

ՀԱՅ-ՌՈՒՍԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ԱՎԱԳՅԱՆ ՀԱՐՈՒԹՅՈՒՆ ԱԼԵՔՍԱՆԴՐԻ

ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՊԱՀՈՒՍՏՆԵՐԻ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ

(ՀՀ ՕՐԻՆԱԿՈՎ)

Ը.00.06 - «Միջազգային տնտեսագիտություն» մասնագիտությամբ

տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական

աստիճանի հայցման ատենախոսության

ՍԵՂՄԱԳԻՐ

ԵՐԵՎԱՆ - 2017

Ատենախոսության թեման հաստատվել է Հայատանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում:

Գիտական ղեկավար՝ տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
Դավիթ Ներսիկի Հախվերդյան

Պաշտոնական ընդդիմախոսներ՝ տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
Հրանտ Արարատի Բագրատյան

տնտեսագիտության թեկնածու
Նարեկ Համլետի Էսուբլարյան

Առաջատար կազմակերպություն՝ Երևանի պետական
համալսարան

Ատենախոսության պաշտպանությունը կայանալու է 2017 թվականի հունիսի 27-ին, ժամը 15³⁰-ին Հայ-Ռուսական համալսարանում գործող ՀՀ ԲՈՀ-ի Տնտեսագիտության թիվ 008 մասնագիտական խորհրդի նիստում:

Հասցեն՝ 0051, ք.Երևան, Հ. Էմինի 123:

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Հայ-Ռուսական համալսարանի գրադարանում:

Սեղմագիրն առաքված է 2017 թվականի մայիսի 27-ին:

008 մասնագիտական խորհրդի տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
գիտական քարտուղար՝ Ա.Մ.Սուվարյան

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ԸՆԴՀԱՆՈՒՐ ԲՆՈՒԹԱԳԻՐ

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 Կրուգմանը¹, Ջոզեֆ Ստիգլիցը² և Կառմեն Ռայնհարթը³: Ինչ վերաբերում է արտաքին տնտեսական ցնցումների ազդեցությանը ՀՀ տնտեսության վրա, ապա այս խնդրին մանրակրկիտ անդրադարձ է կատարվել Էմիլ Ջալիլյանի⁴ 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 աղեկվատ միջազգային պահուստների կարևորությունը՝ որպես արտաքին տնտեսական շուկերին դիմակայելու անհրաժեշտ գործոն: Աղեկվատության գնահատման հայեցակարգին հատուկ ուշադրություն է դարձնում ԱՄՀ-ն⁶ իր աշխատանքային խմբերով: Նպատակաուղղված և արդյունավետ տնտեսական քաղաքականությունը վերջին ու նախորդ բոլոր ճգնաժամների ընթացքում հանդիսացել է տնտեսական շուկերին հակազդելու լավագույն միջոց, իսկ տնտեսական քաղաքականություն իրականացնող մարմինների ենթակայության

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

² Աղբյուրը՝ 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 Աղբյուրը՝ C.Reinhart, K.Rogoff, «This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly», Princeton University Press, 2011, Scottsdale, 512 էջ:

⁴ Աղբյուրը՝ Է. Ջալիլյան «Արտաքին տնտեսական ցնցումների ազդեցությունը ՀՀ տնտեսական զարգացման վրա», Ատենախոսություն, ՀՊՏՀ, Երևան 2011, 121 էջ:

⁵ Աղբյուրը՝ Է. Ջալիլյան «Արտաքին տնտեսական ցնցումների ազդեցությունը ՀՀ տնտեսական զարգացման վրա», Ատենախոսություն, ՀՊՏՀ, Երևան 2011, 121 էջ, էջ 6:

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

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 արժույթային 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 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 այլընտրանքային 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 Ֆաբոջին, որի հիմնական աշխատություններից մեկն էլ հիմք է հանդիսացել սույն ատենախոսության մեջ ներկայացված մարտավարությունների մշակման համար⁷:

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 նպատակն է ուսումնասիրել ՀՀ միջազգային պահուստների կառավարմանն առնչվող

⁷ Աղբյուրը՝ 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 աղեկվատության գնահատման ավանդական և արդի մոտեցումները,
- մշակել ՀՀ միջազգային պահուստների աղեկվատության նոր հայեցակարգ,
- գնահատել ՀՀ միջազգային պահուստների աղեկվատության 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 աղեկվատության 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 թերազնահատված 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 առաջարկված 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 առաջարկված 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 արժույթավարկային 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):

ԱՄԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ

Ատենախոսության **ներածությունում** հիմնավորվել է թեմայի արդիականությունը, սահմանվել են հետազոտության նպատակը և խնդիրները: Ներկայացվել են հետազոտության առարկան և օբյեկտը, տեսական, մեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը, հիմնական արդյունքները, գիտական նորույթը և գործնական նշանակությունը:

Ատենախոսության առաջին՝ **«Միջազգային պահուստների էությունը, գործառույթները, կառավարման հիմնական սկզբունքները»** գլխում բացահայտվել է միջազգային պահուստների էությունը, տրվել է վերջիններիս սահմանումը, անդրադարձ է կատարվել միջազգային պահուստների հիմնական գործառույթներին, իսկ գլխի վերջում ներկայացվել են ԱՄՀ կողմից իրականացրած հարցման⁸ արդյունքները, որոնք հնարավորություն են տալիս որոշակի պատկերացում կազմել միջազգային պահուստների կառավարման հիմնական սկզբունքների վերաբերյալ:

ԱՄՀ վճարային հաշվեկշռի ձեռնարկի համաձայն՝ *միջազգային պահուստային ակտիվները (այսուհետ նաև՝ միջազգային պահուստները)*⁹ *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 նմանադիպ այլ գործառույթների համար*¹⁰: Համաձայն միջազգային պահուստների կառավարման ԱՄՀ ուղեցույցի՝ միջազգային պահուստների առկայությունը հետապնդում է հետևյալ նպատակները¹¹:

- ապահովել վստահությունը երկրի կողմից իրականացվող դրամավարկային և արժույթային քաղաքականության նկատմամբ՝ երաշխավորելով իրացվելիության որոշակի մակարդակ,
- ֆինանսական շուկայի մասնակիցներին վստահություն ներշնչել,

⁸ Աղբյուրը՝ A. Morahan, C. Mulder, «Survey Of Reserve Managers: Lessons From The Crisis», International Monetary Fund, Washington, D.C., 2013, 34 pages:

⁹ Լրացումը հեղինակին է:

¹⁰ 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 11:

¹¹ Աղբյուրը՝ Monetary and Capital Markets Department, «Revised Guidelines for Foreign Exchange Reserve Management», International Monetary Fund, Washington, D.C., 2013, 39 pages, էջ 4:

- բավարարել երկրի կառավարության կողմից արտարժույթի նկատմամբ պահանջարկը,
- բնական աղետների և արտակարգ իրավիճակների ժամանակ օգտագործելու նպատակով ապահովել արտարժույթով արտահայտված իրացվելի միջոցների հասանելիությունը:

Միջազգային պահուստների հավելանքի միջին տարեկան տեմպը 1990 թ.-ից կազմել է շուրջ **10%**, մինչդեռ զարգացած երկրներում այն կազմել է **6%**, իսկ զարգացող երկրներում՝ **15%**: Վերջինիս արդյունքում արդեն 2004 թ.-ին զարգացող երկրների միջազգային պահուստների մակարդակը գերազանցեց զարգացած երկրների միջազգային պահուստների մակարդակը:

Այսպիսով, 2015 թ.-ին զարգացող երկրների միջազգային պահուստները, ընդհանուր առմամբ, հավասար էին **5.6 ամսվա ներմուծմանը** և **կարճաժամկետ համախառն արտաքին պարտքի 116%-ին**¹²:

Միջազգային պահուստների կտրուկ աճը ԱՄՀ-ն պայմանավորում է որոշ զարգացող երկրների կողմից ազգային արժույթի *արժևորումը կանխելու նպատակով արժույթային շուկաներում արտարժույթի զույր առքի ծավալների աճով*¹³:

Հատկանշական է, որ 2016թ. սեպտեմբերի դրությամբ միջազգային պահուստների շուրջ 60%-ը ներդրված է ԱՄՆ դոլարով արտահայտված ֆինանսական գործիքներում, մինչդեռ եվրոյի կշիռը կազմում է մոտ 20%, իսկ բրիտանական ֆունտի և ճապոնական իենի կշիռները՝ յուրաքանչյուրը մոտ 4.5%¹⁴:

Ատենախոսության երկրորդ՝ «**Միջազգային պահուստների աղեկվատության մակարդակի գնահատումը**» գլխում հիմնավորվել է ՀՀ միջազգային պահուստների աղեկվատության գնահատման անհրաժեշտությունը, ներկայացվել են միջազգային պահուստների աղեկվատության գնահատման ավանդական ցուցանիշները, ժամանակակից մոտեցումները, գնահատվել է ՀՀ միջազգային պահուստների աղեկվատությունը ավանդական ցուցանիշների միջոցով, ինչպես նաև մշակվել է նոր հայեցակարգ՝ հիմնված ԱՄՀ մեթոդաբանության համար՝ գնահատելու ՀՀ միջազգային պահուստների աղեկվատությունը: Գլխում ներկայացվել են նաև ՀՀ միջազգային պահուստների կառավարման հիմնական սկզբունքները:

2013թ-ին ՀՀ միջազգային պահուստների ուղղակի ծախսերը հավասար են եղել մոտ **1.9%-ի**¹⁵: 2016թ-ի վերջին արտարժույթային եվրոպարտատումսի եկամտաբերությունը կազմել է մոտ **6.9%**¹⁶, իսկ 2 տարի ժամկետայնությամբ ԱՄՆ պետական պարտատումսի

¹² Հեղինակի կողմից կատարված հաշվարկներ:

¹³ Աղբյուրը՝ Strategy, Policy, and Review Department, «Reserve Accumulation and International Monetary Stability», International Monetary Fund, Washington, D.C., 2010, 35 pages, էջ 7:

¹⁴ Աղբյուրը՝ Bloomberg anywhere terminal data.

¹⁵ Աղբյուրը՝ «ՀՀ Պետական պարտքի ամսական տեղեկագիր», մարտ 2017:

¹⁶ Աղբյուրը՝ «ՀՀ Պետական պարտքի ամսական տեղեկագիր», մարտ 2017:

եկամտաբերությունը՝ շուրջ 1.2%¹⁷, ինչի պարագայում ՀՀ միջազգային պահուստների այլընտրանքային արժեքը կարող է կազմել 5.7%: Վերջին հանգամանքով էլ նաև պայմանավորված է ՀՀ միջազգային պահուստների աղեկվատության գնահատման արդիականությունը:

2016թ. սեպտեմբերի դրությամբ¹⁸ 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 ազդեցատների նկատմամբ հարաբերությանը, ապա միջազգային պահուստները կազմում են M2X¹⁹ դրամային լայն զանգվածի շուրջ 50%²⁰-ը: Միևնույն ժամանակ, միջազգային պահուստների և ռեզիդենտների կողմից ազգային արժույթով ավանդների հարաբերակցությունը կազմում է շուրջ 71%²¹: Հիմնվելով աղեկվատության գնահատման վերոնշյալ չափորոշիչների վրա՝ կարող ենք եզրակացնել, որ ՀՀ միջազգային պահուստները որոշակիորեն գերազանցում են աղեկվատ մակարդակը:

Հաշվի առնելով միջազգային պահուստների աղեկվատության գնահատման ավանդական ցուցանիշների թերությունները՝ կենտրոնացումը ռիսկերի նեղ շրջանակի վրա, սահմանաչափերի սուբյեկտիվ և էմպիրիկորեն չպայմանավորված մակարդակը՝ ԱՄՀ կողմից առաջարկվել է աղեկվատության գնահատման մի ցուցանիշ, որը զուրկ կլինի վերոնշյալ թերություններից: Փորձելով համատեղել հարաբերական պարզ չափորոշիչի առավելությունները և ընդգրկել հիմնական ռիսկերի աղբյուրները՝ ԱՄՀ չափանիշը կենտրոնանում է ռիսկի չորս տարբեր աղբյուրների վրա.

- արտահանումից սրագված եկամուտների տարանդակակնություն.
- երկրի համախառն արտաքին պարտավորություններ,
- այլ արտաքին պարտավորություններ,
- կապիտալի փախուստի պարագայում անհրաժեշտ միջազգային պահուստների մակարդակը հաշվի առնելու համար սույն ցուցանիշներում ներառվում է դրամական լայն զանգվածը՝ M2-ը:

Հաշվարկվել է վերոնշյալ չորս գործոնների տատանողականության մակարդակը: Հաշվարկն իրականացվել է հետևյալ կերպ. նախ գնահատվել է տնտեսական շուկերի ժամանակ տվյալ գործոնների հարաբերական փոփոխությունը, այնուհետև

¹⁷ Աղբյուրը՝ Bloomberg anywhere terminal data:

¹⁸ Ներքոնշյալ գծոններով աղեկվատության 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:

¹⁹ Հեղինակների կողմից դիտարկվել է M2X դրամային զանգվածը, քանի որ ԱՄՀ մեթոդաբանությունում ընտրված դրամային զանգվածը ներառում է նաև արտարժույթով ավանդները:

²⁰ Այս ցուցանիշը հաշվարկվել է 2016թ. վերջի դրությամբ:

²¹ Այս ցուցանիշը հաշվարկվել է 2016թ. վերջի դրությամբ:

հաշվարկվել է այդ փոփոխությունների 10-րդ տոկոսային կետը (percentile), որը և հանդիսանում է տվյալ ռիսկի գործոնի կշիռը չափանիշի գնահատման համար:

Ատենախոսության հեղինակի կողմից հաշվարկվել է չափորոշիչի մի քանի տարբերակ: 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 կշիռն հավասար մակարդակի վրա: 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 ստացված վարձատրության և տրանսֆերտների մակարդակը՝ հեղինակի կողմից գնահատված 83% և 43% ռիսկի կշռով դրամական հոսքերի համապատասխան տեսակների համար:

Այսպես, ըստ վերոնշյալ երեք չափորոշիչների << միջազգային պահուստների մակարդակը հնարավոր է գնահատել որպես ադեկվատ, քանի որ << միջազգային պահուստներ/չափորոշիչ հարաբերակցությունը գտնվում է չափորոշիչի նկատմամբ 100-150% միջակայքում, որը ԱՄՀ կողմից գնահատվել է, որպես ադեկվատության շեմ²²:

Հաշվարկվել է չափորոշիչի ևս երկու տարբերակ, որը հաշվարկվում է ատենախոսի կողմից << տնտեսության համար գնահատված ռիսկի կշիռների օգտագործմամբ: Հաշվի առնելով գնահատված ռիսկի կշիռները՝ առաջին կառուցած ադեկվատության չափորոշիչը իրենից ենթադրում է ռիսկի գործոնների կշռված գումար, որտեղ որպես ռիսկի գործոններ ներառվել են՝ արտահանումը, աշխատողների՝ արտասահմանից ստացված վարձատրությունը և ընթացիկ տրանսֆերտների մեծությունը, ռեզիդենտների ավանդները ազգային արժույթով, պորտֆելային և այլ պարտավորությունները: Իսկ ահա երկրորդ տարբերակում ներառվել է << ներմուծման մակարդակը, ռեզիդենտների ավանդները ազգային արժույթով, պորտֆելային և այլ պարտավորությունները: Նշենք, որ այս երկու չափորոշիչների գծով էլ << միջազգային պահուստները գնահատվում են որպես ադեկվատ:

Ինչ վերաբերում է <<-ում միջազգային պահուստների կառավարման հիմնական սկզբունքներին, ապա ռաումնասիրելով << ԿԲ տարեկան հաշվետվությունները²³,

²² Աղբյուրը՝ Assessing Reserve Adequacy, Prepared by Monetary and Capital Markets, Research, and Strategy, Policy, and Review Departments, IMF, February 14, 2011, էջ 27:

²³ Աղբյուրը՝ «Տարեկան հաշվետվություն 2015» Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ, Երևան, 2015, 164 էջ, էջեր 109-163:

ինչպես նաև Միջազգային պահուստների և արտարժույթային իրացվելիության ստանդարտ աղյուսակները²⁴, կարելի է եզրահանգել՝

- (1) ՀՀ ԿԲ միջազգային պահուստների շուրջ 60%-ը ներդրված է արժեթղթերում,
- (2) միջազգային պահուստների գրեթե 100%-ը ներդրված է ՀՓԻ (հատուկ փոխառելիության իրավունք) գանբյուրի մեջ ներառված արժույթներում,
- (3) ՀՀ ԿԲ կարող է կնքել տոկոսադրույքի ֆյուչերսային գործարքներ,
- (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:

Ատենախոսության երրորդ՝ «**Միջազգային պահուստների եկամտաբերության բարձրացման ուղիները՝ ՀՀ միջազգային պահուստների ներդրումային միջավայրի համատեքստում**» գլխում բացահայտվել են միջազգային պահուստների կառավարիչների առաջ ծառայած երկու խնդիրներ՝ ԱՄՆ դոլարով արտահայտված դրամական միջոցների կառավարման, և եվրոյով արտահայտված դրամական միջոցների կառավարման գործընթացում:

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 ատենախոսը առաջարկել է 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՝

²⁴ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ պաշտոնական կայք էջ (տեղեկատվությունը հասանելի է <https://www.cba.am> կայքում):

- 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՝
 - (1) 3 տարի ժամկետայնությամբ սվոփ սպրեդի ռիսկը հեջավորվել է 2 տարի ժամկետայնությամբ սվոփ սպրեդի վաճառքով,
 - (2) այսինքն՝ եթե հեջավորումից հետո 2 և 3 տարի ժամկետայնությամբ սվոփ սպրեդերի տարբերությունը փոխվի, դա կհանգեցնի լրացուցիչ եկամտի/կորստի,
 - (3) այս ռիսկը բազմակի փոքր է այլ հեջավորման գործիքների կիրառման հետևանքով առաջացող հնարավոր կորստից. անգամ ճգնաժամային տարիներին ընդամենը 25բ.կ., իսկ միջինում՝ ընդամենը 4.5 բ.կ.:

Որպես ընդհանուր մոտեցում տվյալ մարտավարության իրականացման համար՝ ատենախոսը արձանագրել է, որ՝

- ✓ 2 տարուց երկար և 5 տարուց կարճ ցանկացած ժամկետայնությամբ 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,
- ✓ այդ նպատակով անհրաժեշտ է գնված ոչ պետական պարտատոմսը նախ հեջավորել Eurodollar ֆյուչերսային պայմանագրերով, որի արդյունքում անուղղակիորեն կառաջանա այդ պարտատոմսի ժամկետայնությամբ սվոփ սպրեդի երկար դիրք,
- ✓ այդ երկար դիրքն անհրաժեշտ է հեջավորել այդ ժամկետայնության սվոփ սպրեդի հետ առավել կոռելացիա ունեցող սվոփ սպրեդի կարճ դիրք գրավելով՝ վաճառելով 2 կամ 5 տարի ժամկետայնության ԱՄՆ պետական պարտատոմսի ֆյուչերսը և գնելով համապատասխան Eurodollar ֆյուչերսային պայմանագրերը,
- ✓ սվոփ սպրեդերի երկար և կարճ դիրքերի ռիսկը²⁵՝ PVO1-ը, պետք է իրար հավասար լինեն:

²⁵ Աղբյուրը՝ F. J. Fabozzi, «The Handbook of Fixed Income Securities», 7th Edition, McGraw-Hill, New-York, 2012, 1840 pages, էջ 222:

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

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

Նման իրավիճակում ատենախոսությունում առաջարկվել է մի մոտեցում, որը հնարավորություն կտա կրճատել, իսկ որոշ պարագաներում նաև դրական տոկոսային եկամուտ ապահովել բացասական տոկոսադրույքով պարտատոմսերի գնումից:

Հեղինակն առաջարկում է թերագնահատված 2, 5 և 10²⁶ 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 պարտատոմսի առքից ստացված տոկոսային եկամտին, անգամ կարող է դրական լինել:

Դիցուք՝

- (1) գնվել է XYZ ²⁷ տարի ժամկետայնությամբ պարտատոմս $x\%$ -մինչև մարում եկամտաբերությամբ,
- (2) վաճառվել է 5 տարի ժամկետայնությամբ գերմանական պետական պարտատոմսի ֆյուչերս, ֆյուչերսի հիմքում ընկած պարտատոմսի՝ CTD²⁸-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/365²⁹, իսկ ռեպո տոկոսադրույքինը՝ ACT/360,
- (5) ներդրումային հորիզոնի վերջում պարտատոմսի դյուրացիա՝ d ,
- (6) փոխարկման գործակից (conversion factor)՝ f^{30} :

²⁶ 2, 5 և 10 տարի ժամկետայնությունը ընտրվել է այն պատճառով, որ այս ժամկետայնությունների համար ցուցակված են գերմանական պեպտական պարտատոմսի ֆյուչերսներ:

²⁷ Սկզբունքը չի փոխվում վերոնշյալ ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի յուրաքանչյուրի ընտրության պարագայում:

²⁸ Աղբյուր՝ F. J. Fabozzi, «The Handbook of Fixed Income Securities», 7th Edition, McGraw-Hill, New-York, 2012, 1840 pages, էջ 1204

²⁹ Կարող է լինել տոկոսագումարի հաշվեգրման ցանկացած հիմք՝ կախված ֆյուչերսային պայմանագրի տեսակից, այս հիմքը ընտրվել է որպես օրինակ:

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

$$x\% * t/365 / d - (y\% * t/365 - z\% * t/360) / (d * f) = nc \quad (1)$$

Այսպիսով, ատենախոսի 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 հանգամանքներում այս մարտավարության կիրառումից ստացված տոկոսային եկամուտը կգերազանցի պարտատոմսի առքից ստացված տոկոսային եկամտին:

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

$$x\% * t/365 / d - (y\% * t/365 - z\% * t/360) / (d * f) > x\% * t/365 / d \quad (2),$$

որից

Քանի որ $f > 1$ ՝ հաճախ շատ մոտ է 1^{31} -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՝

$$x\% * t/365 / d - (y\% * t/365 - z\% * t/360) / (d * f) > x\% * t/365 / d \quad (3)$$

Պահպանելով նախորդ կետի մոտարկումները,

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

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

³⁰ Աղբյուրը՝ F. J. Fabozzi, "The Handbook of Fixed Income Securities", 7th Edition, McGraw-Hill, New-York, 2012, 1840 pages, էջ 1202

³¹ Աղբյուրը՝ Bloomberg anywhere terminal data:

Ատենախոսության «Եզրակացություններ» բաժնում կատարված ուսումնասիրությունների և կատարված վերլուծությունների ու հաշվարկների հիման վրա ամփոփվել են հետազոտության արդյունքում ստացված եզրակացություններն ու առաջարկությունները.

1. Միջազգային պահուստների արժույթակազմի ընտրության հարցում կարևորագույն գործոններն են ԿԲ և կառավարության արտաքին պարտքի արժույթակազմը, տվյալ երկրի արտաքին առևտրի արժույթակազմը, համապատասխան արժույթների իրացվելիության և այդ արժույթներով հասանելի համապատասխան ֆինանսական գործիքների առկայությունը (սվոփ, ֆորվարդ): ՀՀ-ում բացակայում է արտաքին առևտրի արժույթակազմի վերաբերյալ հրապարակվող վիճակագրությունը, այդ իսկ պատճառով անհնար է դատողություն անել, թե ինչպիսին պետք է լինի ՀՀ միջազգային պահուստների արժույթային կառուցվածքը՝ արտաքին առևտրի արժույթային կառուցվածքի տեսանկյունից:

2. 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 շուկերից կամ կմեղմի դրանց ազդեցությունը, իսկ մյուս կողմից, դրանց այլընտրանքային արժեքը խիստ մեծ չի լինի: Որպես աղեկվատ սահմանվեց միջազգային պահուստների այն մակարդակը, որը մի կողմից որոշակի մակարդակով կապահովագրի երկրներին արտաքին շուկերից կամ կմեղմի դրանց ազդեցությունը, իսկ մյուս կողմից էլ, որի այլընտրանքային արժեքը խիստ մեծ չի լինի:

3. 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: 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 թողարկված եվրոպարտատոմսի և ԱՄՆ կարճաժամկետ պետական պարտատոմսի եկամտաբերությունների տարբերություն:

4. ՀՀ ԿԲ միջազգային պահուստների շուրջ 60%-ը ներդրված է արժեթղթերում, միևնույն ժամանակ միջազգային պահուստների գրեթե 100%-ը ներդրված է ՀՓԻ զամբյուղի մեջ ներառված արժույթներում: Միևնույն ժամանակ ՀՀ ԿԲ կողմից չի հրապարակվում, թե ինչպիսին է ՀՀ միջազգային պահուստների արժույթակազմը 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:

5. Հաշվի առնելով ադեկվատության ավանդական ցուցանիշները՝ ՀՀ միջազգային պահուստները փոքր-ինչ 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 կազմում է շուրջ 71%: Հաշվի առնելով վերոնշյալ չափորոշիչները՝ ՀՀ միջազգային պահուստները որոշակիորեն գերազանցում են ադեկվատ մակարդակը:

6. Ատենախոսը ՀՀ միջազգային պահուստների ադեկվատության գնահատման համար, ԱԱՀ մեթոդաբանության հիման վրա, հաշվարկել է չափորոշիչի մի քանի տարբերակ՝ իր կողմից առաջարկվող լրացումներով: Այսպես, նախ հաշվարկվել է ադեկվատության չափորոշիչը՝ հաշվի առնելով ԱԱՀ ռիսկի գործոնները և ԱԱՀ կշիռները: Այնուհետև, հաշվարկվել է ադեկվատության չափորոշիչը՝ հաշվի առնելով ԱԱՀ 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: Այնուհետև գնահատվել է չափորոշիչի ևս մի տարբերակ: Այս անգամ չափորոշիչի հաշվարկման ժամանակ օգտագործվել են ԱԱՀ կողմից առաջարկված ռիսկի գործոնները իրենց համապատասխան կշիռներով, սակայն որպես լրացուցիչ ռիսկի գործոն ներմուծվել է աշխատողների՝ արտասահմանից փոխանցվող աշխատավարձերի և ընթացիկ տրանսֆերտների մակարդակը՝ հեղինակի 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: ԱԱՀ հետազոտությունների արդյունքում գնահատվել է, որ ադեկվատ է համարվում միջազգային պահուստների այն մակարդակը, որի պարագայում միջազգային պահուստներ/չափորոշիչ հարաբերակցությունը գտնվում է 100-150% միջակայքում: Այս չափորոշիչների հիման վրա ատենախոսը եզրակացրել է, որ ՀՀ միջազգային պահուստների մակարդակը ադեկվատ է:

7. 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 կոռեկցիայի նվազումը նույնաժամկետ բարձր վարկանիշ ունեցող վերազգային և գործակալական պարտատոմսերի հետ: Այս կոռեկցիա 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:

Աշխատանքում ներկայացվել է նաև Եվրամիության ֆինանսական շուկաներում առաջացած հիմնախնդիրներից մեկը, որը խոչընդոտում է դրական եկամտաբերություն ապահովելուն և առաջակվել է 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, հեղինակը առաջարկում է թերագնահատված բացասական տոկոսադրույքով պարտատոմսերը հեջավորել գերմանական պետական պարտատոմսերի 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 ֆյուչերսի տոկոսադրույքի տարբերությունը դրական է, ապա մարտավարության տոկոսային եկամուտը կլինի ավելի բարձր քան գնված պարտատոմսի տոկոսային եկամուտն է:

Ելնելով կատարված հետազոտության արդյունքներից՝ ՀՀ միջազգային պահուստների արդյունավետ կառավարման համար **առաջարկվել է** իրականացնել հետևյալ միջոցառումները.

1. Ուսումնասիրել ՀՀ արտաքին առևտրի արժույթակազմի բաղադրությունը՝ ելնելով ՀՀ-ում այստեսակ վիճակագրության բացակայությունից և տվյալ գործոնների կարևորությունից՝ միջազգային պահուստների արժույթակազմը որոշելիս:

2. Պահպանել միջազգային պահուստների և հեղինակի կողմից առաջարկված չափորոշիչի միջև հարաբերակցությունը 100-150% միջակայքում, որը և ԱՄՀ կողմից համարվում է որպես միջազգային պահուստների ադեկվատ ծավալ:

3. Միջազգային պահուստների կազմում ԱՄՆ դոլարով ակտիվների առկայության պարագայում թերագնահատված 2-ից երկար և 5-ից կարճ ժամկետայնությամբ թերագնահատված ոչ պետական պարտատոմսերի հեջավորումը իրականացնել առաջարկված մարտավարության հիման վրա՝ չեզոքացնելով շուկայական, եկամտաբերության կորի և սվոփ սպրեդի ռիսկերը:

4. Միջազգային պահուստների կազմում եվրոյով ակտիվների առկայության պարագայում գնել թերագնահատված ոչ պետական բարձր վարկանիշով պարտատոմսեր և հաշվի առնելով պարտատոմսի, ֆյուչերսի և ռեպո տոկոսադրույքների հարաբերակցությունը՝ բացասական տոկոսադրույքով պարտատոմսերի բացասական տոկոսային եկամուտը վերածել դրականի:

Ատենախոսության հիմնական դրույթներն ամփոփված են հեղինակի հետևյալ հրապարակումներում.

1. Հ. Ավագյան «Առաջատար կենտրոնական բանկերի դրամավարկային քաղաքականությունը 2015թ-ում», Այլընտրանք գիտական հանդես, հոկտեմբեր-դեկտեմբեր 2014, Երևան 2014, էջեր 36-45:

2. Հ. Ավագյան, «Պետական պարտատոմսերի ֆյուչերսների տոկոսային եկամուտը», Գիտելիք, Նորաստեղծություն և զարգացում ՀՊՏՀ 25-րդ գիտաժողովի նյութեր, ՀՊՏՀ, Երևան, Տնտեսագետ, 2015, էջեր 46-53:

3. Հ. Ավագյան «Բացասական տոկոսադրույքների պարագայում բացասական տոկոսային եկամտի նվազեցման և/կամ դրական տոկոսային եկամտի վերափոխման մարտավարություն», Այլընտրանք գիտական հանդես, հոկտեմբեր-դեկտեմբեր 2016, Երևան 2016, էջեր 363-369:

4. Հ. Ավագյան «ՀՀ միջազգային պահուստների համարժեքության գնահատման նոր չափորոշիչ», Այլընտրանք գիտական հանդես, հունվար-մարտ 2017, Երևան 2017, էջեր 173-179:

5. Հ.Ավագյան «ԱՄՆ ֆինանսաան շուկաների նոր մարտահրավերը և միջազգային պահուստների կառավարման արդյունավետությունը», Այլընտրանք գիտական հանդես, հունվար-մարտ 2017, Երևան 2017, էջեր 180-186

АВАГЯН АРУТЮН АЛЕКСАНДРОВИЧ

ОСНОВНЫЕ ПРОБЛЕМЫ УПРАВЛЕНИЯ МЕЖДУНАРОДНЫМИ РЕЗЕРВАМИ (НА ПРИМЕРЕ РА)

Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.06 – «Международная экономика».

Защита состоится 27-го июня 2017г., в 15³⁰, на заседании специализированного совета по экономике 008 ВАК РА, действующего при Российско-Армянском университете по адресу. Адрес: 0051, г. Ереван, ул. Овсепя Эмина 123.

РЕЗЮМЕ

Международный экономический кризис 2008 года продемонстрировал важную роль, которую могут сыграть международные резервы страны в целях поддержания стабильности финансовой системы государства. Последствия кризиса, выражаются, в том числе, и в рекордно низких, а порой и отрицательных, процентных ставках в США и еврозоне. Функции международных резервов по обеспечению стабильности финансовой системы государства, новый порядок, царящий на финансовых рынках США и еврозоны, обусловили необходимость изучения адекватности международных резервов. Эти факторы также обуславливают потребность изучения основных проблем, препятствующих эффективному управлению международными резервами.

Объекты исследования - внешний сектор экономики РА, а также облигации с высоким кредитным рейтингом, номинированные в долларах США и евро. Предметом исследования являются проблемы управления международными резервами на мировых финансовых рынках и задачи оценки адекватности международных резервов РА.

В рамках исследования автором были поставлены и решены следующие задачи:

- выработать новый критерий оценки адекватности международных резервов РА,
- на основе выработанного критерия оценить адекватность международных резервов РА,
- изучить концепцию управления международными резервами РА,
- изучить рынки облигаций, номинированных в долларах США и евро, и с высоким кредитным рейтингом,
- выработать стратегию, которая позволит увеличить доходность денежных средств, номинированных в долларах США, при минимальных дополнительных рисках,
- выработать стратегию, которая позволит уменьшить и/или превратить в положительный отрицательный процентный доход недооцененных облигаций с отрицательной доходностью до погашения, с высоким кредитным рейтингом и номинированных в евро.

В диссертационном исследовании дана оценка адекватности международных резервов Республики Армения с применением традиционных методов, а также на основе нового параметра оценки адекватности, предложенного автором диссертации, с использованием методики Международного валютного фонда. Автор включил в число параметров определения адекватности международных резервов РА потоки частных трансфертов и заработной платы, полученных из-за границы. В результате исследований автор пришел к выводу о том, что международные резервы РА превышают уровень адекватности с точки зрения традиционных параметров оценки, но адекватны с точки зрения предложенного в диссертации метода оценки адекватности.

Из-за низких процентных ставок в США и риска их роста, растет привлекательность получения большего дохода при покупке негосударственных, высококачественных облигаций и хеджировании их процентного риска. В результате хеджирования облигаций со сроком до погашения от 2 до 5 лет при помощи свопов возникают дополнительные риски, и автором был предложен новый метод хеджирования таких облигаций, который является более эффективным. Автором также предложена методика уменьшения и/или превращения в положительный отрицательного процентного дохода облигаций с отрицательной доходностью.

Основные результаты и научная новизна заключаются в следующем:

- Разработан соответствующий критерий для определения адекватности международных резервов РА (сумма взвешенных с учетом риска денежных потоков, а также учитывающий такие факторы риска, с соответствующими удельными весами, как текущие трансферты из-за рубежа и заработная плата, переводимая работниками из-за границы), дана оценка адекватности резервов РА на основе этого критерия, а также выработана концепция оценки адекватности международных резервов.
- Разработана стратегия, с учетом соответствующих финансовых инструментов, подразумевающая покупку негосударственных облигаций, номинированных в долларах США и с высоким кредитным рейтингом и сроком до погашения от 2-ух до 5-и лет, а также хеджирования данных облигаций, нейтрализующих рыночный риск, риск кривой доходности, а также риск изменения своп спреда.
- Выработана стратегия, суть которой выражена в покупке недооцененных негосударственных облигаций, номинированных в евро и с кредитным рейтингом выше А3, с негативной доходностью до погашения и продаже фьючерсов на немецкие государственные облигации, с изучением необходимых условий для уменьшения и/или преобразования в положительный отрицательного процентного дохода, в зависимости от соотношения процентных ставок купленной негосударственной облигации, фьючерса и ставки репо.

HARUTYUN ALEKSANDR AVAGYAN

**THE MAIN ISSUES IN FOREIGN RESERVES MANAGEMENT
(ON THE EXAMPLE OF THE RA)**

The abstract of the thesis for receiving the degree of Doctor of Economics in the speciality 08.00.06 – «International Economics».

The defense of the thesis will take place on June 27th, 2017, at 15³⁰ 008 Council of Economics of SCC RA at Russian-Armenian University: 123 H.Emin str., Yerevan 0051.

ABSTRACT

The international economic crisis of 2008 once again demonstrated the important role that the country's foreign reserves can play in order to maintain the stability of the financial system of the country. Meantime, the consequences of the crisis are also reflected in record low, sometimes even negative, interest rates in the US and the euro area. The role of international reserves in ensuring the stability of the country's financial system, the new order prevailing in the financial markets of the United States and the eurozone have made it necessary to study the adequacy of international reserves, as well as to study the main problems facing the effective management of international reserves.

The object of this study is the domestic economy of the RA, as well as the universe of bonds denominated in US dollars and euros with high credit rating. The subject of the study is the problems presented by the international financial markets, and the problems of assessing the adequacy of international reserves of the Republic of Armenia.

The main tasks set by the author in this thesis:

- develop a new criterion for assessing adequacy of the international reserves of the Republic of Armenia,
- on the basis of the developed criterion, to assess the adequacy of the international reserves of the Republic of Armenia,
- study international reserves management practices in Armenia,
- study bond markets with high credit ratings and denominated in US dollars and euros,
- develop a strategy that will allow to take into account the profitability of funds denominated in US dollars with minimal additional risks,
- develop a strategy that will reduce and / or turn into positive negative interest income of undervalued bonds with negative yield to maturity, with a high credit rating and denominated in euros.

In this thesis, the adequacy of the international reserves of the Republic of Armenia was assessed by traditional methods of assessment, as well as by the new parameter of the adequacy assessment proposed by the author of the dissertation, based on the methodology of the International Monetary Fund. The author included in the number of parameters for determining the adequacy of international reserves of the RA, such as flows of transfers and primary incomes received from abroad, paid to RA residents by non-residents. In result, the author concluded that the international reserves of the RA are bit more than adequate by the traditional parameters of the evaluation, but are adequate by the method of assessment proposed in this thesis.

Due to low interest rates in the US and the risk of their growth, it becomes more important to obtain more income when buying non-government, high-quality bonds and hedging their interest rate risk. However, in the result of a hedge of non government, high quality bonds with maturity from 2 to 5 years with a swap curve, additional risks arise, and the author proposed a new method of hedging such bonds, which does not cause significant additional risks. The author also proposed a technique for reducing and / or turning into positive the negative interest income on bonds with negative yields to maturity.

The main results and scientific novelty are as follows:

- An appropriate criterion (the sum of risk-weighted cash flows, that takes into account such risk factors, with their appropriate specific weights, like current transfers from abroad and wages transferred by workers from abroad) was developed to determine the adequacy of international reserves of the RA, based on the criterion the adequacy of foreign reserves of RA was assessed and a concept to evaluate the adequacy has been proposed.

- A strategy has been developed, with the study of relevant financial instruments, implying the purchase of non-government bonds denominated in US dollars and with a high credit rating and maturity from 2 to 5 years, as well as hedging of these bonds neutralizing market risk, yield curve risk, as well as the risk of swap spread changes.

- A strategy has been developed, the essence of which is expressed in the purchase of undervalued non-government bonds denominated in euros with a credit rating above A3, with negative yield to maturity and the sale of German government bonds futures, with the study of the necessary conditions for reducing and / or converting to positive negative interest income, depending on the interactions between interest rates of the purchased non-government bonds, futures and repo rates.