

23
ՄԱՅԻՍԻ
2022



2018թ. ԻՇԽԱՆԱՓՈԽՈՒԹՅԱՆ ԱՐԴՅՈՒՆՔՈՒՄ ՀՀ
ՎԱՐԿԱՎՈՐՄԱՆ ՈԼՈՐՏՈՒՄ ՁԵՎԱՎՈՐՎԱԾ
ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ ԵՎ ԴՐԱՆՑ ՄԱԿՐՈՏՆՏԵՍԱԿԱՆ
ՀԵՏԵՎԱՆՔՆԵՐԸ 2020թ. ՇՈԿԵՐԻ ՀԱՄԱՏԵՔՍՏՈՒՄ

2018Թ. ԻՇԽԱՆԱՓՈԽՈՒԹՅԱՆ ԱՐԴՅՈՒՆՔՈՒՄ ՀՀ
ՎԱՐԿԱՎՈՐՄԱՆ ՈԼՈՐՏՈՒՄ ՁԵՎԱՎՈՐՎԱԾ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ
ԵՎ ԴՐԱՆՑ ՄԱԿՐՈՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ՀԵՏԵՎԱՆՔՆԵՐԸ 2020Թ.
ՇՈԿԵՐԻ ՀԱՄԱՏԵՔՍՈՒՄ



ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

ՆԱԽԱԲԱՆ	1
1. ՎԱՐԿԱՅԻՆ ՊՈՐՏՖԵԼԻ ԽՆԴՐԱՀԱՐՈՒՅՑ ԶԱՐԳԱՅՈՒՄՆԵՐԸ	2
2. ՏՆԱՅԻՆ ՏՆՏԵՍՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ՊԱՐՏԱՎՈՐՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ԲՈՒՐԳԸ. ԲԱՐԵԿԵՑԻԿ ԿՅԱՆՔԻ ՍՊԱՍՈՒՄՆԵՐԸ ԵՎ ՉԻՐԱԿԱՆԱՑՎԱԾ ԽՈՍՏՈՒՄՆԵՐԸ	9
3. ՀԻՊՈՏԵԿԱՅԻՆ ՎԱՐԿԵՐԻ ԲՈՒՄԸ. ԱՐԴՅՈ՞Ք ՇԱՀՈՒՄ Է ՔԱՂԱՔԱՅԻՆ, ԵՐԲ ԿՈՐՑՆՈՒՄ Է ՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆԸ.....	19
ԱՄՓՈՓՈՒՄ	29

ՆԱԽԱԲԱՆ

2018թ. ապրիլին ՀՀ-ում տեղի ունեցած իշխանափոխությունից հետո ձևավորված նոր գործադիր իշխանության կառավարչական որոշումներով և հանրային հաղորդակցման քաղաքականության մեջ տեղ գտած փոփոխությունների հետևանքով ՀՀ ֆինանսական համակարգի վարկային պորտֆելը կրել է կառուցվածքային մտահոգիչ փոփոխություններ: Արդյունքում, 2018-2019թթ. ընթացքում ոլորտում սկսվել է խնդրահարույց ռիսկերի կուտակման գործընթաց, ինչը ժամանակին և արդյունավետ կերպով չկառավարելու (որոշ դեպքերում՝ նույնիսկ անտեսելու) հետևանքով կուտակված ռիսկերը վերածվել են հիմնախնդիրների: Այդ հիմնախնդիրները 2020թ. տնտեսական խոր ճգնաժամի պայմաններում հանգեցրել են կուտակված ռիսկերի նյութականացման՝ խաթարելով ՀՀ մակրոտնտեսական կայունությունը: Ընդ որում, հետճգնաժամային շրջանում նույնպես նկատվում են ռիսկերի նոր կուտակումներ՝ պայմանավորված առկա հիմնախնդիրների լուծման մեխանիզմների կա՛մ բացակայությամբ, կա՛մ դրանց գործարկման անարդյունավետությամբ: Մյուս կողմից, 2022թ. փետրվարից սրված ռուս-ուկրաինական ռազմական հակամարտության հետևանքով ՀՀ տնտեսությանը փոխանցվող բացասական շոկերի հնարավոր ազդեցությունները մտահոգվելու լրացուցիչ պատճառներ են ստեղծում:

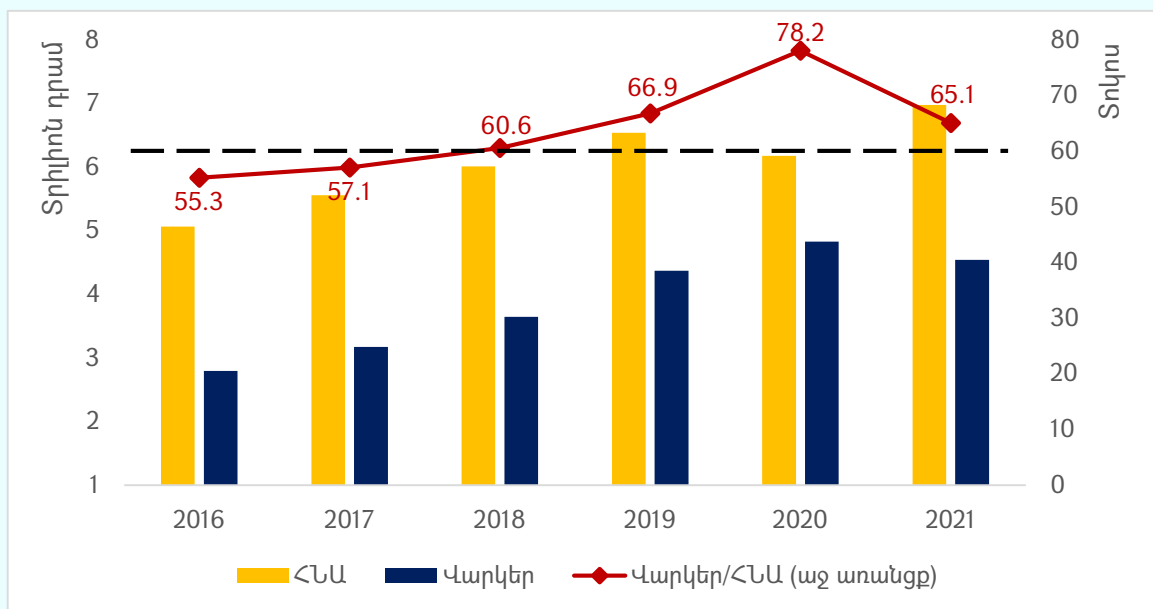
Հաշվի առնելով վերոգրյալը՝ սույն վերլուծության նպատակն է նկարագրել 2018 թվականից հետո ՀՀ ֆինանսական համակարգի վարկային պորտֆելի խնդրահարույց զարգացումները, վերլուծել ոլորտում կուտակված ռիսկերն ու ձևավորված հիմնախնդիրները, ինչպես նաև 2020թ. ճգնաժամի պայմաններում այդ հիմնախնդիրների առաջացրած բացասական ազդեցությունները ՀՀ մակրոտնտեսական միջավայրում, որոնք տարբեր ուղղություններով շարունակում են առարկայական խնդիրներ ստեղծել նաև հետճգնաժամային շրջանում և կարող են սրվել արդեն իսկ առկա նոր տնտեսական շոկերի արդյունքում:

Այդ նպատակով վերլուծության առաջին գլխում նկարագրվել է ՀՀ ֆինանսական համակարգի վարկային պորտֆելի կառուցվածքն ու դրանում տեղ գտած մտահոգիչ փոփոխությունները 2018 թվականից հետո: Վերլուծության երկրորդ և երրորդ գլուխներում ներկայացվել են վարկավորման ոլորտի հիմնախնդիրները և դրանց հետևանքները ճգնաժամային և հետճգնաժամային շրջաններում, ինչպես նաև հնարավոր զարգացումներն առաջիկա շոկերի համատեքստում: Վերլուծությունն ամփոփվել է հիմնական եզրահանգումներով:

1. ՎԱՐԿԱՅԻՆ ՊՈՐՏՖԵԼԻ ԽՆԴՐԱՀԱՐՈՒՅՑ ԶԱՐԳԱՑՈՒՄՆԵՐԸ

ՀՀ ֆինանսական համակարգի վարկային պորտֆելը¹ 2018 թվականից ի վեր ՀՀ տնտեսության կարողությունների համեմատ աճել է չափազանց բարձր տեմպերով, ինչի արդյունքում արդեն 2018թ. տարեվերջին վարկային պորտֆելի ծավալը գերազանցել է տնտեսությունում թողարկված համախառն ներքին արդյունքի (ՀՆԱ) 60%-ը (Գծապատկեր 1.1): 2019 թվականին այս միտումը շատ ավելի է խորացել, ինչի արդյունքում վարկեր/ՀՆԱ հարաբերակցությունը կազմել է մոտ 67%: Տնտեսության վարկավորման տեմպի նման կտրուկ արագացումն իր հերթին հանգեցրել է ՀՀ մակրոտնտեսական և ֆինանսական համակարգում որոշակի ռիսկերի կուտակման:

Գծապատկեր 1.1. ՀՀ ֆինանսական համակարգի վարկային պորտֆելի դինամիկան, 2016-2021թթ.



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, ՀՀ ԱՎԾ և հեղինակի հաշվարկներ:

Այդ ռիսկերն էականորեն արտացոլվել են 2020 թվականին ՀՀ-ում գրանցված խոր տնտեսական անկման միջավայրում, երբ վարկեր/ՀՆԱ ցուցանիշը կտրուկ խորացել է՝ մոտենալով 80%-ի շեմին: Նշենք նաև, որ հետճգնաժամային առաջին տարում՝ 2021 թվականին, վարկերի պահանջարկի անկման և տնտեսության վերականգնման թույլ տեմպերի պայմաններում վարկային պորտֆելի կշիռը ՀՆԱ-ի նկատմամբ պահպանվել է բավական բարձր մակարդակում (65.1%): Դա, ըստ էության, 2018-2019թթ. ընթացքում վարկային պորտֆելում կուտակված ռիսկերի և ոլորտի հիմնախնդիրների շարունակական ազդեցության հետևանք է:

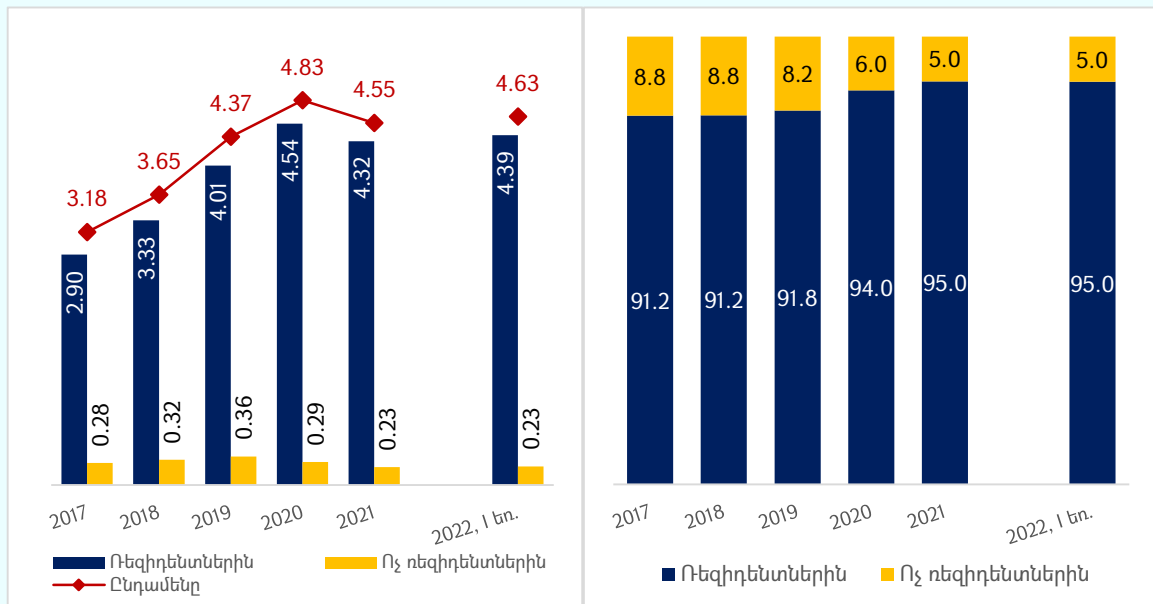
¹ Պորտֆելը ներառում է ՀՀ առևտրային բանկերի և վարկային կազմակերպությունների կողմից տրամադրված ընդհանուր վարկերը:

Սակայն, մինչ այդ հիմնախնդիրներին և դրանց հետևանքներին անդրադառնալը, անհրաժեշտ է ավելի մանրամասն դիտարկել վարկային պորտֆելի կառուցվածքը և դրանում տեղ գտած փոփոխությունները 2017 թվականից հետո:

Այսպես, 2021թ. ՀՀ ֆինանսական համակարգի վարկային պորտֆելի ընդհանուր ծավալը կազմել է 4.55 տրլն դրամ (Գծապատկեր 1.2): Ընդ որում, 4.32 տրլն դրամն ուղղվել է ՀՀ ռեզիդենտ սուբյեկտների վարկավորմանը՝ կազմելով ընդհանուրի 95.0%-ը²: Ոչ ռեզիդենտների վարկավորումը կազմել է 226.3 մլրդ դրամ՝ ապահովելով ընդհանուր վարկային պորտֆելի մնացյալ 5.0%-ը³:

Գծապատկեր 1.2. Վարկային պորտֆելի կառուցվածքը ՀՀ-ում՝ ըստ ռեզիդենտության, 2017-2022թթ.

ա) բացարձակ ծավալներ, տրլն դրամ բ) հարաբերական ծավալներ, %



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ և հեղինակի հաշվարկներ:

Նկատենք, որ 2017 թվականի համեմատ 2018-ից ի վեր պորտֆելը ենթարկվել է կառուցվածքային փոփոխությունների. ՀՀ ռեզիդենտների վարկերի կշիռը զգալիորեն ավելացել է, իսկ ոչ ռեզիդենտներինը՝ նվազել: Ընդ որում, 2022թ. առաջին եռամսյակի դրությամբ ՀՀ ռեզիդենտների վարկերի կշիռը 2017թ. տարեվերջի համեմատ ընդլայնվել է 3.8 տոկոսային կետով (այսուհետ նաև՝ տ.կ.), իսկ ոչ ռեզիդենտներինը՝ նշված ժամանակահատվածում կրճատվել է ավելի քան 1.5 անգամ:

² ՀՀ ռեզիդենտների վարկերի վերաբերյալ տեղեկատվությունը ներկայացված է ՀՀ ԿԲ կողմից հրապարակվող՝ վարկերի ոլորտային դասակարգման բազայից:

³ Ոչ ռեզիդենտների վարկերի վերաբերյալ տեղեկատվությունը ներկայացված է ՀՀ ԿԲ կողմից հրապարակվող՝ վարկերի ըստ ռեզիդենտության դասակարգման բազայից:

Արձանագրենք նաև, որ 2020 թվականից ի վեր ոչ ռեզիդենտների վարկերի ծավալները շարունակաբար նվազում են, ինչի արդյունքում 2022թ. առաջին եռամսյակի վերջին 2019թ. տարեվերջի համեմատ ոչ ռեզիդենտների պորտֆելը կրճատվել է 127.6 մլրդ դրամով: Դա արտացոլում է այս սուբյեկտների արձագանքը 2020 թվականին ԿՈՎԻԴ-19-ի համավարակի և Արցախյան պատերազմի արդյունքում ՀՀ տնտեսությունում ձևավորված և դեռևս պահպանվող տնտեսական, քաղաքական և անվտանգային անորոշություններին:

Նշված անորոշություններն արտացոլված են նաև ՀՀ ռեզիդենտների վարքագծում: Այսպես, նույնիսկ 2020թ. հակաճգնաժամային հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցության պայմաններում, հիշյալ անորոշությունների արդյունքում 2020-ին վերջիններիս վարկերի տարեկան աճը ծավալային արտահայտությամբ 2019թ. տարեկան աճի համեմատ նվազել է 159.0 մլրդ դրամով: Իսկ արդեն 2021-ին՝ խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականության թուլացմանը զուգահեռ, ՀՀ ռեզիդենտների վարկային պորտֆելը կրճատվել է 220.8 մլրդ դրամով: 2022թ. առաջին եռամսյակի դրությամբ 2021թ. առաջին եռամսյակի համեմատ ՀՀ ռեզիդենտների վարկերը շարունակել են կրճատվել 88.6 մլրդ դրամով, ինչը փաստում է կուտակված անորոշությունների պահպանման մասին:

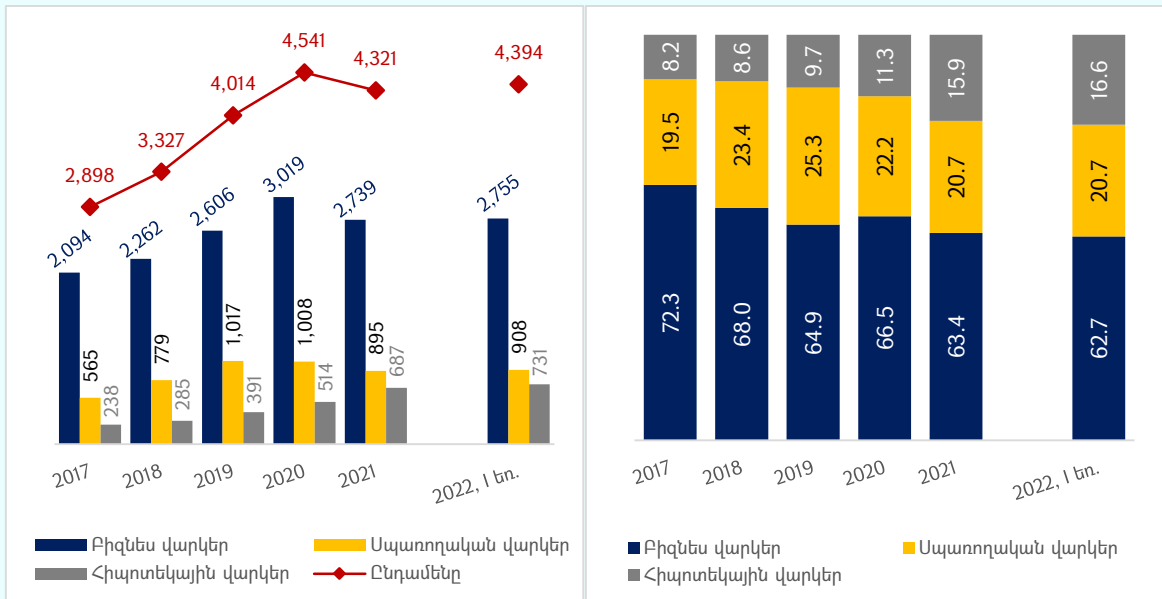
ՀՀ ռեզիդենտների վարկային պորտֆելի կառուցվածքն ավելի լավ պատկերացնելու համար անհրաժեշտ է վերջինս դիտարկել ըստ հիմնական վարկատեսակների՝ սպառողական, հիպոտեկային և բիզնես վարկերի (Գծապատկեր 1.3): Այսպես, 2021թ. տարեվերջին պորտֆելի 63.4%-ը (2,738.9 մլրդ դրամ) կազմել են բիզնես վարկերը, 20.7%-ը (894.7 մլրդ դրամ)՝ սպառողական վարկերը, իսկ մնացած 15.9%-ը (687.0 մլրդ դրամ)՝ հիպոտեկային վարկերը: Նկատենք, որ պորտֆելում 2017 թվականի համեմատ կառուցվածքային փոփոխություններ են գրանցվել հաջորդող բոլոր տարիների ընթացքում: Այդուհանդերձ, հետազոտությունը ցույց է տալիս, որ այդ փոփոխությունների պատճառները տարբեր են եղել 2020թ. ճգնաժամից առաջ և հետո:

2018-2019թթ. վարկավորման ծավալներն աճել են բոլոր ուղղություններով, սակայն բիզնես վարկերի համեմատ սպառողական և հիպոտեկային վարկերն աճել են անհամադրելի բարձր տեմպերով: Արդյունքում, ընդհանուր պորտֆելում դրանց կշիռները զգալիորեն ընդլայնվել են, իսկ բիզնես վարկերի կշիռը կրճատվել է: Ընդ որում, սպառողական վարկերը 2019-ին 2017-ի համեմատ աճել են 79.9%-ով կամ 451.6 մլրդ դրամով (նպաստումները ռեզիդենտների վարկերի աճին 2018-ին՝ 7.4 տ.կ., 2019-ին՝ 7.1 տ.կ.), հիպոտեկային վարկերն աճել են 64.4%-ով կամ 153.3 մլրդ դրամով (նպաստումները վարկերի աճին 2018-ին՝ 1.6 տ.կ., 2019-ին՝ 3.2 տ.կ.), իսկ բիզնես վարկերն աճել են ավելի համեստ տեմպով՝ 24.4%-ով կամ 511.3 մլրդ

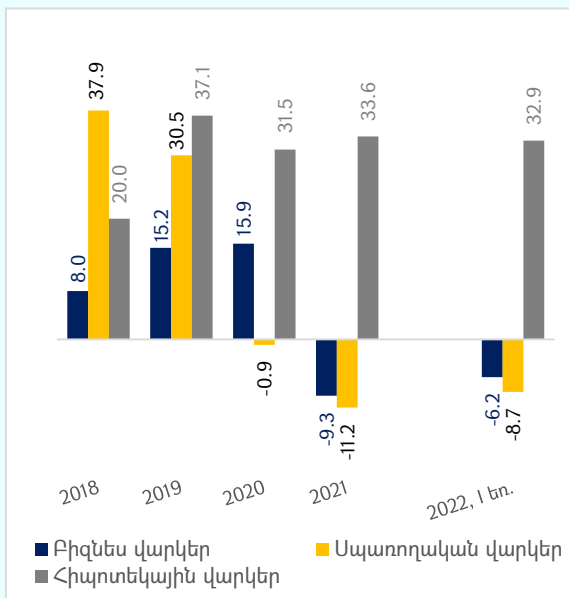
դրամով (նպաստումները վարկերի աճին 2018-ին՝ 5.8 տ.կ., 2019-ին՝ 10.3 տ.կ.): Այդ պայմաններում 2019-ին 2017-ի համեմատ սպառողական վարկերի կշիռն աճել է 5.8 տոկոսային կետով, հիպոտեկային վարկերինը՝ 1.5 տոկոսային կետով, իսկ բիզնես վարկերինը կրճատվել է 7.4 տոկոսային կետով:

Գծապատկեր 1.3. ՀՀ ռեզիդենտների վարկային պորտֆելը՝ ըստ վարկավորման ուղղությունների, 2017-2022թթ.

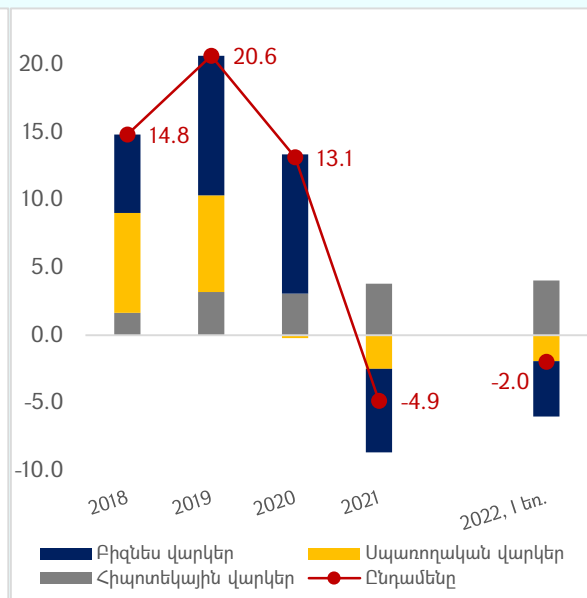
ա) բացարձակ ծավալներ, մլրդ դրամ բ) հարաբերական ծավալներ, %



գ) 12-ամսյա աճի տեմպեր, %



դ) նպաստումներ, տոկոսային կետ



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ և հեղինակի հաշվարկներ:

2020-ից ի վեր պորտֆելի փոփոխությունների տրամաբանությունն այլ է: Այս ընթացքում սպառողական վարկերը շարունակաբար կրճատվել են՝ արտացոլելով

ինչպես բնակչության կենսամակարդակի վատթարացման հանգամանքը, այնպես էլ վարկավորման պայմանների խստացման հետևանքները: 2021թ. տարեվերջին 2019-ի համեմատ սպառողական վարկերը կրճատվել են 12.0%-ով կամ 122.2 մլրդ դրամով (նպաստումները ռեզիդենտների վարկերի աճին 2020-ին՝ -0.2 տ.կ., իսկ 2021-ին՝ -2.5 տ.կ.): Հիպոտեկային վարկերը, հակառակը՝ շարունակել են աճել բավական բարձր տեմպերով: Ընդ որում, արդեն 2021թ. տարեվերջին հիպոտեկային վարկերի ծավալը 2019-ի համեմատ աճել է 75.7%-ով կամ 295.9 մլրդ դրամով (նպաստումները վարկերի աճին 2020-ին՝ 3.1 տ.կ., 2021-ին՝ 3.8 տ.կ.):

Բիզնես վարկերը 2020թ. ճգնաժամային շրջանում նախորդ տարվա համեմատ աճել են 15.9%-ով կամ 413.4 մլրդ դրամով (նպաստումը ռեզիդենտների վարկերի աճին՝ 10.3 տ.կ.), ինչին հիմնականում նպաստել է ԿՈՎԻԴ-19-ի հակազդման և դրա տնտեսական հետևանքների չեզոքացման շրջանակներում պետական օժանդակության վարկային ծրագրերի իրականացումը: Սակայն 2021-ին՝ պետական աջակցության հակաճգնաժամային ծրագրերի ավարտից հետո, տնտեսական և անվտանգային ռիսկերի շարունակական բարձր մակարդակի պայմաններում, ինչպես նաև ներդրումային ցածր ակտիվության միջավայրում բիզնես վարկերի ծավալները ևս կրճատվել են՝ 2020-ի համեմատ 9.3%-ով կամ 280.3 մլրդ դրամով (նպաստումը՝ -6.2 տ.կ.):

2021-ի զարգացումների տրամաբանությունը նկատվում է նաև 2022-ին: 2022թ. առաջին եռամսյակի դրությամբ նախորդ տարվա առաջին եռամսյակի համեմատ շարունակում են կրճատվել ինչպես սպառողական վարկերը (8.7%-ով, նպաստումը՝ -1.9 տ.կ.), այնպես էլ բիզնես վարկերը (6.2%-ով, նպաստումը՝ -4.1 տ.կ.): Հիպոտեկային վարկերի աճը նշված ժամանակահատվածում պահպանվում է 30%-ից բարձր միջակայքում, ինչը ռեզիդենտների վարկերի աճին նպաստել է 4.0 տ.կ.-ով: Ընդ որում, 2022թ. առաջին եռամսյակի արդյունքներով հիպոտեկային վարկերի կշիռն էլ ավելի է ընդլայնվել և կազմել է 16.6%, իսկ սպառողական և բիզնես վարկերի կշիռները կազմել են համապատասխանաբար 20.7% և 62.7%:

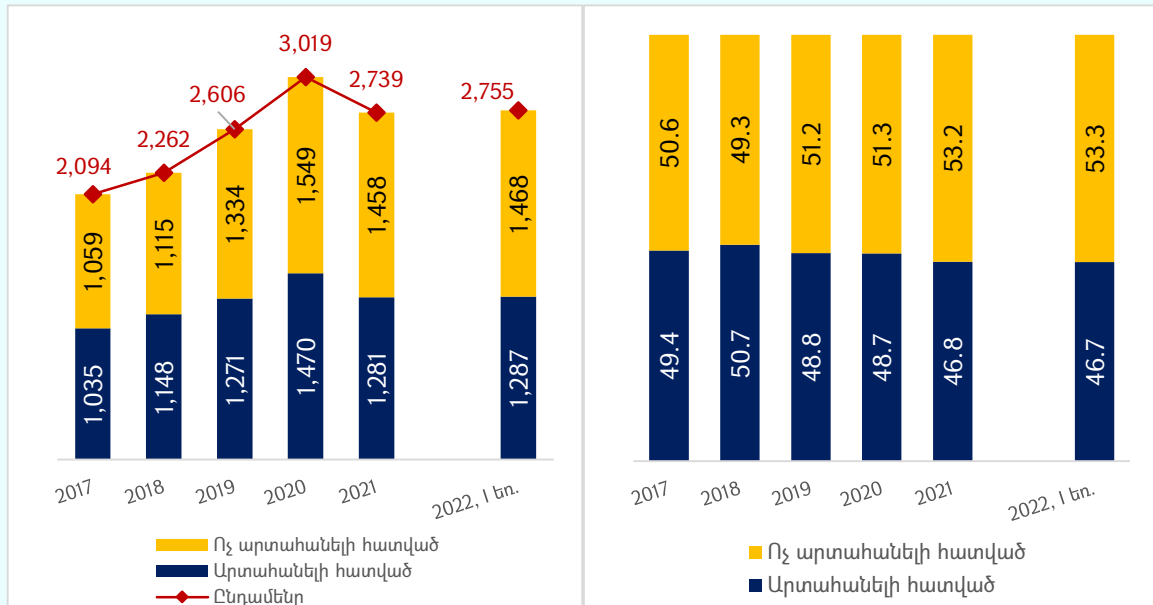
Բիզնես վարկերի պորտֆելի կառուցվածքային փոփոխությունը 2018-ից ի վեր ևս մտահոգիչ է, երբ վերջինս դիտարկում ենք տնտեսության արտահանելի և ոչ արտահանելի հատվածների վարկավորման տեսանկյունից (Գծապատկեր 1.4)⁴: Մասնավորապես, փոքր բաց տնտեսությունների դեպքում, ինչպիսին Հայաստանին է, տնտեսագիտական միտքը հուշում է, որ առավելությունը պետք

⁴ Գծապատկեր 1.4-ում որպես տնտեսության արտահանելի հատվածի վարկեր դիտարկվել են գյուղատնտեսության, հանքարդյունաբերության, մշակող արդյունաբերության, էլեկտրաէներգիայի արտադրության, փոխադրումների, կացության և հանրային սննդի կազմակերպման հետ կապված ոլորտները, ինչպես նաև տնտեսության այլ ճյուղերը (ներառյալ՝ ոսկերչական իրերի արտադրությունն ու զբոսաշրջությունը): Ոչ արտահանելի հատվածի վարկերը բիզնես վարկերի մյուս ճյուղերն են, այդ թվում՝ շինարարությունը, առևտուրը և այլ ծառայությունները:

Է տալ տնտեսության արտահանելի հատվածի խթանմանը, քանի որ վերջինս հիմքեր է ստեղծում ընդլայնելու երկրի տնտեսական աճի պոտենցիալը և երկարաժամկետում ապահովել դրա կայունությունը:

Գծապատկեր 1.4. Բիզնես վարկերի պորտֆելը՝ ըստ տնտեսության արտահանելի և ոչ արտահանելի հատվածների, 2017-2022թթ.

ա) բացարձակ ծավալներ, մլրդ դրամ բ) հարաբերական ծավալներ, %



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ և հեղինակի հաշվարկներ:

Ինչպես երևում է Գծապատկեր 1.4-ից, սակայն, 2019-2020 թվականներին տնտեսության ոչ արտահանելի հատվածի վարկավորումը արտահանելի հատվածի համեմատ գրանցել է աճի առաջանցիկ տեմպեր, ինչի արդյունքում ընդհանուր բիզնես վարկերի մեջ ոչ արտահանելի հատվածի բիզնես վարկերի կշիռը նկատելիորեն ընդլայնվել է և 2020թ. տարեվերջին կազմել է 51.3%: Իսկ 2021թ. և 2022թ. առաջին եռամսյակի ընթացքում, կրելով 2020թ. տնտեսական ճգնաժամից պահպանվող բացասական ազդեցությունները, թե՛ արտահանելի, թե՛ ոչ արտահանելի հատվածի վարկավորման տեմպերը կտրուկ նվազել են՝ գրանցելով անկումներ: Ընդ որում, արտահանելի հատվածի վարկավորման ծավալները կրճատվել են շատ ավելի մեծ տեմպերով, ինչի հետևանքով ոչ արտահանելի հատվածի վարկերի տեսակարար կշիռը շարունակել է ընդլայնվել թե՛ 2021 թվականին, թե՛ 2022թ. առաջին եռամսյակի ընթացքում՝ եռամսյակի վերջում կազմելով 53.3%:

Ամփոփելով ՀՀ ֆինանսական համակարգի վարկային պորտֆելի վերջին տարիների զարգացումների վերաբերյալ ուսումնասիրությունը՝ փաստենք, որ 2018-ից ի վեր ՀՀ-ում մասնավոր հատվածի վարկավորումը տնտեսության

կարողությունների համեմատ ընթացել է անհամադրելի բարձր տեմպերով: Ընդ որում, 2018-2019թթ. ընթացքում՝ այդ զարգացումների ներքո, վարկային պորտֆելը կրել է մտահոգիչ կառուցվածքային փոփոխություններ տարբեր ուղղություններով, որոնք շարունակել են խորանալ 2020թ. տնտեսական ճգնաժամի պայմաններում և հետճգնաժամային շրջանում:

Արդյունքում արձանագրվել է վարկային պորտֆելի կառուցվածքի վարթարացում ինչպես ՀՀ ռեզիդենտ և ոչ ռեզիդենտ սուբյեկտների վարկավորման համադրությամբ, այնպես էլ առանձին վերցրած ՀՀ ռեզիդենտների վարկավորման գործընթացներում: Այս փաստն ավելի շատ մտահոգվելու տեղիք է տալիս, քանի որ ՀՀ ֆինանսական համակարգի վարկային պորտֆելի գերակշիռ մասը կազմում են հենց ՀՀ ռեզիդենտների վարկերը: Այդ առումով, առավել մտահոգիչ է տնային տնտեսությունների վարկավորման գործընթացը սպառողական և հիպոթեկային վարկերի տեսքով, որոնք էլ հիմք են հանդիսացել ՀՀ վարկավորման ոլորտում որոշակի ռիսկերի կուտակման և հիմնախնդիրների ձևավորման դեռևս 2018-2019 թվականներին (տե՛ս «Լույս» հիմնադրամի վերլուծությունը⁵):

Ինչպես նշեցինք վերլուծության սկզբում, 2020թ. տնտեսական ճգնաժամը տարբեր փոխանցումային ուղիներով և մեխանիզմներով նպաստել է վարկավորման ոլորտում կուտակված ռիսկերի խորացմանը, ինչն իր հերթին սրել է առաջացած հիմնախնդիրները: Կուտակված ռիսկերի պահպանման և առկա հիմնախնդիրների պայմաններում իրավիճակը շարունակում է մտահոգիչ մնալ նաև հետճգնաժամային շրջանում: Ընդ որում, 2022թ. փետրվարից Ռուսաստանի և Ուկրաինայի միջև սկսված ռազմական հակամարտությունն այս համադրությամբ ևս նոր բացասական ռիսկեր է գեներացնում⁶: Ուստի, անհրաժեշտություն է առաջանում բացահայտել և վերլուծել 2018-2019թթ. ընթացքում ՀՀ վարկավորման ոլորտում ձևավորված ռիսկերի և հիմնախնդիրների մակրոտնտեսական ազդեցությունները 2020թ. շուկերի ներքո և հետճգնաժամային շրջանում՝ նաև սպասվող հնարավոր բացասական զարգացումների համադրությամբ: Դրան են նվիրված վերլուծության հաջորդ երկու գլուխները:

⁵ Վարկային պորտֆելի կառուցվածքը և խնդրահարույց բնութագրերը ՀՀ ֆինանսական համակարգում, «Լույս» հիմնադրամ, 2020: Հասանելի է հետևյալ հղմամբ՝ <https://bit.ly/3HYnGxL>:

⁶ Նոր ճգնաժամի շեմին. 2022թ. Ռուսաստանի նկատմամբ կիրառվող սանկցիաների հնարավոր ազդեցությունը Հայաստանի տնտեսության վրա, «Լույս» հիմնադրամ, 2020: Հասանելի է հետևյալ հղմամբ՝ <https://bit.ly/3MEe1is>:

2. ՏՆԱՅԻՆ ՏՆՏԵՍՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ՊԱՐՏԱՎՈՐՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ԲՈՒՐԳԸ. ԲԱՐԵԿԵՑԻԿ ԿՅԱՆՔԻ ՍՊԱՍՈՒՄՆԵՐԸ ԵՎ ՉԻՐԱԿԱՆԱՅՎԱԾ ԽՈՍՏՈՒՄՆԵՐԸ

Ինչպես տեսանք վերլուծության նախորդ գլխում, 2019 թվականին 2017-ի համեմատ տնային տնտեսությունների պարտքը⁷ շեշտակիորեն աճել է: Ընդ որում, սպառողական վարկերն աճել են մոտ 80%-ով, իսկ հիպոտեկային վարկերը՝ 65%-ով՝ նպաստելով տնային տնտեսությունների սպառման ծավալների զգալի աճին: Արդյունքում, նշված ժամանակահատվածում տնային տնտեսությունների սպառման վարքագիծը կտրուկ փոփոխությունների է ենթարկվել, ինչն իր հերթին մակրո մակարդակում որոշակի հարցեր է առաջացրել:

Նախ, ի՞նչն է հանգեցրել տնային տնտեսությունների որոշումներում նման կտրուկ տեղաշարժերի, և արդյո՞ք սպառման աճն ուղեկցվել է ՀՀ քաղաքացիների բարեկեցության մակարդակի ու կյանքի որակի բարելավմամբ: Երկրորդ, ի՞նչ ազդեցություն է թողել տնային տնտեսությունների պարտքի ընդլայնումը ՀՀ տնտեսության աճի որակի և կառուցվածքի վրա: Եվ երրորդ, արդյո՞ք այս զարգացումների ներքո չի խարխվել տնային տնտեսությունների պարտքի և ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունությունը:

Այսպես, 2017-ի համեմատ 2019-ին տնային տնտեսությունների պարտքի բեռի նկատելի բարձր մակարդակը գլխավորապես պայմանավորված է 2018 թվականի ապրիլին ՀՀ-ում տեղի ունեցած քաղաքական փոփոխություններով: Այն արտացոլում է իշխանափոխության արդյունքում ձևավորված նոր կառավարության որդեգրած ամբոխահաճո քաղաքականության հետևանքները: Բանն այն է, որ կառավարությունը խոստանում էր մոտ ապագայում ապահովել տնտեսական թռիչքաձև աճ, բնակչության «արժանապատիվ» եկամուտների ապահովում և բարեկեցության մակարդակի կտրուկ բարելավում: Արդյունքում, տնային տնտեսությունների շրջանում ձևավորվել էին ռացիոնալ դրական սպասումներ, ինչը վերջիններիս դրդել էր վարկավորման միջոցով առաջ բերել սպառումը՝ ապագայում եկամուտների ակնկալվող աճի պայմաններում այն ֆինանսավորելու խոստման հնարավորությամբ:

Ընդ որում, վերոհիշյալը տեսանելի է, երբ դիտարկում ենք բնակչության եկամուտների և սպառման անհավասարության Ջինիի գործակիցները 2017-2019թթ.⁸: Այսպես, 2019-ին սպառման անհավասարության գործակիցը կազմել է

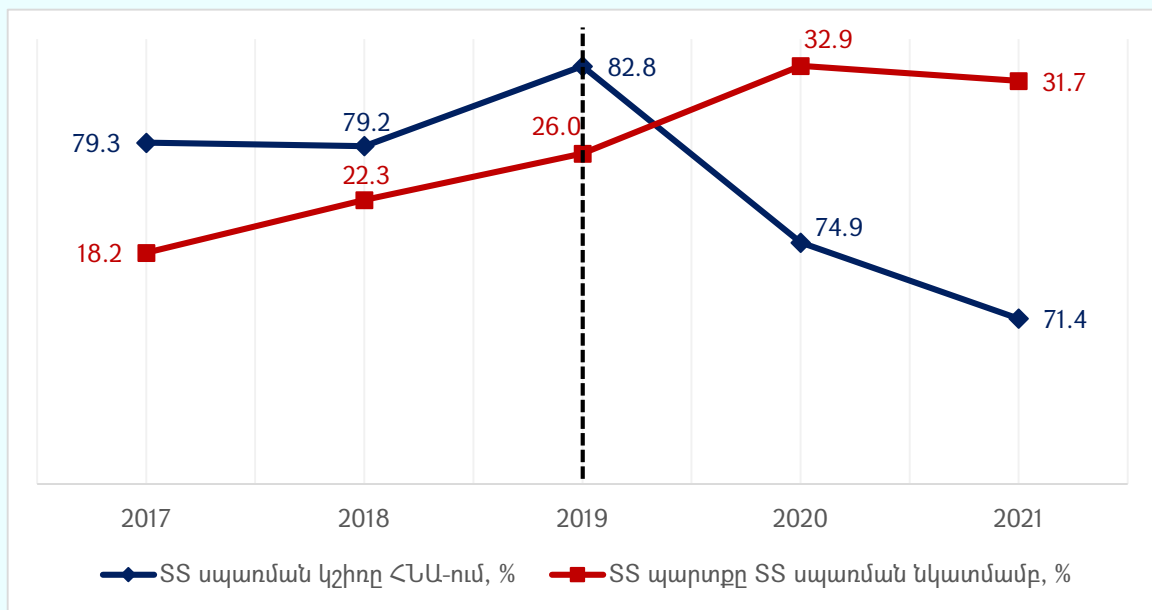
⁷ Տնային տնտեսությունների պարտքը ՀՀ ֆինանսական համակարգի սպառողական և հիպոտեկային վարկերի պորտֆելների հանրագումարն է:

⁸ ՀՀ ԱՎԾ, «Հայաստանի սոցիալական պատկերը և աղքատությունը» ժողովածու, 2018-2020թթ.:

0.279 միավոր՝ նվազելով 2017-ի 0.289 միավորի համեմատ: Եկամուտների անհավասարության գործակիցը, հակառակը՝ մեծացել է և 2019-ին կազմել 0.381 միավոր՝ 2017-ի 0.359 միավորի համեմատ: Սա նշանակում է, որ այդ ընթացքում բարելավվել է սպառման բաշխվածությունը, սակայն դա չի ուղեկցվել եկամուտների բաշխվածության բարելավմամբ: Այս միտումը փաստում է, որ բնակչության շրջանում ապագայի նկատմամբ որոշակի լավատեսություն էր ձևավորվել, որի հիման վրա տնային տնտեսություններն առաջ էին բերել իրենց ապագա սպառումը, ինչն էլ, սակայն, ֆինանսավորել են պարտքի միջոցով:

Ավելին, տնային տնտեսությունների սպառումը 2019-ին 2017-ի համեմատ աճել է 17.0%-ով և կազմել ՀՆԱ-ի 82.8%-ը, ինչը 2017թ. համեմատ ավելի է 3.5 տոկոսային կետով (Գծապատկեր 2.1): Ընդ որում, կրկին ակնհայտ է սպառումը պարտքի միջոցով ֆինանսավորելու երևույթը, ինչի պայմաններում տնային տնտեսությունների պարտքը սպառման նկատմամբ 2019-ին կազմել է 26.0%՝ ընդհանուր առմամբ 2017-ի համեմատ ավելանալով 7.8 տոկոսային կետով:

Գծապատկեր 2.1. Տնային տնտեսությունների (SS) սպառման և պարտքի հարաբերական կշիռները, 2017-2021թթ.



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, ՀՀ ԱՎԾ և հեղինակի հաշվարկներ:

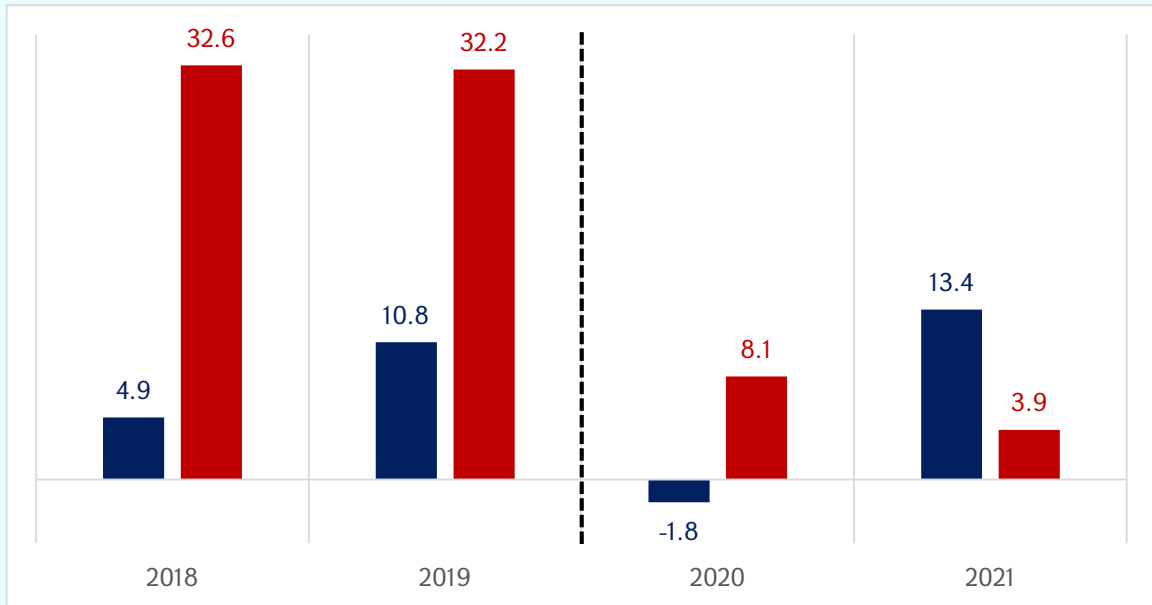
Մյուս կողմից, տնային տնտեսությունների պարտավորությունների աճը 2018-2019թթ. ուղեկցվել է եկամուտների հարաբերականորեն շատ ավելի ցածր աճով

Ջինիի գործակիցները տատանվում են 0-ից 1-ի միջակայքում, որտեղ 0-ն ցույց է տալիս բնակչության միջև եկամուտների (սպառման) կատարյալ հավասարաչափ բաշխվածություն, իսկ 1-ը՝ ծայրահեղ անհավասարաչափ բաշխում:

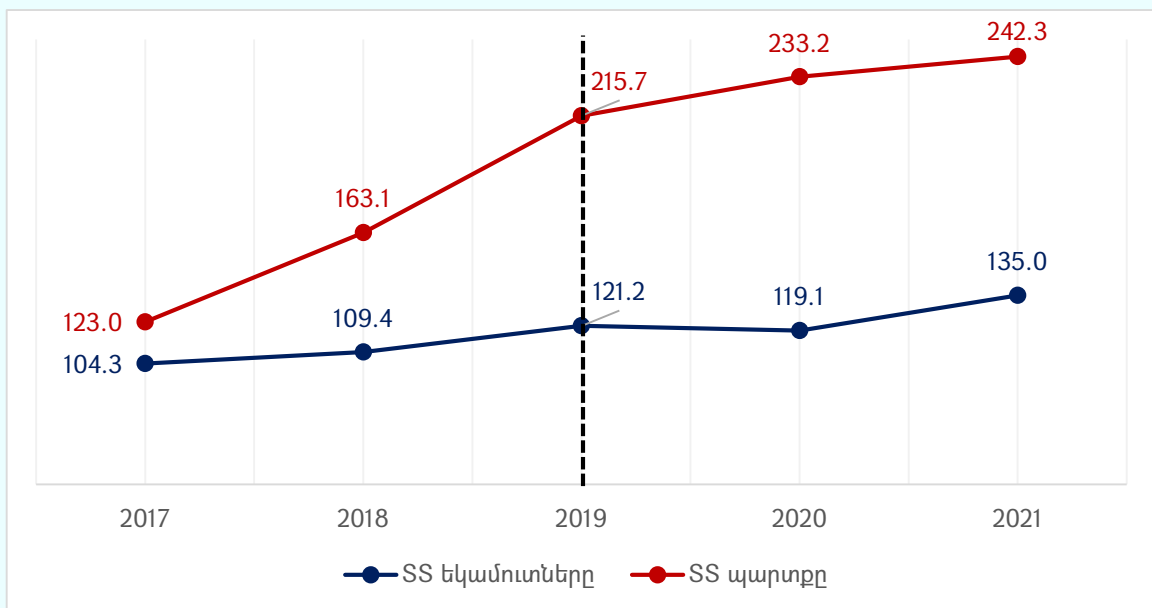
(Գծապատկեր 2.2)⁹:

Գծապատկեր 2.2. Տնային տնտեսությունների (SS) եկամուտները և պարտքը, 2017-2021թթ.

ա) աճի տեմպեր, %



բ) շղթայական ինդեքսներ, 2015=100



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, ՀՀ ԱՎԾ և հեղինակի հաշվարկներ:

⁹ Գծապատկեր 2.2-ում տնային տնտեսությունների եկամուտները հաշվարկված են որպես SS աշխատավարձերի տարեկան ֆոնդի և տրանսֆերտների հանրագումար: Աշխատավարձերի տարեկան ֆոնդը գնահատվել է զբաղվածության միջին տարեկան ցուցանիշը (առանց գյուղատնտեսության ոլորտի) բազմապատկելով 1 աշխատողի միջին տարեկան անվանական աշխատավարձով: 2021թ. աշխատավարձի տարեկան ֆոնդը հեղինակի կանխատեսումներն են. 2021-ի պաշտոնական տվյալները վերլուծության կազմման ընթացքում հասանելի չեն եղել:

Մասնավորապես, եկամուտների աճը 2018-2019թթ. կազմել է համապատասխանաբար 4.9% և 10.8%, այն պարագայում, երբ պարտքն աճել է առաջանցիկ տեմպով՝ համապատասխանաբար 32.6%-ով և 32.2%-ով: Այսինքն՝ եկամուտների կտրուկ աճի վերաբերյալ կառավարության խոստումները 2018-2019թթ. իրականություն չեն դարձել, և սպառման ընդլայնման վարքագիծը չի զուգորդվել ՀՀ քաղաքացիների կյանքի որակի բարելավմամբ՝ առնվազն եկամուտների մասով:

Ստացվում է, որ 2018-2019թթ. սպառման ֆինանսավորման նպատակով տնային տնտեսությունների պարտքն աճել է ավելի արագ, քան թույլ են տվել վերջիններիս հնարավորությունները (եկամուտները): Արդյունքում, 2018-2019 թվականների ընթացքում 2017-ի համեմատ զգալիորեն խորացել է եկամուտների և պարտքի ճեղքվածքը՝ հանգեցնելով տնային տնտեսությունների սեկտորում *պարտավորությունների բուրգի* ձևավորման (Գծապատկեր 2.2):

«Լույս» հիմնադրամի կողմից վարկավորման ոլորտի հիմնախնդիրների վերաբերյալ դեռևս 2020թ. գարնանն իրականացված վերլուծության շրջանակներում այս զարգացումների վերաբերյալ մանրամասն անդրադարձ է կատարվել, որտեղ նշվել են տնային տնտեսությունների սեկտորում պարտավորությունների բուրգի ձևավորման հնարավոր բացասական հետևանքները¹⁰: Մասնավոր պարտքի կայունությունը վտանգող ռիսկերի կուտակումը պարտավորությունների բուրգի ներքո մտահոգիչ էր ինչպես ողջ տնտեսության խթանման և ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովման, այնպես էլ բնակչության կենսամակարդակի բարելավման տեսանկյունից: Տնտեսության բացասական զարգացումների պարագայում սպասվում էր մի շարք խնդիրների խորացում, ինչն էլ տեղի ունեցավ 2020 թվականին ԿՈՎԻԴ-19-ի համավարակի, այնուհետև նաև Արցախյան 44-օրյա պատերազմի շոկերի հետևանքով:

Նախ պետք է փաստենք, որ տնային տնտեսությունների պարտքի բեռի կտրուկ աճի պայմաններում ՀՀ տնտեսական աճի կառուցվածքը 2018-2019թթ. ընթացքում զգալիորեն վատթարացել էր՝ հենվելով սպառման և ոչ թե ներդրումների միջոցով տնտեսության զարգացման մոդելի վրա: Արդյունքում թուլացել էին երկարաժամկետ և կայուն տնտեսական աճ գեներացնելու հնարավորությունները: Ուստի, զարմանալի չէ, որ սպառումով քաշվող տնտեսական աճի պայմաններում 2020-ին ՀՀ-ում գրանցված տնտեսական անկման հիմնական պատճառներից մեկը հենց տնային տնտեսությունների սպառման իրական ծավալների կրճատումն էր 13.8%-ով, ինչն ընդհանուր

¹⁰ Վարկային պորտֆելի կառուցվածքը և խնդրահարույց բնութագրերը ՀՀ ֆինանսական համակարգում, «Լույս» հիմնադրամ, 2020: Հասանելի է հետևյալ հղմամբ՝ <https://bit.ly/3HYnGxL>:

տնտեսության 7.4% անկմանն ունեցել է ամենամեծ նպաստումը՝ 11.4 տոկոսային կետ: Փաստացիորեն կարող ենք արձանագրել, որ տնային տնտեսությունների պարտքի կտրուկ աճը և 2019թ. բարձր մակարդակը բացասաբար են ազդել ՀՀ տնտեսության վրա և հանգեցրել տնտեսական աճի կառուցվածքային խեղումների:

Գծապատկեր 2.2-ից նկատվում է, որ ճգնաժամային տարում (2020թ.) տնային տնտեսությունների եկամուտները կրճատվել են 1.8%-ով, իսկ պարտքը շարունակել է աճել 8.1%-ով: Ընդ որում, Գծապատկեր 2.1-ը հուշում է, որ պարտքի աճին զուգահեռ նկատելիորեն խորացել է նաև դրա կշիռը տնային տնտեսությունների սպառման նկատմամբ՝ հասնելով աննախադեպ բարձր մակարդակի՝ 32.9%-ի: Այս պայմաններում պարտավորությունների բուրգը՝ եկամուտների և պարտքի միջև առկա ճեղքվածքը, շարունակել է խորանալ՝ էլ ավելի սրելով մասնավոր պարտքի կայունության ռիսկերը:

Նկատենք, որ իրավիճակը մտահոգիչ է եղել նաև 2021 թվականին և շարունակում է այդպիսին մնալ 2022-ին: Այսպես, 2021թ. տնային տնտեսությունների պարտքը սպառման նկատմամբ կազմել է 31.7%: Ընդ որում, այս անգամ թեև եկամուտները պարտքի համեմատ գրանցել են առաջանցիկ աճ (համապատասխանաբար 13.4%՝ 3.9%-ի դիմաց), սակայն այդ արագացումը կրում է խիստ սիմվոլիկ բնույթ, քանի որ եկամուտների և պարտքի ճեղքվածքը հետճգնաժամային տնտեսության չափազանց դանդաղ վերականգնման տեմպի պայմաններում շարունակել է պահպանվել բարձր մակարդակում¹¹: Ընդ որում, պետք է նշենք երկու կարևոր հանգամանք: Առաջինը՝ եկամուտների աճի արագացումը 2021 թվականին հիմնականում բխում է մասնավոր տրանսֆերտների աճից, որը չի կարող համարվել եկամուտների «վստահելի» աղբյուր, քանի որ անմիջապես ենթակա է աշխարհից փոխանցվող արտաքին շուկերի ազդեցությանը և մասնավոր պարտքի կայունության վերականգնման առաջնային գործիք չի կարող դիտարկվել: Ավելին, ռուս-ուկրաինական զինված հակամարտության պայմաններում, միջազգային հեղինակավոր կազմակերպությունների կողմից արդեն իսկ կանխատեսվում է ՀՀ փոխանցվող մասնավոր տրանսֆերտների կրճատում: Մասնավորապես, համաձայն Moody's վարկանիշային գործակալության 2022թ. մարտի կանխատեսումների¹², ՀՀ փոխանցվող մասնավոր տրանսֆերտները 2022-ին նախորդ տարվա համեմատ կկրճատվեն 20-30%-ով՝ հակառակ մինչպատերազմյան վերջին կանխատեսման, համաձայն որի տրանսֆերտները պետք է պահպանվեին նույն մակարդակում: Արդյունքում, 2022-ին կարելի է ակնկալել տնային տնտեսությունների ընդհանուր եկամուտների

¹¹ 2021թ. տնտեսական աճը կազմել է 5.2%, ինչը, սակայն, չափազանց դանդաղ տեմպ է 2020թ. 7.4% անկման համեմատությամբ և նշանակում է, որ հետճգնաժամային առաջին տարում ՀՀ տնտեսությունը չի վերականգնվել:

¹² Էլ. տարբերակը հասանելի է հետևյալ հղմամբ՝ <https://bit.ly/3LEc4CD>:

նվազում, ինչը կնպաստի պարտք-եկամուտներ ճեղքվածքի խորացմանը: Երկրորդը՝ 2021թ. և 2022թ. առաջին եռամսյակի ընթացքում տնային տնտեսությունների ընդհանուր պարտքի աճը երկարաժամկետ պարտքի՝ հիպոտեկային վարկերի աճի հետևանք է, որին ավելի մանրամասն կանդրադառնանք վերլուծության հաջորդ գլխում: Հակառակը՝ կարճաժամկետ պարտավորությունները՝ սպառողական վարկերը, ինչպես արդեն նշել ենք, 2021թ. տարեվերջին 2019-ի համեմատ կրճատվել են 12.0%-ով և շարունակում են նվազել նաև 2022թ. առաջին եռամսյակում՝ որպես հետևանք արտացոլելով բնակչության կյանքի որակի վատթարացման հանգամանքը:

Այս համատեքստում, կրկին հաշվի առնելով 2022թ. Ռուսաստանի և Ուկրաինայի միջև ծագած պատերազմից բխող բացասական ազդեցությունները ՀՀ տնտեսության վրա, կարելի է ակնկալել, որ մասնավոր պահանջարկի թուլացման և երկրում առկա անորոշությունների պայմաններում սպառողական վարկերը կշարունակեն կրճատվել: Սա, իհարկե, կնպաստի պարտքի և եկամուտների միջև եղած ճեղքվածքի փոքրացմանը, ինչը ռիսկերի կառավարման տեսանկյունից դրական երևույթ է: Այդուհանդերձ, սպառողական վարկերի կրճատումն արտացոլում է բնակչության կենսամակարդակի վատթարացման փաստը և ինքնին բացասական բնույթ է կրում, և դա կարող է ուղեկցվել չափսատող վարկերի աճով:

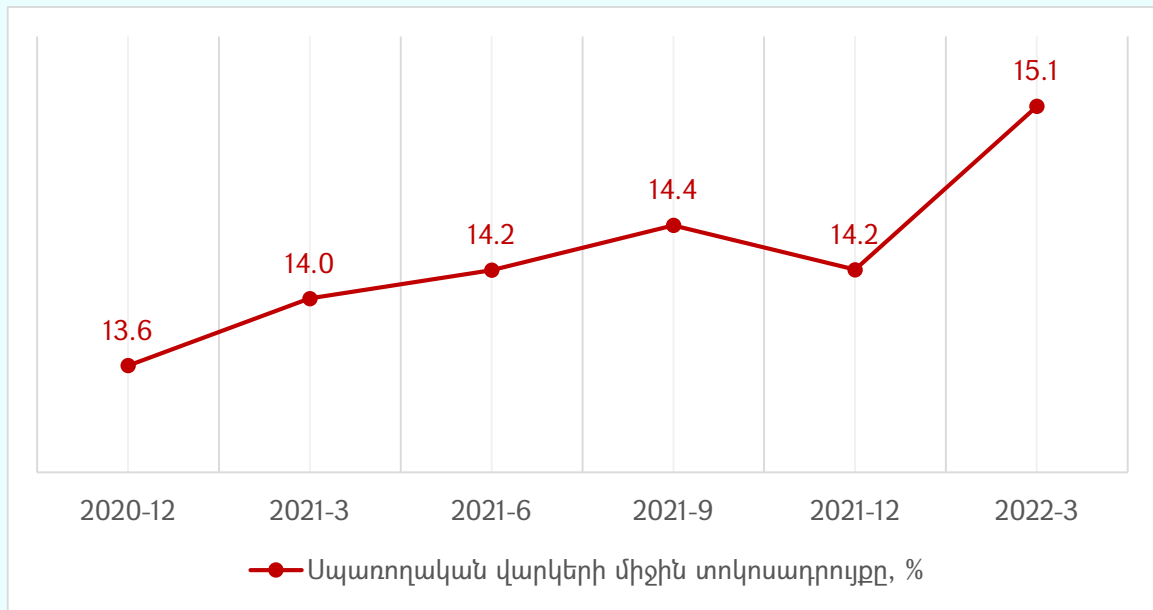
Նկատենք, որ սպառողական վարկերի կրճատման վրա ազդել են նաև վարկավորման պայմանների շարունակական խստացումները՝ վարկային տոկոսադրույքների բարձրացման տեսքով (Գծապատկեր 2.3): Այսպես, ՀՀ դրամով տրամադրվող սպառողական վարկերի միջին տոկոսադրույքը 2022թ. մարտին կազմել է 15.1%՝ 2020թ. դեկտեմբերի համեմատ ավելանալով 1.5 տոկոսային կետով: Սա իր հերթին բացատրվում է ՀՀ կենտրոնական բանկի (ՀՀ ԿԲ) կողմից իրականացվող զսպող դրամավարկային քաղաքականությամբ, քանի որ 2020թ. տարեվերջից սկսած 2021 թվականին և 2022թ. առաջին եռամսյակի ընթացքում ՀՀ ԿԲ-ն հարկադրված է եղել բարձրացնել քաղաքականության տոկոսադրույքները՝ գնաճային սպասումները զսպելու և 12-ամսյա գնաճը նպատակային տիրույթ ($4\% \pm 1.5\%$) վերադարձնելու համար:

Նշենք, որ դրամավարկային զսպող քաղաքականությունը գնաճային սպասումների կառավարման տեսանկյունից այդպես էլ չի տվել ցանկալի արդյունքը, և թե՛ 2021-ին, թե՛ 2022թ. առաջին եռամսյակի ընթացքում գնաճը պահպանվում է բավական բարձր մակարդակում¹³: Այստեղ, սակայն, մտահոգիչ է

¹³ 2021թ. դեկտեմբերին 12-ամսյա գնաճը կազմել է 7.7%, իսկ 2022թ. մարտին՝ 7.4%: Ընդ որում, Համաշխարհային բանկի (ՀԲ) 2022թ. ապրիլյան գնահատումներով (էլ. տարբերակը՝ <https://bit.ly/3vV9bGV>) տարեվերջին գնաճը Հայաստանում կկազմի 9.8%:

այն փաստը, որ ի աջակցություն դրամավարկային քաղաքականության՝ ՀՀ կառավարության կողմից չեն գործադրվել համապատասխան քայլեր գնաճային սպասումները խարսխելու և կառավարելի տիրույթ վերադարձնելու համար, ինչն էլ, ըստ էության, մի կողմից վնասել է տնտեսության վերականգնմանը, մյուս կողմից՝ հանգեցրել սպառողական վարկերի տոկոսադրույքների խստացմանը և տնային տնտեսությունների մասնավոր պարտքի կայունության ապահովման հեռանկարի վրա ստեղծել լրացուցիչ բեռ:

Գծապատկեր 2.3. ՀՀ դրամով տրամադրված սպառողական վարկերի միջին տոկոսադրույքը, %, 2020-2022թթ.



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ:

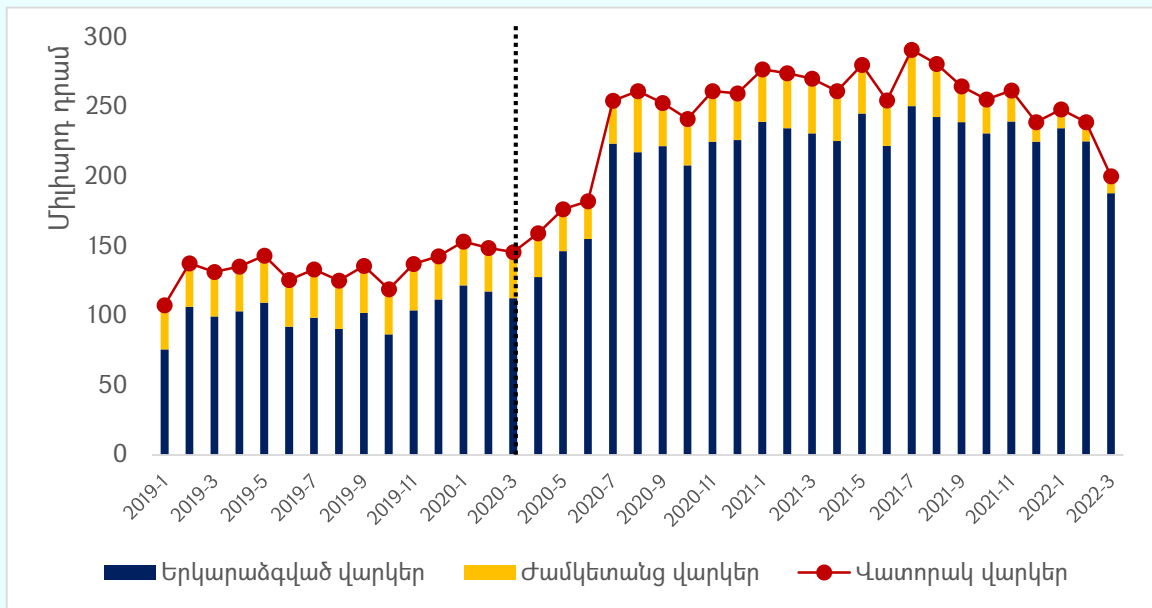
2018-2019թթ. ընթացքում ձևավորված տնային տնտեսությունների պարտավորությունների բուրգը, ինչպես և սպասվում էր, 2020-2021թթ. ընթացքում նկարագրված զարգացումների արդյունքում հանգեցրել է վարկային ակտիվների որակի վատթարացման՝ մի կողմից՝ արտացոլելով բնակչության սոցիալական խնդիրները, մյուս կողմից՝ խորացնելով ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունության ռիսկերը (Գծապատկեր 2.4):

2020 թվականի մարտ ամսից հետո ԿՈՎԻԴ-19-ի համավարակի տարածման և ՀՀ կառավարության կողմից ձեռնարկված՝ տեղաշարժի և տնտեսական սահմանափակումների պայմաններում վարկատու կազմակերպությունների վարկային պորտֆելում կտրուկ աճել են վատորակ վարկերը¹⁴ հիմնականում երկարաձգված վարկերի ավելացման պատճառով:

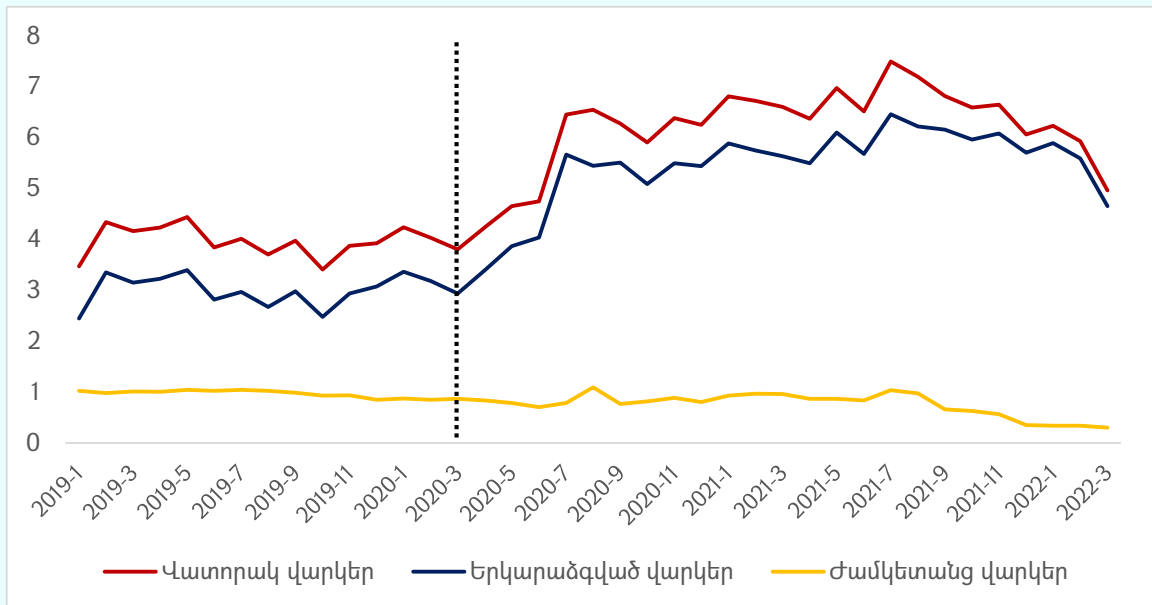
¹⁴ Վատորակ վարկերը երկարաձգված և ժամկետանց վարկերի հանրագումարն են:

Գծապատկեր 2.4. Երկարաձգված և ժամկետանց վարկերի դինամիկան, 2019թ. հունվար - 2022թ. մարտ

ա) բացարձակ ծավալները, մլրդ դրամ



բ) հարաբերական ծավալները ընդհանուր վարկային պորտֆելում, %



Աղբյուրը՝ ՀՀ ԱՎԾ և հեղինակի հաշվարկներ:

Ընդ որում, 2020թ. օգոստոսին մարտի համեմատ վատորակ վարկերը բացարձակ ծավալով աճել են 79.2%-ով կամ 115.5 մլրդ դրամով, իսկ հարաբերական ծավալներն ավելացել են շուրջ 2.7 տոկոսային կետով: Նշված 115.5 մլրդ դրամից 105 մլրդ դրամը պայմանավորված է եղել երկարաձգված, իսկ 10.5 մլրդ դրամը՝ ժամկետանց վարկերի ծավալների աճով:

Նկատենք, որ թեև 2021թ. հուլիսից հետո ժամկետանց վարկերի բացարձակ

և հարաբերական ծավալները որոշակիորեն կրճատվել են, ընդհանուր վատորակ վարկերի ծավալները նախաճգնաժամային ժամանակահատվածի արդյունքների համեմատ 2022թ. մարտի դրությամբ շարունակել են պահպանվել զգալիորեն բարձր մակարդակում: Դրան նպաստել են երկարաձգված վարկերը, ինչը, ըստ էության՝ նշանակում է, որ նշված ժամանակահատվածում գործել է վարկերի վերաֆինանսավորման (roll over) մեխանիզմը, երբ տնային տնտեսությունները ստանձնում են նոր վարկային պարտավորություններ՝ հին վարկերը մարելու նպատակով:

Ըստ էության՝ հետճգնաժամային շրջանում նախաճգնաժամային ժամանակահատվածի համեմատ վատորակ վարկերի գրեթե կրկնակի բարձր մակարդակը արտացոլում է տնային տնտեսությունների եկամուտների և պարտքի ճեղքվածքի պահպանվող խորությունը: Այսինքն՝ 2018-2019թթ. ընթացքում տնային տնտեսությունների վարկային պորտֆելում կուտակված ռիսկերը 2020թ. շուկերի արդյունքում ռեալիզացվելուց հետո կրկին շարունակել են կուտակվել, որն ապագայում ևս լրացուցիչ վտանգներ է ստեղծում ինչպես տնային տնտեսությունների պարտքի, այնպես էլ ամբողջ ֆինանսական համակարգի կայունության տեսանկյունից:

Ի վերջո, նշված զարգացումների համատեքստում, հաշվի առնելով նաև ռուս-ուկրաինական պատերազմի հնարավոր բացասական ազդեցությունները, տնային տնտեսությունների զանգվածային դեֆոլտների հավանականությունը երկարաժամկետ հեռանկարում շարունակում է մեծ մնալ զրոյից:

Ամփոփելով՝ փաստենք, որ 2018թ. իշխանափոխությանը հաջորդող շրջանում ՀՀ կառավարության ամբոխահաճո քաղաքականության արդյունքում տնային տնտեսություններն առաջ են բերել իրենց սպառումը՝ այն ֆինանսավորելով հիմնականում պարտքի հաշվին: Պարտքային բեռի կտրուկ աճը չի ուղեկցվել տնային տնտեսությունների եկամուտների շոշափելի աճով, ինչպես խոստանում էր կառավարությունը:

Արդյունքում, տնային տնտեսությունների վարկային պորտֆելում կուտակվել են ռիսկեր պարտավորությունների բուրգի ձևավորման տեսքով: Այս պայմաններում, 2020թ. ճգնաժամային զարգացումներին զուգահեռ, տնտեսության վրա տնային տնտեսությունների սպառումը թողել է ամենամեծ բացասական ազդեցությունը: Սա նաև նշանակում է, որ բնակչության կենսամակարդակն էականորեն վարթարացել է, ինչն էլ 2020թ. հետո պարտավորությունների բուրգի բարձր մակարդակի պահպանման համարեքստում ավելի է սրում մասնավոր պարտքի և ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունության խնդիրը: Բանն այն է, որ ընդհանուր վարկային պորտֆելում վատորակ վարկերի ինչպես հարաբերական,

այնպես էլ բացարձակ ծավալները շարունակում են պահպանվել նախաճգնաժամային շրջանի համեմատ բարձր մակարդակում:

Հետևաբար, շարունակում է բարձր մնալ նաև տնային տնտեսությունների վարկային ոլորտը, որը մեծացնում է հետագա հավանական բացասական զարգացումների պարագայում (ինչը կարելի է ակնկալել ռուս-ուկրաինական զինված հակամարտությունից) վերջիններիս զանգվածային դեֆոլտի հավանականությունը:

3. ՀԻՊՈՏԵԿԱՅԻՆ ՎԱՐԿԵՐԻ ԲՈՒՄԸ. ԱՐԴՅՈ՞Ք ՇԱՀՈՒՄ Է ՔԱՂԱՔԱՑԻՆ, ԵՐԲ ԿՈՐՑՆՈՒՄ Է ՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆԸ

Ինչպես տեսանք վերլուծության առաջին գլխում, հիպոտեկային վարկերը 2018թ. ի վեր աճել են էքսպոնենցիալ տեմպերով: Ընդ որում, արդեն 2022թ. մարտին 2018թ. հունվարի համեմատ հիպոտեկային վարկերի ծավալներն աճել են 494.6 մլրդ դրամով կամ ավելի քան 200%-ով և կազմել 730.8 մլրդ դրամ:

Հիպոտեկային վարկավորման ուղղությամբ նշված ժամանակահատվածում նկատվող գերտաքացման արդյունքում ոլորտում կուտակվել են որոշակի ռիսկեր, ինչի հետևանքով դրանց նյութականացման դեպքում մեծանում է ՀՀ մակրոտնտեսական և ֆինանսական կայունության ապահովման ռիսկերի խորացման վտանգը: Ընդ որում, այդ ռիսկերը մասամբ ռեալիզացվել են 2020թ. տնտեսական ճգնաժամի պայմաններում և շարունակում են կուտակվել հետճգնաժամային շրջանում:

Նշենք, որ «Լույս» հիմնադրամի կողմից 2020թ. հուլիսին՝ մինչև ճգնաժամի սրումը, ՀՀ վարկավորման ոլորտի վերաբերյալ իրականացված վերլուծության¹⁵ շրջանակներում արդեն իսկ ներկայացվել էին 2018-2019թթ. հիպոտեկային վարկավորման ուղղությամբ ձևավորված հիմնախնդիրները և ոլորտի ռիսկային զարգացումները: Ընդ որում, այդ վերլուծության շրջանակներում ներկայացված հիմնախնդիրները 2020թ. ճգնաժամից հետո ստացել են ավելի առարկայական բնույթ, ինչն էլ կուսումնասիրենք սույն գլխում:

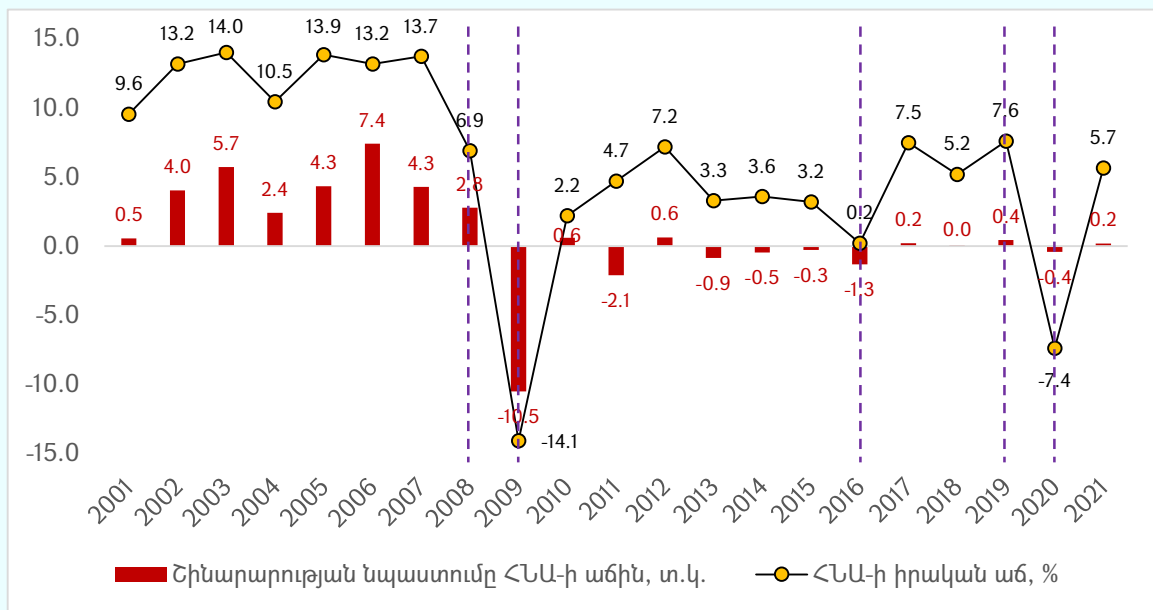
Սակայն, մինչև նշված հիմնախնդիրներին և 2020թ. ճգնաժամի արդյունքում դրանց նյութականացման ուղղություններին անդրադառնալը հակիրճ ներկայացնենք հիպոտեկային վարկերի կտրուկ աճի հիմնական պատճառները և դրա էությունը:

Նախ պետք է նշել, որ 2001-2008թթ. ընթացքում ՀՀ տնտեսական աճը (տարեկան միջինը՝ 12%) հիմնականում պայմանավորված է եղել ոչ արտահանելի ուղղություններով՝ մասնավորապես կապիտալ շինարարության ճյուղով (Գծապատկեր 3.1): Սա իր հերթին, սակայն, հանգեցրել է աճի խոցելիությանը շինարարության և դրան առնչվող ոլորտների զարգացումների նկատմամբ: Ցավոք, 2008-2009թթ. համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի հետևանքով, հենց այդ խոցելիության պայմաններում 2009 թվականին ՀՀ-ում գրանցվել է խոր տնտեսական անկում՝ 14.1%, որը 10.5 տոկոսային կետով բացատրվում է

¹⁵ Վարկային պորտֆելի կառուցվածքը և խնդրահարույց բնութագրերը ՀՀ ֆինանսական համակարգում, «Լույս» հիմնադրամ, 2020, էջ 14-19: Հասանելի է հետևյալ հղմամբ՝ <https://bit.ly/3HYnGxL>:

շինարարության ոլորտի խոր՝ 41.6% անկմամբ:

Գծապատկեր 3.1. ՀՆԱ-ի իրական աճը և շինարարության նպաստումը ՀՆԱ-ի աճին, 2001-2021թթ.



Աղբյուր՝ ՀՀ ԱՎԾ և հեղինակի հաշվարկներ:

2009թ. ճգնաժամից հետո, ՀՀ կառավարությունը հանձնառել է տնտեսական աճի կառուցվածքային բարեփոխումների ծրագիր, որի հիմնական նպատակն է եղել ոչ արտահանելի հատվածով (ինչպիսին շինարարության ոլորտն է) քաշվող տնտեսական աճի մոդելից անցում կատարել արտահանելի հատվածի խթանմանն ուղղված աճի մոդելի: Սա մի կողմից նպաստելու էր տնտեսական աճի կառուցվածքային դիմադրողականության ամրապնդմանը, մյուս կողմից, ինչպես արդեն նշել ենք վերլուծության առաջին գլխում՝ փոքր բաց տնտեսությունների դեպքում, հաշվի առնելով պետական ռեսուրսների սահմանափակումները, առավել նպաստավոր է տնտեսության զարգացման համար գերակա ուղղություն սահմանել արտահանելի հատվածի խթանումը՝ երկարաժամկետ կայուն տնտեսական աճ ապահովելու հեռանկարով:

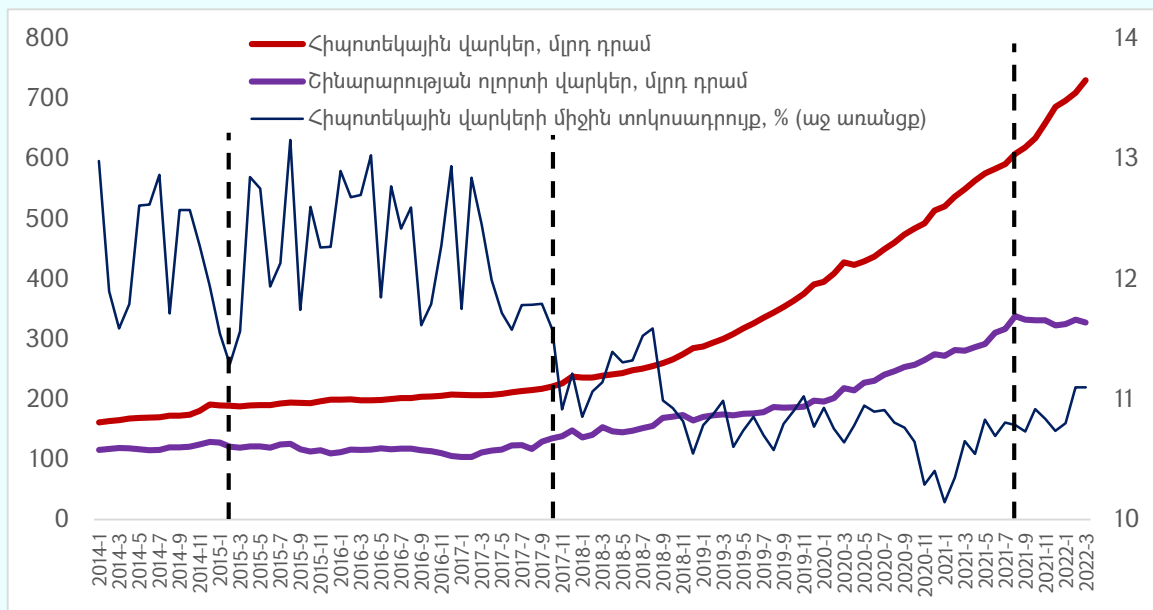
Այդուհանդերձ, 2009թ. ճգնաժամից հետո կարճաժամկետում անհրաժեշտություն էր նկատվում զարկ տալու նաև կապիտալ շինարարությանը (թեև ոչ որպես գերակա ուղղություն), քանի որ հետճգնաժամային շրջանում վերջինս շարունակում էր մնալ անկումային (Գծապատկեր 3.1): Որպես լուծում՝ ՀՀ կառավարությունը տեսնում էր անշարժ գույքի նկատմամբ պահանջարկի խթանման միջոցով շինարարության ոլորտի զարգացումը: Այդ նպատակով, 2015թ. փետրվարին ՀՀ կառավարության կողմից ընդունվում է որոշում¹⁶, համաձայն որի՝

¹⁶ ՀՀ կառավարության 19.02.2015թ. N 205-Ն որոշում, <https://bit.ly/396KTSw>:

առաջնային շուկայից անշարժ գույք ձեռք բերելու պարագայում որոշակի սահմանափակումների ներքո պետությունը ֆիզիկական անձանց հնարավորություն է տալիս հետ ստանալ իր վճարած եկամտային հարկը՝ վերջինս ուղղելով հիպոտեկային վարկի տոկոսավճարների մարմանը¹⁷:

Այս մեխանիզմի ներդրման արդյունքում 2017թ. տարեվերջին 2016-ի համեմատ հիպոտեկային վարկերն աճել են 14.4%-ով, ինչն ուղեկցվել է 2017-ի տարեսկզբից հիպոտեկային վարկավորման տոկոսադրույքների նվազմամբ և վարկավորման պայմանների դյուրինացմամբ (Գծապատկեր 3.2): Ընդ որում, նշված ժամանակահատվածում 39.8%-ով աճել են շինարարության ոլորտի վարկավորման ծավալները՝ շինարարական ընկերությունների կողմից օգտագործվելով որպես կառուցապատման աշխատանքների ֆինանսավորման գործիք: Արդյունքում, արդեն 2017-ին շինարարության ոլորտում գրանցվել է աճ և ոլորտը դրական նպաստում է ունեցել ՀՀ տնտեսական աճին (Գծապատկեր 3.1):

Գծապատկեր 3.2. Հիպոտեկային վարկերի, դրանց միջին տոկոսադրույքի և շինարարության ոլորտի վարկերի դինամիկան, 2014թ. հունվար – 2022թ. մարտ



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ:

Առանցքային է ընդգծել, որ ծրագիրը ներդնելիս ՀՀ կառավարության կողմից կառուցապատողներին հստակ փոխանցվում էին ազդակներ՝ ծրագրի կարճաժամկետ տրամաբանության վերաբերյալ, քանի որ երկարաժամկետում կառավարությունը նպատակադրել էր արտահանելի հատվածի խթանումը: Այդ իսկ

¹⁷ Նշված որոշումը տարածվել է 2014թ. նոյեմբերի 1-ից հետո ծագած հարաբերությունների վրա:

պատճառով, արդեն 2017թ. հոկտեմբերին ՀՀ կառավարության նոր որոշմամբ¹⁸ 2018թ. հունվարից ծրագրի վերաբերյալ ուժի մեջ են դրվել նոր՝ ավելի խիստ սահմանափակումներ¹⁹: Ընդ որում, ծրագրի պայմանների խստացման ներքո ՀՀ կառավարության ազդակները կառուցապատողներին կրկին հստակ էին՝ ծրագիրը պետք է կրեր կարճաժամկետ բնույթ:

Այդուհանդերձ, 2018թ. ապրիլին Հայաստանում տեղի ունեցած իշխանափոխությունից հետո ձևավորված նոր կառավարությունն իր անհեռատես քաղաքականության պատճառով շեղվել է վերոհիշյալ տրամաբանությունից և եկամտային հարկի հետվերադարձի ծրագրին հաղորդել երկարաժամկետ բնույթ, ինչն էլ նպաստել է հիպոտեկային վարկերի պահանջարկի շատ ավելի կտրուկ արագացմանը: Արդյունքում 2018-2021թթ. ընթացքում հիպոտեկային վարկերն աճել են տարեկան միջին հաշվով 30.5%-ով՝ հանգեցնելով ոլորտի գերտաքացման:

2021թ. օգոստոսին ՀՀ կառավարությունը հարկադրաբար ընդունել է որոշում²⁰, համաձայն որի՝ 2022թ. հուլիսից ուժի մեջ է մտնում վճարված տոկոսագումարների չափով եկամտային հարկի հետվերադարձի ծրագրի աստիճանական (փուլային տարբերակով) դադարեցման մեխանիզմը, ինչի արդյունքում արդեն 2025թ. հունվարից այն կգործի միայն ՀՀ մարզերում²¹: Ընդ որում, «հարկադրաբար» եզրույթը լիովին նկարագրում է որոշման ընդունման տրամաբանությունը, քանի որ այն բխում է 2020թ. ճգնաժամի արդյունքում ՀՀ հարկաբյուջետային կայունությանը սպառնացող ռիսկերի մեղմման անհրաժեշտությունից, ինչին դեռ կանխարդառնանք:

Ծրագրին երկարաժամկետ բնույթ հաղորդելու որոշումը չէր կարող արդարացված լինել մի քանի տեսանկյունից, ինչը «Լույս» հիմնադրամի կողմից բարձրաձայնվել է դեռևս 2020թ. հուլիսին²²:

«Առաջին՝ շինարարական բումը անշարժ գույքի շուկան կարող է վերածել «փուչիկի»՝ էապես նվազեցնելով տնտեսության դիմադրողականությունը

¹⁸ ՀՀ կառավարության 05.10.2017թ. N 1321-Ն որոշում, <https://bit.ly/3yyFtdE>:

¹⁹ Մասնավորապես, ձեռք բերվող կամ կառուցապատվող անշարժ գույքի արժեքը չպետք է գերազանցի 55 մլն դրամը, հիպոտեկային վարկի գծով վճարվող և վերադարձվող տոկոսագումարի եռամսյակային հանրագումարը չպետք է գերազանցի 1.5 մլն դրամը, իսկ եկամտային հարկի վերադարձման հնարավորությունից նույն հարկատուն կարող է օգտվել միայն մեկ անգամ:

²⁰ ՀՀ կառավարության 12.08.2021թ. N 1312 - Ա որոշում, <https://bit.ly/3M5bT3J>:

²¹ Կարևոր է նկատել, որ ծրագիրը գլխավորապես անշարժ գույքի պահանջարկի խթանում է առաջացրել Երևան քաղաքում, ինչով էլ պայմանավորված են հիպոտեկային վարկավորման ուղղության զարգացումները: Ուստի, ծրագիրը Երևան քաղաքից դուրս հանելու մեխանիզմը պետք է դիտարկել այն դադարեցնելու տրամաբանության ներքո:

²² Վարկային պորտֆելի կառուցվածքը և խնդրահարույց բնութագրերը ՀՀ ֆինանսական համակարգում, «Լույս» հիմնադրամ, 2020, էջ 16: Հասանելի է հետևյալ հղմամբ՝ <https://bit.ly/3HYnGxL>:

շուկերի նկատմամբ: Ասվածի լավագույն ապացույցը ՀՀ տնտեսության արձագանքն էր 2008-2009թթ. համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամին՝ 14.1% տնտեսական անկման տեսքով: **Երկրորդ**՝ զուտ ֆիսկալ տեսանկյունից շինարարության ոլորտը պետական բյուջեի եկամուտների վրա ունի կարճաժամկետ ազդեցություն: Այսպես, շինարարական ընկերությունը վճարում է հարկեր միայն շինարարական աշխատանքների ընթացքում այն դեպքում, երբ կառուցվող օբյեկտի «կյանքի տևողությունը» զգալիորեն ավելի երկար է: Ավելին, եկամտային հարկի վերադարձման վերոհիշյալ կարգավորման կիրառության պարագայում պետությունը շինարարական աշխատանքներին հաջորդող ժամանակահատվածում կրում է հարկային կորուստներ»:

Վերոշարադրյալն արտացոլում է հենց այն հնարավոր ռիսկերը, որոնք 2018-ից հետո վերաձվել են հիպոտեկային վարկավորման ոլորտի հիմնախնդիրների: Ըստ էության՝ հաշվի առնելով ՀՀ տնտեսության կարողությունները, խելամիտ կդիտվեր ծրագիրը որևէ մեխանիզմով դադարեցնելու որոշում կայացնել 2019թ. տարեվերջին, երբ շինարարության ոլորտն արդեն իսկ ուներ տնտեսական աճին վերջին 7 տարիների ամենամեծ դրական նպաստումը և, ըստ այդմ, կարելի էր համարել կարճաժամկետում վերցված թիրախի լիովին կատարում:

Սակայն, ՀՀ կառավարության որդեգրած *ամբոխահաճո քաղաքականության* պայմաններում, 2020թ. տնտեսական ճգնաժամի արդյունքում հիպոտեկային վարկավորման ոլորտի հիմնախնդիրներն, ըստ էության, սկսեցին նյութականանալ՝ արտացոլելով ծրագիրը ժամանակին չվերանայելու հետևանքները:

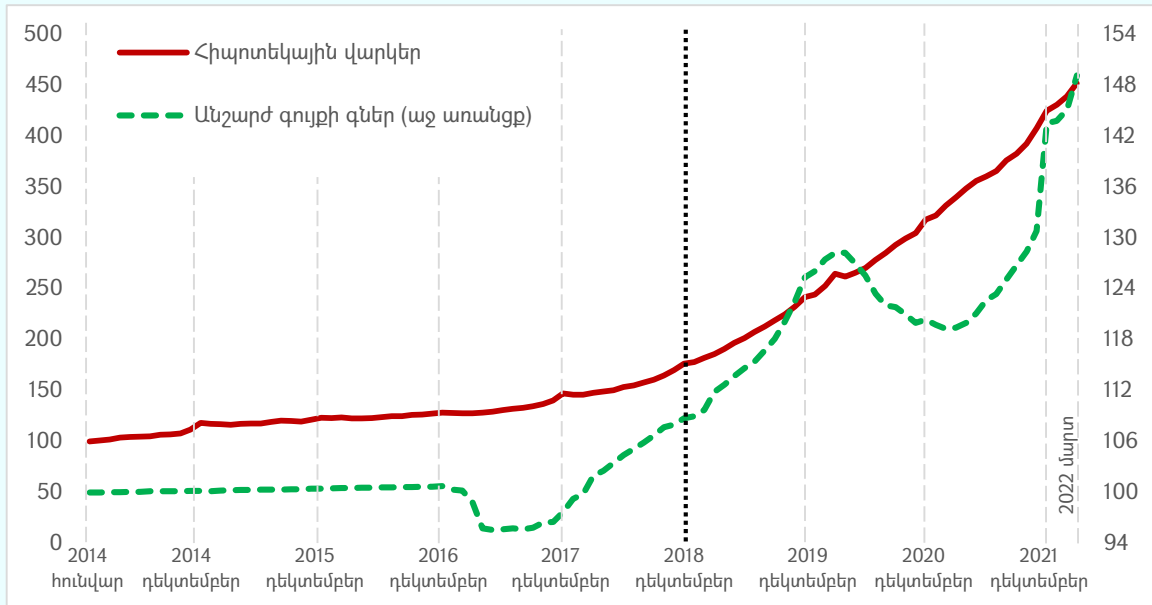
Ռիսկերի նյութականացման ուղղություններից մեկը, ինչպես և կանխատեսվում էր՝ կապված է անշարժ գույքի շուկայի զարգացումների հետ: Այսպես, 2018-2019թթ. ընթացքում հիպոտեկային վարկերի պահանջարկի կտրուկ արագացմանը զուգահեռ անշարժ գույքի գների աճի տեմպը ևս սկսել է կտրուկ արագանալ (Գծապատկեր 3.3)²³: Արդյունքում 2019-ի տարեվերջին 2017-ի տարեվերջի համեմատ անշարժ գույքի գների աճը կազմել է 28.3%: Ընդ որում, 2018-2019թթ. անշարժ գույքի գների աճը փաստում է անշարժ գույքի նկատմամբ գերպահանջարկի ձևավորման մասին: Վերջինս, սակայն պայմանավորված է եղել ոչ թե ժողովրդագրական կամ եկամտային գործոններով, այլ հիպոտեկային վարկավորման պայմանների մեղմացմամբ (նկատենք, որ նշված ժամանակահատվածում հիպոտեկային վարկավորման տոկոսադրույքները շարունակել են նվազել (տե՛ս Գծապատկեր 3.2): Այս պայմաններում ակնհայտ էր անշարժ գույքի շուկայում ռիսկերի կուտակումը՝ ՀՀ ֆինանսական կայունությանը

²³ ՀՀ-ում անշարժ գույքի միասնական միջին գների ինդեքսի բացակայության պատճառով անշարժ գույքի գների չափորոշիչ է ընտրվել Երևանի բնակարանների միջին գների ինդեքսը:

սպառնացող հնարավոր բացասական ազդեցություններով հանդերձ:

Գծապատկեր 3.3. Հիպոտեկային վարկերի և անշարժ գույքի գների դինամիկան, 2014թ. հունվար - 2022թ. մարտ,

Շրջայական ինդեքսներ, 2014թ. հունվար = 100,



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ, ՀՀ կադաստրի կոմիտե և հեղինակի հաշվարկներ:

Խնդիրը կայանում է հետևյալում: Տնտեսության վրա բացասական շուկերի ազդեցության պայմաններում կարող է դիտվել անշարժ գույքի գների կտրուկ նվազում: Արդյունքում, ինչ-որ պահից սկսած գրավադրված գույքը կունենա ավելի ցածր արժեք, քան սպասարկվող վարկը, ինչի հետևանքով վարկառուները կցանկանան անշարժ գույքը զիջել վարկատուներին: Սա, իր հերթին, վարկատուների մոտ կձևավորի անշարժ գույքի կուտակումներ և դրանց իրացվելիության հետ կապված խնդիրներ, ինչը լրացուցիչ կնպաստի դրանց գների ավելի խոր անկմանը: Մյուս կողմից բացասական շուկի պայմաններում կվատթարանա վարկառուների ֆինանսական վիճակը, ինչը գրավադրված գույքի արժեքի նվազման պայմաններում ավելի կսրվի՝ սահմանափակելով վարկառուների եկամուտները: Այս գործոններով պայմանավորված՝ վարկատուները կկրեն կորուստներ, իսկ ֆինանսական և մակրոտնտեսական կայունությունը կխաթարվի:

Ցավոք, նկարագրված զարգացումները գործեցին 2020թ. տնտեսական ճգնաժամի պայմաններում: Այսպես, արդեն 2020թ. մայիսին՝ ԿՈՎԻԴ-19-ի համավարակի տարածման և դրա հետևանքով գործադրված տնտեսական սահմանափակումների պայմաններում անշարժ գույքի գների աճը հակադարձվեց՝ պահպանվելով անկումային միջավայրում մինչև 2021թ. փետրվար ամիսը:

Ընդհանուր առմամբ, 2021թ. փետրվարին 2020թ. մայիսի համեմատ անշարժ գույքի գները նվազել են 7.0%-ով: Դա իր հերթին 2020թ. ընթացքում ուղեկցվել է հիպոտեկային վարկերի որակի վատթարացմամբ: Նախորդ տարվա համեմատ չաշխատող հիպոտեկային վարկերի դինամիկան կտրուկ աճել է, սակայն նոր տրամադրված հիպոտեկային վարկերի աճի բարձր տեմպի պայմաններում գրանցվել է չաշխատող հիպոտեկային վարկերի կշռի դանդաղ աճ՝ 2.9%²⁴: Թեև ՀՀ ֆինանսական համակարգն ունակ է եղել կլանելու նկարագրված ռիսկային զարգացումները, այդուհանդերձ վերջինս նպաստել է ֆինանսական կայունության հենքերի թուլացմանը: Նշենք նաև, որ 2021թ. փետրվարից հիպոտեկային վարկերի տոկոսադրույքները սկսել են աճել՝ արտացոլելով վարկատու կազմակերպությունների կողմից վարկերի հասանելիության սահմանափակման քաղաքականությունը և վարկավորման պայմանների խստացման հանգամանքը:

Գծապատկեր 3.3-ը հուշում է, որ անշարժ գույքի գները 2021թ. փետրվարից հետո կրկին սկսել են կտրուկ արագանալ: Ընդ որում, 2022թ. մարտի դրությամբ 2021թ. փետրվարի համեմատ գներն աճել են 25.1%-ով, իսկ մինչանկումային շրջանի համեմատ՝ 16.3%-ով: Այս զարգացումները կրկին տեղի են ունենում հիպոտեկային վարկերի պահանջարկի արագացման միջավայրում և նպաստում են ՀՀ տնտեսական համակարգում լրացուցիչ ռիսկերի կուտակման: Ընդ որում, թե՛ հիպոտեկային վարկերի, թե՛ անշարժ գույքի գների արագացումը 2021թ. երկրորդ կիսամյակից սկսած՝ գլխավորապես պայմանավորված է եկամտային հարկի հետվերադարձի ծրագրի աստիճանական զսպման մեխանիզմի ներդրմամբ, ինչի պայմաններում դիտարկվում է անշարժ գույքի նկատմամբ ավելցուկային պահանջարկի գոյացում:

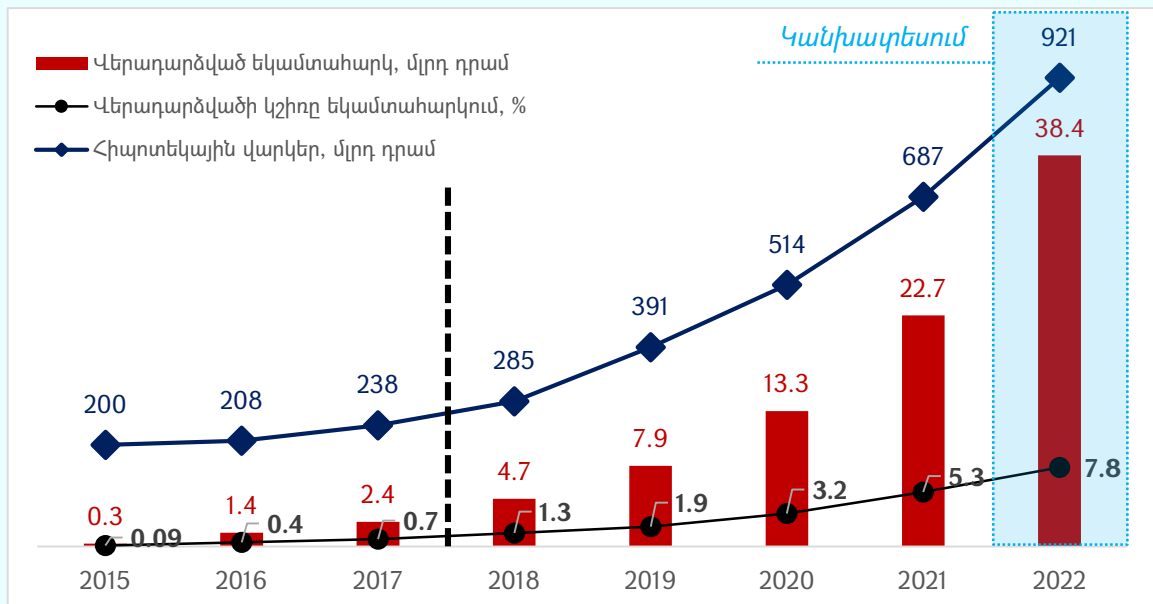
Վերոշարադրյալը հատկապես մտահոգիչ է՝ հաշվի առնելով ռուս-ուկրաինական զինված հակամարտության հնարավոր բացասական ազդեցությունները ՀՀ տնտեսության վրա: Չի կարելի բացառել, որ առաջիկայում ևս տնտեսությունը կբախվի նոր շոկերի, որոնց արդյունքում վերոհիշյալ ռիսկերը կրկին կսկսեն նյութականանալ՝ խաթարելով թե՛ մակրոտնտեսական, թե՛ ֆինանսական կայունությունը:

Եկամտային հարկի հետվերադարձի գործիքակազմով կապիտալ շինարարության խթանման ծրագրին երկարաժամկետ բնույթ հաղորդելու հաջորդ մտահոգիչ հանգամանքը կապված է ՀՀ հարկաբյուջետային միջավայրի հետ: Պետք է փաստենք, որ ՀՀ կառավարության որդեգրած քաղաքականության արդյունքում 2018-2019թթ. ընթացքում հիպոտեկային վարկերի տոկոսագումարների սպասարկման նպատակով ՀՀ պետական բյուջեից

²⁴ Ֆինանսական կայունության հաշվետվություն, ՀՀ ԿԲ, 2020, էջ 26: Հասանելի է հետևյալ հղմամբ՝ <https://bit.ly/3sr48gu>:

վերադարձվող եկամտային հարկի ծավալները շեշտակի աճել են (Գծապատկեր 3.4), ինչի արդյունքում 2019-ին վերադարձված եկամտային հարկը կազմել է 7.9 մլրդ դրամ: Արդյունքում, 2017-ի համեմատ բյուջեի ծախսը (եկամտային հարկի մասով կորուստը) 2019-ին ավելացել է 5.5 մլրդ դրամի չափով կամ ավելի քան 3 անգամ: Հիպոտեկային վարկերի պահանջարկի կտրուկ աճի պայմաններում կանխատեսելի էր եկամտային հարկի մասով կորուստների էքսպոնենցիալ աճերը նաև հաջորդող տարիներին: Ընդ որում, 2020-2021թթ. վերադարձվող եկամտային հարկի աճի տեմպը կազմել է համապատասխանաբար 68.1% և 70.7%, իսկ 2017-ի համեմատ 2021-ին ընդհանուր առմամբ եկամտային հարկի մասով կորուստը աճել է ավելի քան 8 անգամ:

Գծապատկեր 3.4. Հիպոտեկային վարկերի և դրանց սպասարկման նպատակով վերադարձված եկամտային հարկի դինամիկան, 2015-2022թթ.



Աղբյուր՝ ՀՀ ԿԲ, ՀՀ ՖՆ, ՀՀ ՊԵԿ և հեղինակի հաշվարկներ:

Վերոհիշյալը, սակայն, չափազանց մտահոգիչ է ՀՀ հարկաբյուջետային կայունության տեսանկյունից, ինչն իր հերթին երկրի մակրոտնտեսական կայունության հենասյուներից է: Փաստացիորեն, 2020թ. ճգնաժամի պայմաններում ՀՀ պետական բյուջեի պակասուրդը կազմել է ՀՆԱ-ի 5.4%-ը՝ նախորդ տարվա 1.0%-ի համեմատ խորանալով 4.4 տոկոսային կետով: Պակասուրդի ֆինանսավորման համար կառավարությունն էապես մեծացրել է պարտքի ծավալները, ինչը ՀՆԱ-ի նկատմամբ հատել է ՀՀ հարկաբյուջետային կանոններով սահմանված 60%-ի շեմը և կազմել 63.5%²⁵՝ վտանգելով

²⁵ Ցուցանիշի աճը պայմանավորված է նաև ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ ՀՀ դրամի արժեզրկմամբ և անվանական ՀՆԱ-ի անկմամբ:

կառավարության պարտքի կայունությունը: Այս զարգացումների ներքո հիպոտեկային վարկերի տոկոսագումարների մասով հետ վերադարձվող եկամտային հարկի աճը ՀՀ պետական բյուջեի համար դիտարկվում է որպես լրացուցիչ շռայլություն, ինչը որոշակիորեն նպաստել է նաև պակասուրդի ընդլայնմանը:

Ավելի մտահոգիչ են հետճգնաժամային շրջանի զարգացումները: Նշենք, որ 2021թ. հենց տարեսկզբից ՀՀ կառավարությունը կարճաժամկետում պետք է սկսեր հարկաբյուջետային կոնսոլիդացիա՝ նպատակադրելով հարկաբյուջետային խաթարված կայունության արագ վերականգնումը և այդ թվում շեշտադրեր բյուջեի եկամուտների ավելացման մեխանիզմների մշակման անհրաժեշտությունը: Այս համատեքստում անհրաժեշտ էր շատ արագ առնվազն վերանայել, իսկ հնարավորության դեպքում դադարեցնել հիպոտեկային վարկերի սպասարկման համար եկամտային հարկի հետվերադարձման ծրագիրը, ինչը, սակայն, ոչ միայն ՀՀ կառավարությունն իրականացրեց ուշացումով, այլև ներդրեց ծրագրի փոփոխության մեխանիզմ, որը թույլ չի տալիս արագ զսպել եկամտային հարկի մասով բյուջեի ծախսերի աճն առաջիկա տարիներին: Ընդ որում, միայն 2022թ. տարեվերջին վերադարձվող եկամտային հարկի ծավալը, համաձայն կանխատեսումների, կկազմի մոտ 38 մլրդ դրամ, իսկ վերադարձվող եկամտային հարկի կշիռն ընդհանուր եկամտային հարկի նկատմամբ կմոտենա 8%-ին, այն պարագայում, երբ 2017-ին այս հարաբերակցությունը կազմում էր 0.7%:

Հաշվի առնելով հիպոտեկային վարկերի նկատմամբ պահանջարկի արագացման նոր միտումները՝ պայմանավորված ծրագիրը Երևան քաղաքից դուրս մղելու աստիճանական մեխանիզմի ներդրմամբ, պետք է ակնկալել, որ միջնաժամկետում վերադարձվող եկամտային հարկի ծավալների աճն էլ ավելի կարագանա՝ երկարաժամկետում կայունանալով շատ ավելի բարձր մակարդակում:

Այս երևույթը՝ հատկապես միջնաժամկետ զարգացումների համատեքստում, լրացուցիչ ռիսկեր է պարունակում ռուս-ուկրաինական հակամարտության սրման պատճառով: Բացասական տնտեսական զարգացումների ֆոնին ՀՀ կառավարությունն առաջիկայում պետք է որդեգրի լրացուցիչ ծախսերի իրականացման միջոցով տնտեսության խթանման քաղաքականություն: Այդուհանդերձ, առկա են պետական եկամուտների կրճատման սպասումներ, ինչը նշանակում է, որ լրացուցիչ ծախսերի ֆինանսավորման համար կառավարությունը պետք է կրկին մեծացնի պարտքի բեռը: Այսպես, «Moody's» վարկանիշային գործակալության 2022թ. մարտի կանխատեսումների²⁶ համաձայն՝ ՀՀ պետական

²⁶ Էլ. տարբերակը հասանելի է հետևյալ հղմամբ՝ <https://bit.ly/3LEc4CD>:

բյուջեի պակասուրդը 2022-2023թթ. կապահպանվի ՀՆԱ-ի նկատմամբ 4-4.5% մակարդակում, այնինչ նախորդիվ ակնկալվում էր, որ պակասուրդը 2022-ին կկրճատվի՝ տատանվելով ՀՆԱ-ի 3%-ի սահմաններում: Արդյունքում՝ ՀՀ կառավարության պարտքը նվազելու փոխարեն՝ 2022-2024թթ. կաճի և կապահպանվի ՀՆԱ-ի նկատմամբ 62-63%-ի միջակայքում: Ընդ որում, 2021թ. այս ցուցանիշն ուներ նվազման միտում և կազմում էր 60.3%: Ընդլայնողական քաղաքականության պայմաններում, նկատենք, որ հարկաբյուջետային կոնսոլիդացիան կրկին կհետաձգվի, ինչին զգալիորեն կնպաստի նաև հիպոտեկային վարկերի մասով հարկային եկամուտների կորստի աճող վարքագիծը:

Այսպիսով, կարող ենք փաստել, որ 2018-ից ի վեր հիպոտեկային վարկավորման ոլորտում գրանցված գերաքաջումը հիմնականում պայմանավորված է ՀՀ կառավարության անհեռադես քաղաքականությամբ՝ կապված եկամտային հարկի հեղվերադարձման մեխանիզմի միջոցով կապիտալ շինարարության ոլորտը խթանելու ծրագրի հետ: Արդյունքում, այս ուղղությամբ կուտակվել են որոշակի ռիսկեր՝ հանգեցնելով ոլորտում մտահոգիչ հիմնախնդիրների ձևավորման:

Մի կողմից՝ ՀՀ կառավարության գործողությունները համահունչ չեն եղել տնտեսության արտահանելի հարվածի խթանումը որպես գերակա ուղղություն սահմանելու քաղաքականությանը, մյուս կողմից՝ այդ քաղաքականության արդյունքում կուտակված ռիսկերը 2020թ. տնտեսական ճգնաժամի միջավայրում սկսել են նյութականանալ՝ բացասաբար ազդելով ՀՀ մակրոտնտեսական և ֆինանսական կայունության վրա: Ընդ որում, ճգնաժամային տարում գրանցվել է վարկառուների ֆինանսական վիճակի վարթարացում, ինչը հանգեցրել է վարկատուների ակտիվների կորստի: Մտահոգիչ է նաև, որ հիպոտեկային վարկերի նկատմամբ պահանջարկի կտրուկ արագացման և այն ժամանակին չզսպելու արդյունքում տարեցտարի էքսպոնենցիալ տեմպերով աճում է եկամտային հարկի վերադարձման մասով պետական եկամուտների կորստի՝ պետական բյուջեի բեռի չափը, ինչը հատկապես խնդիրներ է ստեղծում 2020թ. ճգնաժամից հետո հարկաբյուջետային կայունության վերականգնման համարեքստում:

2022թ. փետրվարից սկսված ռուս-ուկրաինական զինված հակամարտության պայմաններում հիպոտեկային վարկավորման հիմնախնդիրները դեռևս լուծված չեն, իսկ ռիսկերի կուտակման գործընթացը կրկին նոր թափ է ստացել, ինչը տնտեսությանը փոխանցվող բացասական շոկերի ներքո էլ ավելի կարող է մեծացնել ՀՀ մակրոտնտեսական և ֆինանսական կայունության խոցելիությունը:

ԱՄՓՈՓՈՒՄ

Ամփոփելով սույն վերլուծությունը՝ նշենք, որ 2018թ. ի վեր ՀՀ ֆինանսական համակարգի վարկային պորտֆելը ենթարկվել է մի շարք մտահոգիչ կառուցվածքային տեղաշարժերի, ինչն արտացոլվել է տնային տնտեսությունների և մասնավոր կազմակերպությունների վարկային պորտֆելներում և հանգեցրել ՀՀ մակրոտնտեսական կայունությանը վտանգող ռիսկերի կուտակման: ***Վարկային պորտֆելի կառուցվածքի վատթարացման և ոլորտում բացասական ռիսկերի ձևավորման հիմնային պատճառները, ըստ էության, բխում են 2018թ. հետո ձևավորված գործադիր իշխանությունների կառավարչական որոշումներից, հանրային հաղորդակցման տրամաբանությունից և որդեգրած տնտեսական քաղաքականությունից:***

ՀՀ կառավարության ամբոխահաճո քաղաքականության արդյունքում փոփոխվել է տնային տնտեսությունների սպառման վարքագիծը, ինչը հանգեցրել է պարտավորությունների բուրգի ձևավորման՝ դրանից բխող բացասական հետևանքներով հանդերձ: ՀՀ կառավարության՝ բարեկեցիկ ապագայի խոստումների ներքո տնային տնտեսություններն առաջ են բերել իրենց սպառումը՝ այն ֆինանսավորելով հիմնականում վարկերի հաշվին: Պարտքային բեռի կտրուկ աճը չի ուղեկցվել տնային տնտեսությունների եկամուտների շոշափելի աճով՝ ինչը հանգեցրել է պարտավորությունների բուրգի ձևավորման: 2020թ. ճգնաժամային զարգացումներին զուգահեռ, տնային տնտեսությունների պարտավորությունների բուրգի առկայությունը լրացուցիչ բացասական ազդեցություն է գործել տնտեսության անկման համատեքստում՝ դրդելով մասնավոր սպառման ծավալների ավելի մեծ չափով կրճատման: Մյուս կողմից՝ այն հանգեցրել է բնակչության կենսամակարդակի վատթարացմանը, ինչի պատճառով աճել են վարկային պորտֆելի չափսատող վարկերի ծավալները: Արդյունքում վարկատուները կրել են ֆինանսական կորուստներ, ինչը նպաստել է ֆինանսական համակարգի կայունության հենքերի թուլացմանը: ***Հետճգնաժամային շրջանում տնային տնտեսությունների պարտավորությունների բուրգը շարունակում է պահպանվել բարձր մակարդակում: 2022թ. փետրվարից սկսված ռուս-ուկրաինական պատերազմի և ՀՀ տնտեսության վրա դրա բացասական ազդեցության ենթադրաբար այս երևույթն ավելի է սրում մասնավոր պարտքի և ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունության խնդիրը: Տնային տնտեսությունների վարկային ռիսկի պահպանվող մակարդակը հուշում է, որ վերջիններիս զանգվածային դեֆոլտի հավանականությունը հետագա բացասական շուկերի պայմաններում մեծ է գրոյից:***

ՀՀ կառավարության անհեռատես քաղաքականության արդյունքում 2018-ից ի վեր ռիսկային փոփոխություններ են գրանցվել նաև հիպոտեկային

վարկավորման ուղղությամբ, ինչը հանգեցրել է մի շարք անցանկալի մակրոտնտեսական զարգացումների, այդ թվում՝ մեծացնելով պետության երկարաժամկետ կորուստները: Հիպոտեկային վարկերի տոկոսագումարների սպասարկման նպատակով վարկառուներին վերադարձվող եկամտային հարկի ծրագիրը ստացել է երկարաժամկետ տրամաբանություն, այնինչ այս գործիքն ի սկզբանե ներդրվել էր կարճաժամկետում կապիտալ շինարարությանը զարկ տալու նպատակով և պետք է աստիճանաբար դադարեցվեր: Ծրագրին երկարաժամկետ բնույթ հաղորդելու տրամաբանությունը հակասում է արտահանելի հատվածի խթանումը որպես գերակա ուղղություն սահմանելու ՀՀ կառավարության տնտեսական քաղաքականությանը: Մյուս կողմից՝ կառուցապատողների և տնային տնտեսությունների շրջանում երկարաժամկետ սպասումների ձևավորման արդյունքում հիպոտեկային վարկերի պահանջարկն աճել է չափազանց բարձր տեմպերով՝ ուղեկցվելով շինարարության վարկերի արագ աճով: **Այդ քաղաքականության արդյունքում կուտակված ռիսկերը 2020թ. տնտեսական ճգնաժամի հետևանքով մասամբ նյութականացել են՝ բացասաբար ազդելով ՀՀ մակրոտնտեսական կայունության վրա:** Հիպոտեկային վարկերի նկատմամբ պահանջարկի կտրուկ արագացման և այն ժամանակին չգսպելու արդյունքում եկամուտների տեսանկյունից պետությունը տարեցտարի կրում է ավելի մեծ կորուստներ: Վերջինս հատկապես մտահոգիչ է 2020-ից հետո հարկաբյուջետային կայունության վերականգնման համատեքստում, քանի որ ճգնաժամի շուկերից հետո կտրուկ խորացել է պետական բյուջեի պակասուրդը, և աճել է ՀՀ կառավարության պարտքը: **Ռուս-ուկրաինական պատերազմի պայմաններում հիպոտեկային վարկավորման հիմնախնդիրները դեռևս լուծված չեն:** Ընդ որում, ռիսկերի կուտակման գործընթացը կրկին նոր թափ է ստացել, ինչը տնտեսությանը փոխանցվող բացասական շուկերի ներքո էլ ավելի կարող է մեծացնել ՀՀ մակրոտնտեսական կայունության խոցելիությունը:

«ԼՈՒՅՍ հիմնադրամ» գրառմամբ հրապարակված նյութը պաշտպանված է ՀՀ օրենսդրությամբ և միջազգային համաձայնագրերով: Հրապարակված նյութի բոլոր իրավունքների բացառիկ իրավատերերը **«ԼՈՒՅՍ»** հիմնադրամն է:

Նյութի ամբողջական կամ դրանից քաղվածքների վերարտադրումը թույլատրվում է իրականացնել միայն **«ԼՈՒՅՍ հիմնադրամ»** գրառման և համապատասխան **ակտիվ հղման** տեղադրման պայմանով՝ պահպանելով **«ԼՈՒՅՍ»** հիմնադրամին պատկանող նյութերի օգտագործման կարգը: