոկոսադրույքի և վաճառված ֆյուչերսի տոկոսադրույքի տարբերությունը դրական է, ապա մարտավարության տոկոսային եկամուտը կլինի ավելի բարձր, քան գնված պարտատոմսի տոկոսային եկամուտն է:

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆ

1. Ատենախոսությունում կատարված վերլուծությունից պարզ դարձավ, որ միջազգային պահուստները 2000-ական թթ-երից կտրուկ աճ են արձանագրել և գերազանցել ավանդական ցուցանիշներով գնահատվող ադեկվատության մակարդակները: Եվ չնայած, ինչպես ցույց է տրվել ատենախոսի կողմից, միջազգային պահուստների առկայությունը իր դրական ազդեցությունն է թողնում ճգնաժամերի ազդեցությունը մեղմելու գործում, ներկայացված կտրուկ աճի միտումները, ինչպես և միջազգային պահուստների բարձր այլընտրանքային արժեքը խիստ կարևորում են պահուստների ադեկվատության գնահատման խնդիրը:
2. Միջազգային պահուստների կուտակմանը զուգընթաց աճում է վերջիններիս կառավարման սկզբունքների ուսումնասիրության անհրաժեշտությունը: Միջազգային պահուստների արժութակազմի ընտրության հարցում կարևորգույն գործոններն են ԿԲ և կառավարության արտաքին պարտքի արժութակազմը, տվյալ երկրի արտաքին առևտրի արժութակազմը, համապատասխան արժույթների իրացվելիության և այդ արժույթներով հասանելի համապատասխան ֆինանսական գործիքների առկայությունը (սվոփ, ֆորվարդ): Վերոնշյալ գործոնների ազդեցությունը միջազգային պահուստների արժութակազմի վրա արտահայտվում է այն հանգամանքով, որ միջազգային պահուստների արժութային բաղադրությունը, օրինակ, կարող է համապատասխանեցվել կառավարության և/կամ ԿԲ արտաքին պարտքի, արտաքին առևտրի արժութային բաղադրությանը: Ինչ վերաբերում է ՀՀ արտաքին պարտքի արժութակազմին, որը միջազգային պրակտիկայում շատ հաճախ հանդիսանում է միջազգային պահուստների արժութակազմի ընտրության կարևորագույն գործոններից մեկը, ապա կարող ենք նշել, որ պետական արտաքին պարտքի մոտ 60% ԱՄՆ դոլարով է, 20%-ը՝ եվրոյով, 10%-ը ճապոնական իենով: ՀՀ-ում բացակայում է արտաքին առևտրի արժութակազմի վերաբերյալ տեղեկատվությունը, այդ իսկ պատճառով անհնար է դատողություն անել, թե ինչպիսին պետք է լինի ՀՀ միջազգային պահուստների արժութային կառուցվածքը՝ արտաքին առևտրի արժութային կառուցվածքի

տեսանկյունից: Միջազգային պահուստների կառավարիչների գերակշիռ մասը նախընտրում է ներդրումներ կատարել պակաս ռիսկային պետական պարտատոմսերում և բարձր վարկանիշերով կորպորատիվ պարտատոմսերում: Այսպես, ըստ ԱՄՀ հարցումների, միջազգային պահուստների կառավարիչների շուրջ 70%-ը ներդրումներ է իրականացնում պետական պարտատոմսերում, 60%-ը՝ կորպորատիվ պարտատոմսերում, 19%-ը՝ հիփոթեկային և այլ ակտիվներով ապահովված արժեթղթերում, 14%-ը՝ բաժնետոմսերում: Հատկանշական է, որ Կենտրոնական բանկերն իրականացնում են իրենց պահուստների ակտիվ կառավարում, ինչը վկայում է նրանց համոզման մասին առ այն, որ ֆինանսական որոշ շուկաներում հնարավոր է ապահովել շուկայականից բարձր եկամտաբերություն: Վերջինս հակասում է արդյունավետ ֆինանսական շուկաների վարկածին: Միևնույն ժամանակ, արժութային ռիսկի ակտիվ կառավարում չի իրականացվում: Վերջինիս պատճառ կարող է հանդիսանալ հիմնական արժույթների փոխարժեքների վրա ազդող գործոնների մեծ քանակը և այս շուկաների իրացվելիությունը: Արժութային շուկան ամենաիրացվելի շուկան է աշխարհում և ԿԲ-ները չեն համարձակվում կանխատեսումներ կատարել սույն շուկայի միտումների վերաբերյալ:

3. Եթե միջազգային պահուստների կուտակումը չուղեկցվեր համապատասխան ծախսերով, ապա երկրների կողմից օպտիմալ քաղաքականություն կլիներ կուտակել հնարավորինս մեծ ծավալների միջազգային պահուստներ: Սակայն ծախսերի առկայության պարագայում հարց է ծագում, թե որքա՞ն պետք է լինի միջազգային պահուստների մակարդակը, որը մի կողմից որոշակի աստիճանով կապահովագրի երկրներին արտաքին շոկերից կամ կմեղմի դրանց ազդեցությունը, իսկ մյուս կողմից, դրանց այլընտրանքային արժեքը խիստ մեծ չի լինի: Որպես ադեկվատ սահմանվեց միջազգային պահուստների այն մակարդակը, որը մի կողմից որոշակի մակարդակով կապահովագրի երկրներին արտաքին շոկերից կամ կմեղմի դրանց ազդեցությունը, իսկ մյուս կողմից էլ, որի այլընտրանքային արժեքը խիստ մեծ չի լինի: Չնայած վերջին տասնամյակում առաջ են քաշվել միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատման համար բազմաթիվ մոդելներ, ԱՄՀ հետազոտություններում և կենտրոնական բանկերի հարցումներում առավել հաճախ նշվող ադեկվատության

ցուցանիշները հենց ավանդական ցուցանիշներն են: Վերջինների թվին են դասվում ներմուծման ծածկույթը, որը ցույց է տալիս, թե քանի ամիս կարող է միջազգային պահուստների հաշվին ֆինանսավորվել ներմուծումը, եթե արտաքին ֆինանսավորման բոլոր այլ աղբյուրները ներհոսքը զրոյանա: Այս ցուցանիշը հիմնականում կիրառվում է այն երկրների կողմից, որոնց համար առաջնային են ընթացիկ հաշվից առաջացող շոկերը: Ավանդական ցուցանիշներից է նաև Գրինսպեն-Գվիդոտտիի կանոնը, համաձայն որի, միջազգային պահուստների մակարդակը պետք է հավասար լինի համախառն արտաքին կարճաժամկետ պարտքի 100%-ին, հանդիսանում է զարգացող երկրների համար միջազգային պահուստների ադեկվատության մակարդակը գնահատող ամենաընդունված ցուցանիշը: Այսպես, միջազգային պահուստները պետք է հավասար լինեն 1 տարվա կտրվածքով տնտեսության բոլոր հատվածների (պետական և մասնավոր) արտաքին պարտքի գծով մարումների և տոկոսավճարների հանրագումարին: Այս ցուցանիշի տրամաբանությունը կայանում է նրանում, որ միջազգային պահուստների հաշվին հնարավոր լինի ապահովել այն իրացվելիության պահանջը, որը ծագելու է տնտեսական շոկերի հետևանքով 12 ամիսների ընթացքում արտաքին ֆինանսավորման անհնարինության պարագայում: Միջազգային պահուստների ադեկվատության փողի M2 ագրեգատին հարաբերակցության ցուցանիշը համեմատաբար նոր է տնտեսագիտական գրականությունում, և տնտեսագետները նվազ համակարծիք են արդյոք անհրաժեշտ է օգտագործել սույն ցուցանիշը միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատման համար: Նշենք, որ որպես սահմանային մակարդակ ընտրված է միջազգային պահուստների հավասարությունը M2-ի 20%-ին: Սույն ցուցանիշի ընդգրկումը ադեկվատության գնահատականների մեջ պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ վերջին ժամանակներում, կապիտալի և ֆինանսական հաշվի շոկերով պայմանավորված, ճգնաժամերի ժամանակ նկատվում է ազգային բանկային համակարգից ռեզիդենտների ավանդների արտահոսք: Ամենատարածված համակցված ցուցանիշներից է Գրինսպեն-Գվիդոտիի ընդլայնված ցուցանիշը, որը հաշվի է առնում 12 ամսվա կտրվածքով ֆինանսավորման ամբողջ պահանջը և հավասար է համախառն արտա-

քին կարճաժամկետ պարտքի ու տարեկան կտրվածքով ընթացիկ հաշվի տարբերությանը: Մեկ այլ մոտեցում էլ իրենից ենթադրում է, որ միջազգային պահուստների ադեկվատ մակարդակը հավասար է 3 ամսվա ներմուծման ծածկույթի, 100% համախառն արտաքին կարճաժամկետ պարտքի և M2-ի 20%-ից առավելագույնին:

4. Միջազգային պահուստներին առնչվող հիմնական ծախսերն են տվյալ երկրի և ԱՄՆ տոկոսադրույքների տարբերության մակարդակը, բարձր վարկանիշ ունեցող կորպորատիվ պարտատոմսերի և ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների տարբերությունը, ներդրումների և սպառողական ծախսերի այլընտրանքային արժեքը: Միևնույն ժամանակ համաշխարհային մասշտաբով միջազգային պահուստների ծավալների աճը որոշակի ռիսկեր է առաջացնում նաև միջազգային արժութային համակարգի համար: ԱՄՀ գնահատականների համաձայն՝ զարգացող երկրների համար միջազգային պահուստների ծախսերը միջինում տարեկան կտրվածքով կազմում են ՀՆԱ-ի 0.5%: Այս կապակցությամբ անհրաժեշտ է նշել, որ չնայած ՀՀ-ն կարողանում էր միջազգային ֆինանսական կազմակերպություններից ոչ շուկայական, ցածր տոկոսադրույքներով արտաքին պարտք ներգրավել, սակայն 2013թ. թողարկվեց ՀՀ առաջին եվրոպարտատոմսը, ինչը նշանակում է, որ ՀՀ-ն անցնում է արտաքին պարտքի ներգրավման շուկայական մեթոդներին: Վերջինիս արդյունքում հնարավոր է որոշակիորեն գնահատել ՀՀ միջազգային պահուստների ուղղակի ծախսերը՝ որպես թողարկած եվրոպարտատոմսի և ԱՄՆ կարճաժամկետ պետական պարտատոմսի եկամտաբերությունների տարբերություն: Հավելենք, սակայն, որ սույն գնահատականը ավելի ճշգրիտ կարտացոլի ՀՀ միջազգային պահուստների ուղղակի ծախսերը, երբ ՀՀ-ն ամբողջովին անցնի արտաքին պարտքի ներգրավման շուկայական մեթոդներին:

5. Երկրների զգալի մասի համար միջազգային պահուստների ներկայիս մակարդակը գերազանցում է ավանդական ցուցանիշներով գնահատված ադեկվատության մակարդակը: Այդ ավանդական ցուցանիշներից են, ինչպես արդեն նշեցինք, ներմուծման ծածկույթի գործակիցը, համախառն արտաքին կարճաժամկետ պարտքի 100% մակարդակը, դրամային ագրեգատներից՝ M2-ը:

6. Կարևորվում է ՀՀ միջազգային պահուստների կառավարման հիմնական սկզբունքների ուսումնասիրությունը, քանի որ վերջիններս էական ազդեցություն կարող են թողնել ինչպես միջազգային պահուստների անվտանգության և իրացվելիության, այնպես էլ եկամտաբերության վրա: ՀՀ ԿԲ միջազգային պահուստների շուրջ 60%-ը ներդրված է արժեթղթերում, միևնույն ժամանակ միջազգային պահուստների գրեթե 100%-ը ներդրված է ՀՓԻ զամբյուղի մեջ ներառված արժույթներում: ՀՀ ԿԲ կողմից չի հրապարակվում, թե ինչպիսին է ՀՀ միջազգային պահուստների արժութակազմը ըստ ՀՓԻ առանձին արժույթների: ՀՀ ԿԲ կարող է կնքել տոկոսադրույքի ֆյուչերսային գործարքներ, և միջազգային պահուստները ներդրվում են պետական պարտատոմսերում, պետական գործակալությունների պարտատոմսերում և այլ արժեթղթերում, որոնց նվազագույն վարկանիշը՝ A1-A3: Վերոնշյալ ֆյուչերսային պայմանագրերը ֆինանսական շուկաների մասնակիցներին հնարավորություն են տալիս հեջավորել իրենց դիրքերը այնպիսի ռիսկերից, որոնք ըստ նրանց, կարող են էական բացասական ազդեցություն թողնել իրենց արժեթղթերի պայուսակների կատարողականի վրա: Ֆինանսական շուկաներում ամենաիրացվելի և ամենատարածված տոկոսադրույքի ֆյուչերսներից են պետական պարտատոմսերի ֆյուչերսները և եվրադոլարային, եվրոայբորային պայմանագրերի ֆյուչերսները: Պետական պարտատոմսերի վրա հիմնված ֆյուչերսային պայմանագրերով գործառնությունները հնարավորություն են տալիս հեջավորվել համապատասխան երկրների եկամտաբերության կորերի փոփոխությունից, իսկ եվրադոլարային և եվրոայբորային ֆյուչերսային պայմանագրերը՝ համապատասխանաբար ԱՄՆ և եվրո սվոփ կորերի փոփոխությունից: Վերոնշյալ ֆյուչերսային պայմանագրերը, հանդիսանալով իրացվելի բորսայական գործիքների, կարևոր գործիքներ են միջազգային պահուստների կառավարիչների զինանոցում՝ հաշվի առնելով վերջիններիս շնորհիվ կիրառվող մարտավարությունների ճկունության էական աճը: Մյուս կողմից ֆյուչերսային պայմանագրերի կիրառումը ոչ միայն կարող է նպաստել որոշակի ռիսկերից զերծ մնալուն, այլ նաև հնարավորություն է ընձեռում ավելացնել միջազգային պահուստների եկամտաբերությունը: Ուստի ողջունելի է ՀՀ ԿԲ

զինանոցում ֆյուչերսային պայմանագրերի առկայությունը: Միևնույն ժամանակ անհրաժեշտ ենք համարում նշել, որ ՀՀ ԿԲ-ն չի բացահայտում, թե տոկոսադրույքների ֆյուչերսների կոնկրետ որ տեսակներով է գործարքներ իրականացնում միջազգային պահուստների կառավարման շրջանակներում:

7. Միջազգային պահուստների ադեկվատության հայեցակարգի ուսումնասիրման անմիջական նպատակներից է ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատումը: Սույն աշխատանքում նախ գնահատվել է ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատության մակարդակը՝ հաշվի առնելով ադեկվատության ավանդական ցուցանիշները: Ինչի արդյունքում եզրակացվել է, որ ՀՀ միջազգային պահուստները որոշակիորեն գերազանցում են միջազգային պահուստների ադեկվատ մակարդակը: Այսպես, 2016թ. սեպտեմբերի դրությամբ ՀՀ միջազգային պահուստների ներմուծման ծածկույթը կազմել է շուրջ 4 ամիս, միևնույն ժամանակ, նրանք կազմում են կարճաժամկետ համախառն արտաքին պարտքի շուրջ 260%-ը: Ինչ վերաբերում է փողի ագրեգատների նկատմամբ հարաբերությանը, ապա միջազգային պահուստները կազմում են M2X դրամային լայն զանգվածի շուրջ 50%-ը: Միևնույն ժամանակ, միջազգային պահուստների և ռեզիդենտների կողմից ազգային արժույթով ավանդների հարաբերակցությունը ևս ադեկվատ է:

8. Հաշվի առնելով միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատման ցուցանիշների թերությունները՝ կենտրոնացումը ռիսկերի նեղ շրջանակի վրա, սահմանաչափերի սուբյեկտիվ և էմպիրիկորեն չպայմանավորված մակարդակը՝ ԱՄՀ կողմից առաջարկվել է ադեկվատության գնահատման մի ցուցանիշ, որը զուրկ կլինի վերոնշյալ թերություններից: ԱՄՀ կողմից կառուցված չափանիշը միջազգային պահուստների կրճատման տեսանկյունից որպես ռիսկի աղբյուրներ է դիտարկում ինչպես արտաքին պարտավորությունները և ընթացիկ հաշիվը բնութագրող որոշ փոփոխականներ, այնպես էլ կապիտալի հնարավոր փախուստը բնութագրող ցուցանիշները: Փորձելով համատեղել հարաբերական պարզ չափորոշիչի առավելությունները և ընդգրկել հիմնական ռիսկերի աղբյուրները՝ ԱՄՀ չափանիշը կենտրոնանում է ռիսկի չորս տարբեր աղբյուրների վրա՝ արտահանումից ստացված եկամուտների

տատանողականություն, երկրի համախառն արտաքին պարտավորությունները, կապիտալի փախուստի: Վերոնշյալ չափորոշիչի կառուցման և օպտիմալ մակարդակի գնահատման համար, նախ, ուսումնասիրվել է ռիսկի գործոնների տատանողականությունը տնտեսական շոկերի պարագայում, որի հիման վրա յուրաքանչյուր ռիսկի գործոնին տրվում է որոշակի կշիռ, իսկ այնուհետև դուրս է բերվում սույն չափորոշիչի նկատմամբ միջազգային պահուստների այն հարաբերակցությունը, որը կհամարվի ադեկվատ: Առաջարկվող չափորոշիչին միջազգային պահուստների հարաբերակցության գործակիցը խիստ կոռելացված է տնտեսական շոկերի հանդես գալու հավանականության կրճատման հետ: Ուսումնասիրությունների արդյունքում բացահայտվել է, որ որքան մեծ է միջազգային պահուստների հարաբերակցությունը չափորոշիչի նկատմամբ, այնքան ավելի փոքր է տնտեսական շոկերի հանդես գալու հավանականությունը: Միևնույն ժամանակ, անհրաժեշտ է հավելել, որ որոշակի մակարդակից հետո սույն գործակցի աճին զուգընթաց տնտեսական շոկի առաջացման հավանականության կրճատման տեմպերը դանդաղում են: Միջազգային պահուստների ադեկվատ մակարդակը յուրաքանչյուր երկրի համար գնահատվել է տվյալ երկրի չափորոշիչի նկատմամբ 100-150% միջակայքում:

2009թ. դրությամբ զարգացող երկրների շուրջ 35%-ի միջազգային պահուստների մակարդակը գտնվել է առաջարկվող ադեկվատության միջակայքում, 40%-ինը՝ սույն միջակայքից ավելի բարձր մակարդակի վրա, իսկ 25%՝ ավելի ցածր: Միևնույն ժամանակ, տվյալ երկրների ադեկվատության մակարդակը որոշելու համար անհրաժեշտ է հաշվի առնել նաև այդ տնտեսությունների առանձնահատկությունները: Օրինակ, որոշ երկրների շարքում, որոնց միջազգային պահուստների մակարդակը գերազանցում է ադեկվատության առաջարկվող միջակայքը, գտնվում են այնպիսի երկրներ, որոնց արժույթները ֆիքսված են, կամ այդ երկրները ունեն դոլարայնացման բարձր մակարդակ:

9. ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատման համար հաշվարկվել է վերոնշյալ չափորոշիչի մի քանի տարբերակ՝ աշխատության հեղինակի կողմից

առաջարկվող լրացումներով: Այսպես, նախ հաշվարկվել է ադեկվատության չափորոշիչը՝ հաշվի առնելով ԱՄՀ ռիսկի գործոնները և ԱՄՀ կշիռները: Այնուհետև, հաշվարկվել է ադեկվատության չափորոշիչը՝ հաշվի առնելով ԱՄՀ հաշվարկված կշիռները և ռիսկի գործոնները՝ բացառությամբ արտահանման: Արտահանման փոխարեն որպես ռիսկի գործոն օգտագործվել է ներմուծումը, իսկ կշիռը սահմանվել է ներմուծման տեսակարար կշռին հավասար մակարդակի վրա: Սույն կապակցությամբ անհրաժեշտ է հավելել, որ ՀՀ ներմուծումը զգալիորեն գերազանցում է ՀՀ արտահանումը, ինչի կապակցությամբ անհրաժեշտ է տարբերակել ադեկվատության չափորոշիչները՝ հաշվարկված արտահանման և ներմուծման ներառմամբ:

Այնուհետև գնահատվել է չափորոշիչի ևս մի տարբերակ: Այս անգամ չափորոշիչի հաշվարկման ժամանակ օգտագործվել են ԱՄՀ կողմից առաջարկված ռիսկի գործոնները իրենց համապատասխան կշիռներով, սակայն որպես լրացուցիչ ռիսկի գործոն ներմուծվել է աշխատողների՝ արտասահմանից ստացվող վարձատրության և ընթացիկ տրանսֆերտների մակարդակը՝ հեղինակի կողմից գնահատված 83% և 43% ռիսկի կշռով դրամական հոսքերի համապատասխան տեսակների համար:

Չափորոշիչների հաշվարկն իրականացնելուց հետո հաշվարկվել է, թե որքան է միջազգային պահուստների հարաբերությունը համապատասխան չափորոշիչին: ԱՄՀ հետազոտությունների արդյունքում գնահատվել է, որ ադեկվատ է համարվում միջազգային պահուստների այն մակարդակը, որի պարագայում միջազգային պահուստներ/չափորոշիչ հարաբերակցությունը գտնվում է 100-150% միջակայքում:

Վերոնշյալ բոլոր չափորոշիչների հիման վրա հաշվարկների իրականացման արդյունքում պարզվել է, որ ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատ են:

10. ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատման հետ մեկտեղ առանձնահատուկ ուսումնասիրություն է պահանջում նաև այն միջավայրի հիմնախնդիրների ուսումնասիրությունը, որի շրջանակներում կառավարվում են միջազգային պահուստները և տվյալ խնդիրներին լուծումների առաջադրումը: Այդ միջավայրը միջազգային ֆինանսական շուկաներն են և դրանց առաջադրած հիմնախնդիրների հաղթահարումը արդիական է ՀՀ Կենտրոնական բանկին, որպես ՀՀ միջազգային

պահուստների կառավարման համար պատասխանատու կառույցի: Նախ անդրադարձանք ԱՄՆ և գերմանական պետական պարտատոմսերի ֆյուչերսների տոկոսային եկամտի բացահայտմանը: Որպես ամենատարածված ֆյուչերսային պայմանագրերից մեկը, վերջիններիս կարևոր դեր կարող են խաղալ ինչպես իրականացվող մարտավարությունների շուկայական ռիսկի կրճատման, այնպես էլ վերջիններիս եկամտաբերության ավելացման տեսանկյունից: Հատկանշական է նշել ռեպո տոկոսադրույքի կարևորությունը ֆյուչերսների այս տեսակի տոկոսային եկամտի հաշվարկի ժամանակ:

11. ԱՄՆ ֆինանսական շուկաներում առաջացած հիմնախնդիրներից մեկը, որը խոչընդոտում է առավել բարձր եկամտաբերություն ապահովելուն լուծում է ստանում շնորհիվ ֆյուչերսային պայմանագրերի օգտագործման: Խնդիրը ԱՄՆ սվոփ սպրեդերի կանխատեսելիության անկումն է և սվոփ տոկոսադրույքի կոռելյացիայի նվազումը նույնաժամկետ բարձր վարկանիշ ունեցող վերազգային և գործակալական պարտատոմսերի հետ: Այս կոռելյացիա նվազման հետևանքով ֆինանսական շուկայի մասնակիցները էական լրացուցիչ ռիսկեր են կրում 2-5 տարի ժամկետայնությամբ ոչ պետական պարտատոմսերի առքի և հեջավորման պարագայում: Սույն աշխատությունում առաջարկվել է մի մոտեցում, որը հնարավորություն է տալիս էականորեն կրճատել այդ ռիսկերը՝ հնարավորություն ընձեռելով նշանակալի եկամուտ ապահովել 2-5 տարի ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի առքից: Տվյալ մոտեցումը իրենից ենթադրում է ոչ պետական պարտատոմսի շուկայական ռիսկի հեջավորում և՛ Eurodollar ֆյուչերսային պայմանագրերի միջոցով, և՛ ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի ֆյուչերսի միջոցով: Այդ ֆյուչերսային պայմանագրերի համակցման արդյունքում հնարավոր է ոչ պետական պարտատոմսի շուկայական ռիսկը հեջավորել ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի կորի նկատմամբ՝ անգամ 2-ից երկար և 5 տարուց կարճ ժամկետայնության պետական պարտատոմսերի ֆյուչերսի բացակայության պարագայում: Միևնույն ժամանակ ներկայացվել է, թե ինչի է հավասար տվյալ մարտավարությունից ակնկալվող կատարողականը:

12. Վերջին բաժնում անդրադարձ է կատարվել Եվրամիության ֆինանսական շուկաներում առաջացած հիմնախնդիրներից մեկին, որը խոչընդոտում է առավել բարձր եկամտաբերություն ապահովելուն և առաջարկվել է մի մարտավարությունը, որը լուծում է հանդիսանում տվյալ հիմնախնդրի համար: Խնդիրը բարձր վարկանիշ և բացասական տոկոսադրույք ունեցող պարտատոմսերի մեծ տեսակարար կշիռն է, որի հետևանքով միջազգային պահուստների անվտանգությունը կասկածի տակ է դրվում: Բացասական տոկոսադրույքների հետևանքով, անգամ ամենաապահով ակտիվներում ներդրումներ կատարելու պարագայում միջազգային պահուստների եկամտաբերությունը բացասական կլինի: Տվյալ հիմնախնդրին լուծում տալու համար սույն ատենախոսության մեջ ներկայացվել է բացասական տոկոսադրույքով պարտատոմսերի բացասական տոկոսային եկամտի կրճատման, որոշ պարագայում էլ դրականի վերափոխման համար հեղինակի կողմից դուրս բերված անհրաժեշտ և բավարար պայմանները: Արդյունքում, առաջարկվում է թերագնահատված բացասական տոկոսադրույքով պարտատոմսերը հեջավորել գերմանական պետական պարտատոմսերի ֆյուչերսով և ապացուցվում է, որ եթե գնված պարտատոմսի և վաճառված ֆյուչերսի տոկոսադրույքների տարբերությունը մեծ է ռեպո տոկոսադրույքից, ապա տվյալ մարտավարության տոկոսային եկամուտը կլինի դրական, միևնույն ժամանակ, եթե ռեպո տոկոսադրույքի և ֆյուչերսի տոկոսադրույքի տարբերությունը դրական է, ապա մարտավարության տոկոսային եկամուտը կլինի ավելի բարձր, քան գնված պարտատոմսի տոկոսային եկամուտն է:

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՑԱՆԿ

1. «Հայաստանի Հանրապետության միջազգային ներդրումային և արտաքին պարտքի դիրքերը 2011» Վիճակագրական ժողովածու, ՀՀ ԱՎԾ, Երևան, 2011թ.:
2. «Հայաստանի Հանրապետության միջազգային ներդրումային և արտաքին պարտքի դիրքերը 2010» Վիճակագրական ժողովածու, ՀՀ ԱՎԾ, Երևան, 2010թ.:
3. «Հայաստանի Հանրապետության միջազգային ներդրումային և արտաքին պարտքի դիրքերը 2009» Վիճակագրական ժողովածու, ՀՀ ԱՎԾ, Երևան, 2009թ.:
4. «Հայաստանի Հանրապետության միջազգային ներդրումային և արտաքին պարտքի դիրքերը 2008» Վիճակագրական ժողովածու, ՀՀ ԱՎԾ, Երևան, 2008թ.:
5. «Հայաստանի Հանրապետության միջազգային ներդրումային և արտաքին պարտքի դիրքերը 2007» Վիճակագրական ժողովածու, ՀՀ ԱՎԾ, Երևան, 2007թ.:
6. «Հայաստանի Հանրապետության միջազգային ներդրումային և արտաքին պարտքի դիրքերը 1999-2005» Վիճակագրական ժողովածու, ՀՀ ԱՎԾ, Երևան, 2006թ.:
7. «Հայաստանի Հանրապետության միջազգային ներդրումային և արտաքին պարտքի դիրքերը 2012» Վիճակագրական ժողովածու, ՀՀ ԱՎԾ, Երևան, 2012թ.:
8. «Հայաստանի Հանրապետության Արտաքին հաշիվներ 2013», Վիճակագրական ժողովածու, ՀՀ ԱՎԾ, Երևան, 2013թ.:
9. «Հայաստանի Հանրապետության Արտաքին հաշիվներ 2014», Վիճակագրական ժողովածու, ՀՀ ԱՎԾ, Երևան, 2014թ.:
10. «Հայաստանի Հանրապետության Արտաքին հաշիվներ 2015», Վիճակագրական ժողովածու, ՀՀ ԱՎԾ, Երևան, 2015թ.:

11. «Հայաստանի Հանրապետության Արտաքին հաշիվներ 2016», Վիճակագրական ժողովածու, ՀՀ ԱՎԾ, Երևան, 2016թ.:
12. «ՀՀ դրամավարկային և ֆինանսական վիճակագրության ձեռնարկ», ՀՀ Կենտրոնական բանկ, Երևան 2006, 200 էջ:
13. «ՀՀ կենտրոնական բանկի տեղեկագիր», ՀՀ Կենտրոնական բանկ, Երևան, տարբեր տարիների՝ 2001-2016, :
14. «ՀՀ Պետական պարտքի ամսական տեղեկագիր», մարտ 2017:
15. «ՀՀ Պետական պարտքի ամսական տեղեկագիր», դեկտեմբեր 2016:
16. «ՀՀ Վճարային հաշվեկշիռ» ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տվյալներ:
17. «ՀՀ միջազգային ներդրումային դիրք» ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տվյալներ:
18. «ՀՀ համախառն արտաքին պարտքի դիրքերը» ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տվյալներ:
19. «ՀՀ միջազգային պահուստների կառուցվածքը (ամսական) » ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տվյալներ:
20. «Դրամի նկատմամբ որոշ արժույթների միջին փոխարժեքները» ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տվյալներ:
21. «Տարեկան հաշվետվություն 2015» Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, Երևան, 2015, 164 էջ:
22. «Տարեկան հաշվետվություն 2014» Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, Երևան, 2014, 180 էջ:
23. «Տարեկան հաշվետվություն 2013» Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, Երևան, 2013, 180 էջ:
24. «Տարեկան հաշվետվություն 2012» Առաջին մաս, Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, Երևան, 2012, 43 էջ:
25. «Տարեկան հաշվետվություն 2012» Երկրորդ մաս, Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, Երևան, 2012, 85 էջ:
26. «Տարեկան հաշվետվություն 2011», Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, Երևան, 2011, 140 էջ:

27. «Տարեկան հաշվետվություն 2010», Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, Երևան, 2010, 120 էջ:
28. «Տարեկան հաշվետվություն 2009», Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, Երևան, 2009, 32 էջ:
29. «Տարեկան հաշվետվություն 2008», Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, Երևան, 2008, 60 էջ:
30. «Տարեկան հաշվետվություն 2007», Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, Երևան, 2007, 49 էջ:
31. «Տարեկան հաշվետվություն 2006», Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, Երևան, 2006, 136 էջ:
32. «Տարեկան հաշվետվություն 2005», Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, Երևան, 2005, 157 էջ:
33. Ա. Մարկոսյան, Գ. Նազարյան, Դ. Հախվերդյան, «Միջազգային տնտեսական հարաբերություններ», Մաս II, Երևանի Ճարտարապետության և շինարարության պետական համալսարան, Երևան, 2012, 639 էջ:
34. Զ. Թադևոսյան, Դ. Գալոյան, «Միջազգային տնտեսական ինտեգրացիա», , Հեղինակային Հրատարակություն, Երևան, 2006, 91 էջ:
35. Է. Զալինյան <<Արտաքին տնտեսական ցնցումների ազդեցությունը ՀՀ տնտեսական զարգացման վրա>>, Ատենախոսություն, ՀՊՏՀ, Երևան, 2011, 121 էջ:
36. Է. Վարդումյան, Վ. Մելիք-Փարսադամյան, «Եկամտաբերության Կորի Կառուցումը Նելսոն-Սիգելի մոդելով», Ֆինանսաներ և Էկոնոմիկա, N1-2 հունվար-փետրվար, Երևան, 2010, էջեր 79-80
37. Կ. Աթոյան, Դ. Հախվերդյան, «Համաշխարհային տնտեսության ինստիտուցիոնալ հիմքերը և Հայաստանի մարտահրավերները», ԲԱՆԲԵՐ ՀՊՏՀ 2(34), «ՏՆՏԵՍԱԳԵՏ» հրատարակճություն, Երևան 2014, էջեր 9-20:
38. Հ. Մաթևոսյան, Ա. Գրիգորյան, Վ. Մելիք-Փարսադանյան, «Պետական Պարտատոմսերի Ինդեքսներ», ՀՀ Կենտրոնական Բանկ, Երևան, 2015, 23 էջ:

39. Վ. Մելիք-Փարսադանյան, Ա. Գրիգորյան, Հ. Մաթևոսյան, «ՀՀ պետական պարտատոմսերի սփոթ կորի ռիսկ պրեմիան և ուռուցիկությունը», Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա, N5-6 (189-190), 2016, էջեր 39-43

40. Վ. Մելիք-Փարսադանյան, Ա. Գրիգորյան, «Փողի շուկայի հենքային տոկոսադրույքների առանձնահատկությունները», Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա, Երևան, N7-8 (169-170) հուլիս-օգոստոս 2014, էջեր 34-37:

41. "Interest Rate Instruments and Market Conventions Guide", OpenGamma, London, December 2013, 64 pages.

42. "Rating Symbols and Definitions", Moody's Investors Service, London, December 2016, 48 pages.

43. A. b. Abel, B. Bernanke, D. Croushore, "Macroeconomics, Student Value Edition (8th Edition)", Pearson, New York, 2013, 672 pages.

44. A. Illmanen "A Framework for Analyzing Yield Curve Trades", Salomon Brothers, New York, 1995, 28 pages.

45. A. Illmanen "Market's rate expectations and forward rates", Salomon Brothers, New York, 1995, 23 pages.

46. A. Illmanen, "Convexity Bias and the Yield Curve", Salomon Brothers, Antti Illmanen, New York, 1995, pages 26.

47. A. Illmanen, "Does Duration Extension Enhance Long-Term Expected Return", Salomon BrothersNew York, 1995,20 pages.

48. A. Illmanen, "Forecasting U.S. bond returns", Salomon Brothers, Antti Illmanen, New York, 1995, pages 24.

49. A. Illmanen, "Overview of Forward Rate Analysis", Salomon Brothers, New York, 1995, 22 pages.

50. A. Illmanen, "The Dynamics of the Shape of the Yield Curve: Empirical Evidence, Economic Interpretations and Theoretical Foundations", Salomon Brothers, Antti Illmanen, New York, 1995, pages 26.

51. A. Kobor, L. Shi, I. Zelenko, "What determines U.S. Swap Spreads?", World Bank Working Paper No. 62, The World Bank, Washington, D.C., 2005, 60 pages.

52. A. Morahan, C. Mulder, “Survey Of Reserve Managers: Lessons From The Crisis”, International Monetary Fund, Washington, D.C., 2013, 34 pages:

53. Antti Illmanen, “A Framework for Analyzing Yield Curve Trades”, Salomon Brothers, New York, 1995, 28 pages.

54. Bloomberg anywhere terminal data.

55. C.J Neely “Lessons From The Taper Tantrum”, Federal Reserve Bank of St. Louis, Economic Synopses, January 2014, 2 pages.

56. C.Reinhart, K.Rogoff, “This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly”, Princeton University Press, Scottsdale, 2011, 512 pages:

57. CFA Level I Volume 1 “Ethical and Professional Standards and Quantitative Methods”, CFA Institute, Whiley, Charlottesville, 2015, 732 pages.

58. CFA Level I Volume 4 “Corporate finance and portfolio management”, CFA Institute, Whiley, Charlottesville, 2015, 479 pages.

59. CFA Level I Volume 5 “Equity and Fixed Income”, CFA Institute, Whiley, Charlottesville, 2015, 900 pages.

60. CFA Level I Volume 6 “Derivatives and Alternative investments”, CFA Institute, Whiley, Charlottesville, 2015, 213 pages.

61. CFA Level II Volume 1 “Ethical and Professional Standards and Quantitative Methods”, CFA Institute, Whiley, Charlottesville, 2016, 718 pages.

62. CFA Level II Volume 3 “Corporate finance”, CFA Institute, Whiley, Charlottesville, 2016, 308 pages.

63. CFA Level II Volume 3 “Corporate finance”, CFA Institute, Whiley, Charlottesville, 2016, 308 pages.

64. CFA Level II Volume 4 “Equity”, CFA Institute, Whiley, Charlottesville, 2016, 570 pages.

65. CFA Level II Volume 5 “Fixed Income and Derivatives”, CFA Institute, Whiley, Charlottesville, 2016, 434 pages.

66. CFA Level II Volume 6 “Alternative investments and portfolio management”, CFA Institute, Whiley, Charlottesville, 2016, 523 pages.

67. D. Gujarati, "Basic Econometrics, Fourth Edition", The McGraw–Hill Companies, New York, 2004, 1032 pages.

68. F. Fabozzi, P. Peterson, “Financial management and analysis”, Wiley, New Jersey, 2003, 1024 pages.

69. F. J. Fabozzi, “The Handbook of Fixed Income Securities”, 7th Edition, McGraw-Hill, New-York, 2012, 1840 pages.

70. F. Mishkin “Is Monetary Policy Effective During Financial Crisis?”, NBER Working Paper Series, Cambridge, January 2009, 15 pages.

71. F.Fabozzi, L. Martellini, P. Priaulet, “Advanced Bond Portfolio Management”, Wiley, New Jersey, 2005, 558 pages.

72. FEDERAL RESERVE PRESS RELEASE, Board of Governors of The Federal Reserve System, December 16, 2015, 3 pages.

73. FEDERAL RESERVE PRESS RELEASE, Board of Governors of The Federal Reserve System, December, 2016, 3 pages.

74. FEDERAL RESERVE PRESS RELEASE, Board of Governors of The Federal Reserve System, March, 2017, 3 pages.

75. G. D. Burghardt “The Eurodollar Futures and Options Handbook”, McGraw-Hill, Boston, 2003, 350 pages.

76. G. D. Burghardt, T. M. Belton, “The Treasury Bond Basis: An In-Depth Analysis for Hedgers, Speculators, and Arbitrageurs”, Third Edition, McGraw-Hill, New York, 2005, 320 pages.

77. G. Gandolfo, "International Finance and Open-Economy Macroeconomics", Springer-Verlag, Berlin, Heidelberg 2002, 637 pages.

78. H. Naumer, A. Petersen, S. Scheurer, G. Krings, “Bond strategies: Behind or in front of the curve”, Allianz Global Investors GmbH, Frankfurt am Main, 2013, 12 pages.

79. J. Bluedorn, R. Duttagupta, J. Guajardo, P. Topalova, “Capital Flows are Fickle: Anytime, Anywhere”, International Monetary Fund, Washington, D.C., 2013, 37 pages.

80. J. D. Sachs, F. B. Larrain, "Macroeconomics in the Global Economy" Prentice Hall, New Jersey, 1993, 798 pages.

81. J. Labuszewski, “Understanding Eurodollar Futures”, CME Group, 2013, 24 pages.

82. J. Labuszewski, M. Kamradt, D. Gibbs, “Understanding Treasury Futures”, CME Group, 2013, 22 pages.

83. J.E.Stiglitz, “Freefall: America, Free Markets, and the Sinking o the World Economy”, W.W. Norton & Company, New York, London, 2010, 480 pages:

84. M. Draghi, Introductory statement to the press conference (with Q&A), Frankfurt am Main, June 2014.

85. M. Draghi, Introductory statement to the press conference (with Q&A), Frankfurt am Main, 2016.

86. M. Draghi, Introductory statement to the press conference (with Q&A), Frankfurt am Main, September 2014.

87. M. Draghi, Introductory statement to the press conference (with Q&A), Frankfurt am Main, December 2015.

88. M. Labonte “Monetary Policy and Federal Reserve: Current Policy and Conditions”, Congressional Research Service, DC, February 7, 2017, 22 pages.

89. M. Obstfield, J.C. Shambaugh, A.M. Taylor, “Financial Stability, the Trilemma, and International Reserves”, National Bureau of Economic Research, Cambridge, 2008, 48 pages.

90. Monetary and Capital Markets Department, “Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management”, International Monetary Fund, Washington, D.C., 2013, 39 pages.

91. Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, “Assessing Reserve Adequacy”, International Monetary Fund, Washington, D.C., 2011, 49 pages:

92. P. Krugman, “End This Depression Now”, W.W. Norton & Company, New York, London, 2013, 288 pages:

93. P. R. Krugman, M. Obstfeld, "International Economics: Theory and Policy, (10th Edition)", Pearson, New York, 2014, 792 pages.

94. R. David, "Advanced macroeconomics, 4th edition", McGraw-Hill Education, New York, 2012, 736 pages.

95. S. Dhar "Reserve Accumulation and Global Financial Stability: A Critical Assessment of IMF Concerns", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2012, 41 pages:

96. S.Lund, T. Daruvala, R.Dobbs, P. Härle, J-H. Kwek, R. Falcon, "Financial globalization: Retreat or reset?", McKinsey Global Institute, 2013, 20 pages.

97. Statement by Ben S. Bernanke Chairman Board of Governors of the Federal Reserve System before the Joint Economic Committee U.S. Congress May 22, 2013, 8 pages.

98. Strategy, Policy, and Review Department, "Reserve Accumulation and International Monetary Stability", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2010, 35 pages:

99. U. S. Das, A. Mazarei, H. van der Hoorn, "Economics of Sovereign Wealth Funds: issues for policymakers", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2010, 306 pages.

100. U.S. Das, Y. Lu, M. G. Papaioannou, I. Petrova, "Sovereign Risk and Asset and Liability Management-Conceptual Issues", International Monetary Fund, Washington, D.C., 2012, 44 pages.

101. V. Melik-Parsadanyan, "The Arithmetics of Par, Spot and Forward Curves" International Journal of Economics and Finance, Vol.8, No. 12, Toronto, 2016, pages 183-187.

102. W. Sharpe, G. Alexander, J. W Bailey "Investments", Sixth Edition, Prentice Hall, New Jersey, 1998, 962 pages.

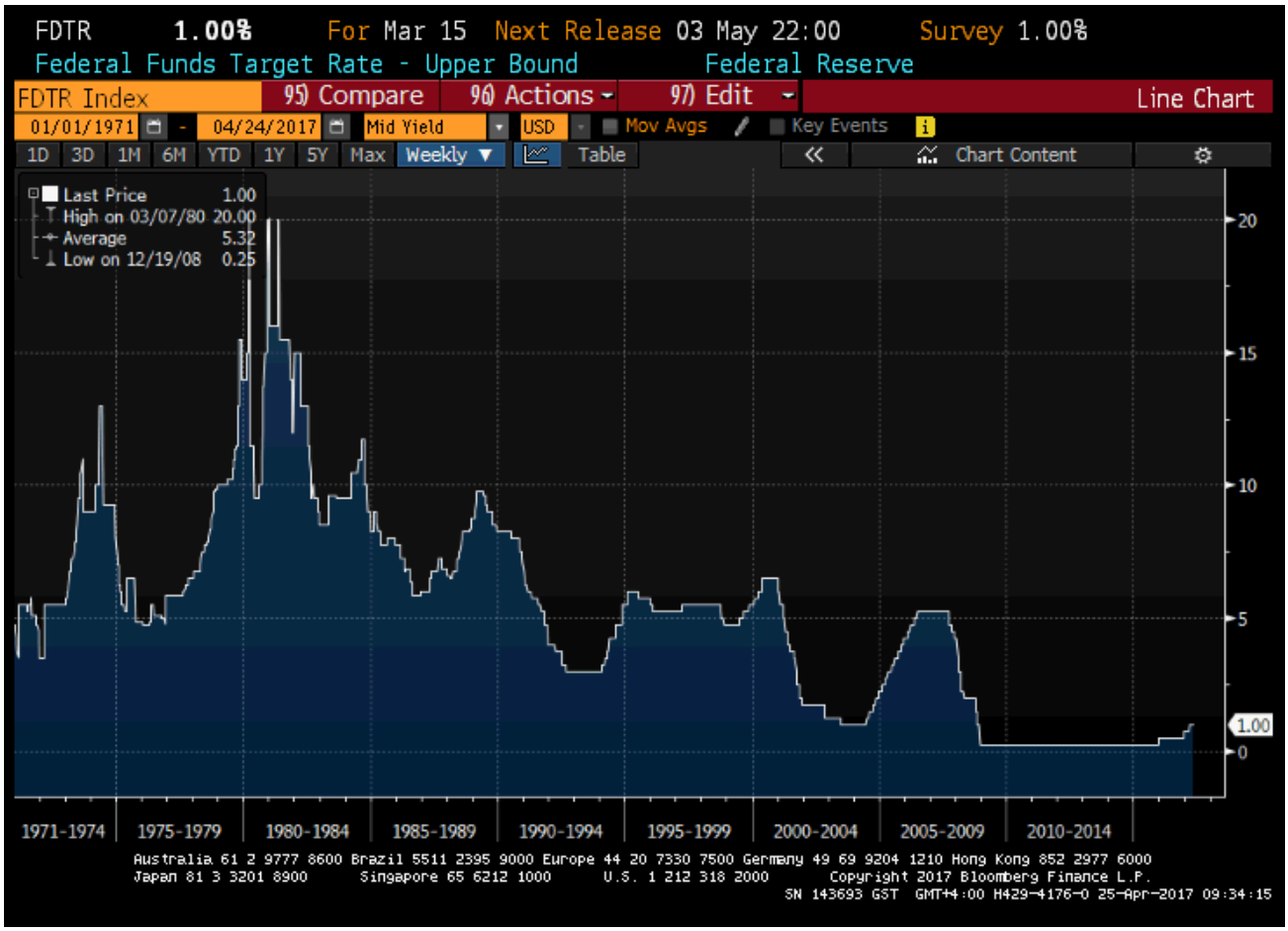
103. World development indicators, World Bank, Database.

Հավելվածներ 1-11

Հավելված 1

ԱՄՆ հիմնական դրամավարկային տոկոսադրույք՝ «fed funds» տոկոսադրույք, %

1971-2017



Աղբյուր՝ Bloomberg anywhere terminal data

Հավելված 2

2 տարի ժամկետայնությամբ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի մինչև մարում եկամտաբերություն, %, 1971-2017

Աղբյուր՝ Bloomberg anywhere terminal data

Հավելված 3

5 տարի ժամկետայնությամբ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի մինչև մարում եկամտաբերություն, %, 1962-2017

Աղբյուր՝ Bloomberg anywhere terminal data

Հավելված 4

10 տարի ժամկետայնությամբ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի մինչև մարում եկամտաբերություն, %, 1962-2017

Աղբյուր՝ Bloomberg anywhere terminal data

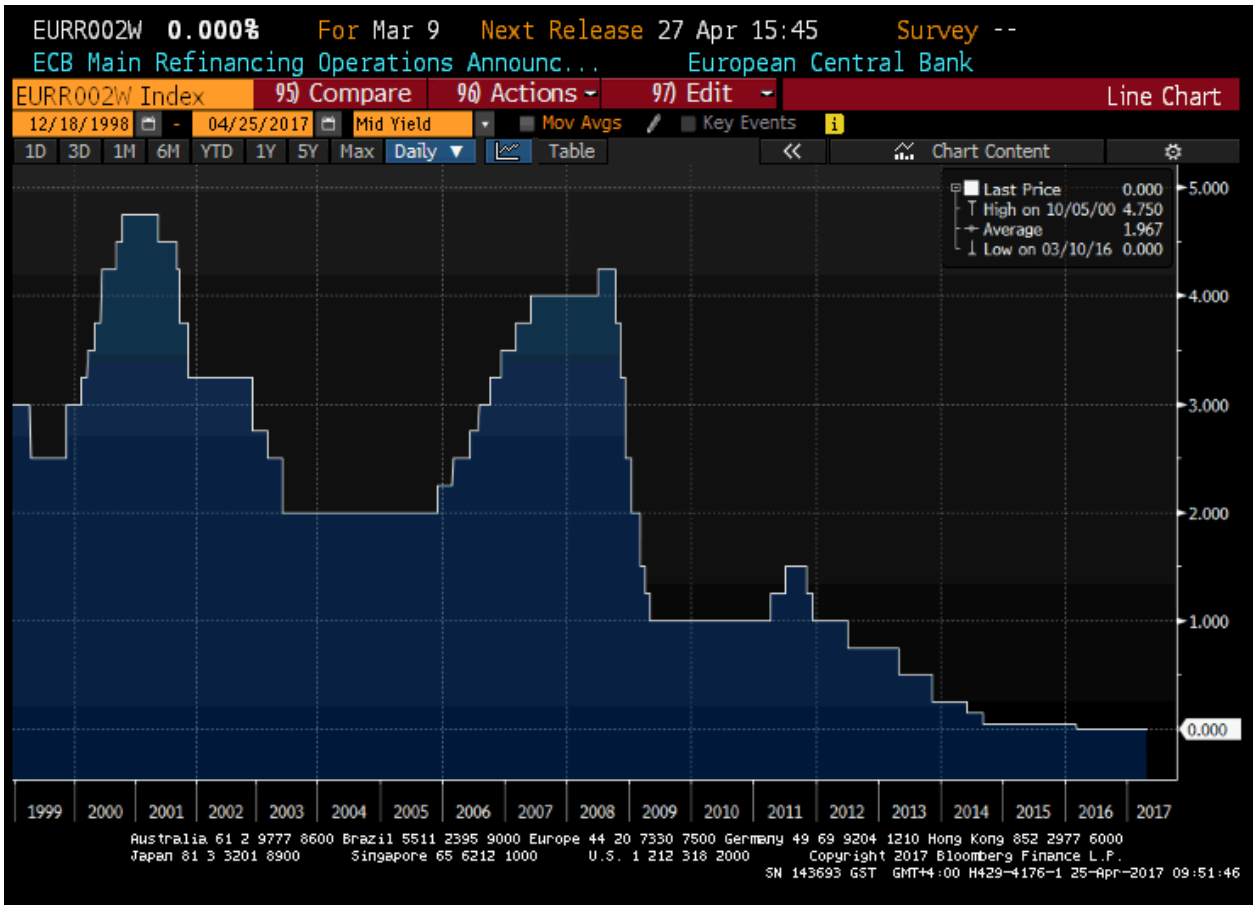
Հավելված 5

30 տարի ժամկետայնությամբ ԱՄՆ պետական պարտատոմսի մինչև մարում եկամտաբերություն, %, 1977-2017

Աղբյուր՝ Bloomberg anywhere terminal data

Հավելված 6

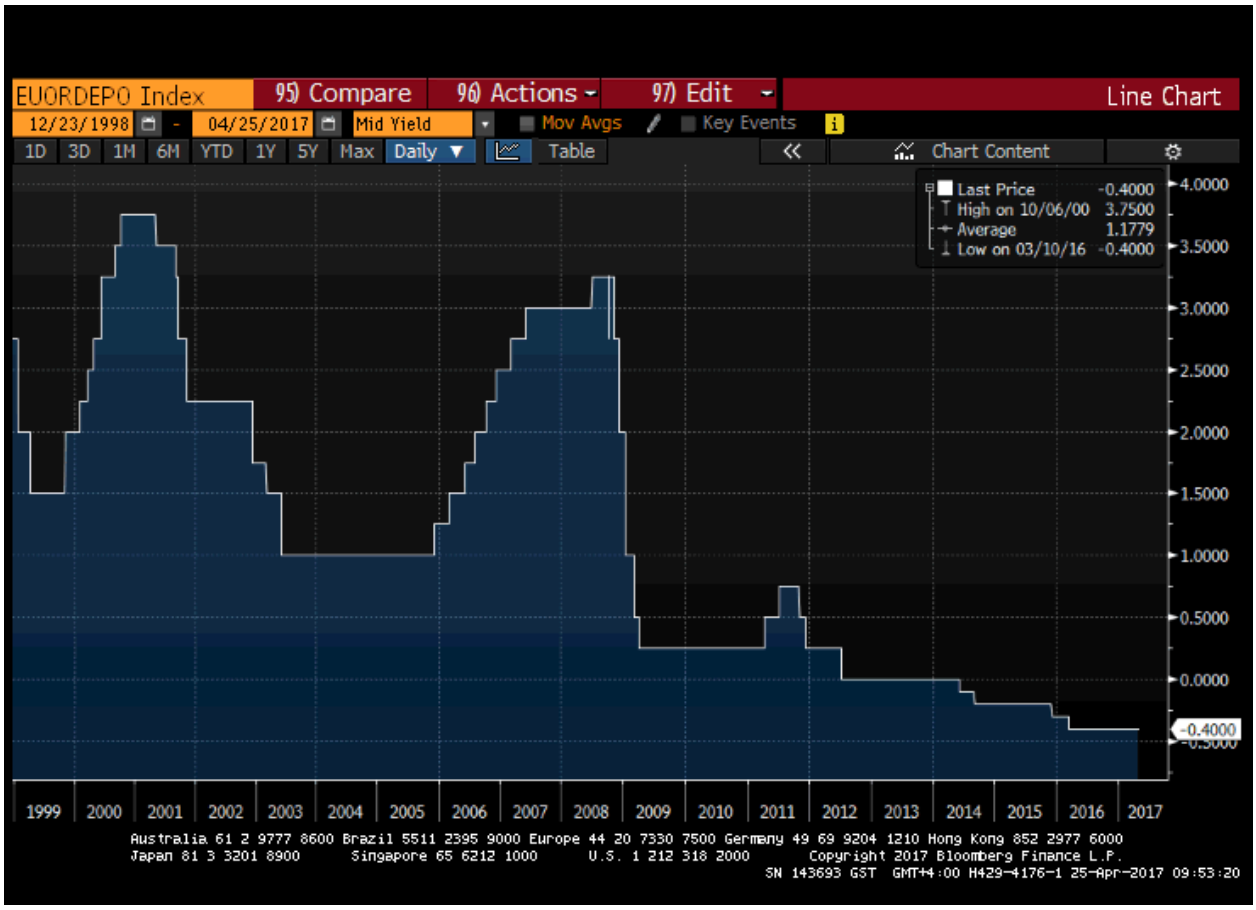
Եվրոպական Կենտրոնական Բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք, %, 1998-2017



Աղբյուր՝ Bloomberg anywhere terminal data

Հավելված 7

Եվրոպական Կենտրոնական Բանկի մշտական հնարավորության ավանդային տոկոսադրույք, %, 1998-2017



Աղբյուր՝ Bloomberg anywhere terminal data

Հավելված 8

2 տարի ժամկետայնությամբ գերմանական պետական պարտատոմսի մինչև մարում եկամտաբերություն, %, 1990-2017

Աղբյուր՝ Bloomberg anywhere terminal data

Հավելված 9

5 տարի ժամկետայնությամբ գերմանական պետական պարտատոմսի մինչև մարում եկամտաբերություն, %, 1990-2017

Աղբյուր՝ Bloomberg anywhere terminal data

Հավելված 10

10 տարի ժամկետայնությամբ գերմանական պետական պարտատոմսի մինչև մարում եկամտաբերություն, %, 1989-2017

Աղբյուր՝ Bloomberg anywhere terminal data

Հավելված 11

30 տարի ժամկետայնությամբ գերմանական պետական պարտատոմսի մինչև մարում եկամտաբերություն, %, 1994-2017

Աղբյուր՝ Bloomberg anywhere terminal data