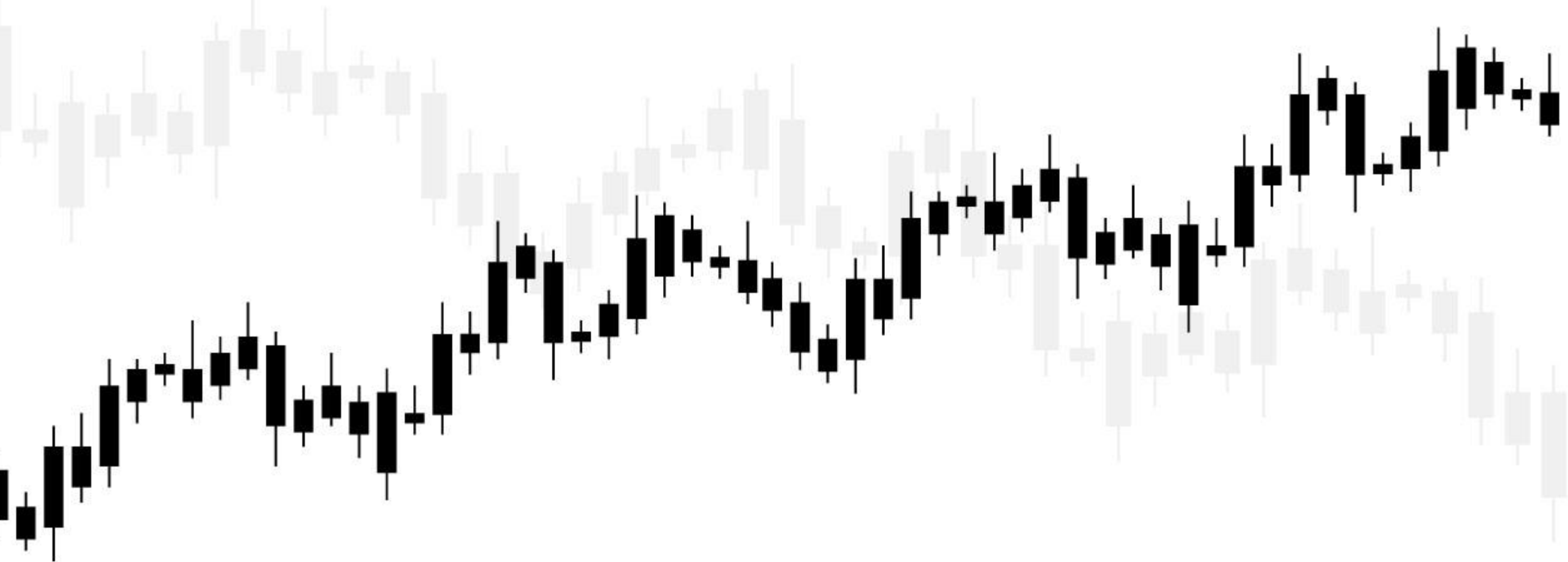


Որտե՞ղ է ռեցեսիան
(ԱՄՆ-ի տնտեսության վերլուծություն)



Սույն վերլուծությունը կազմվել է ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ ԲԲԸ-ի կողմից և կարող է օգտագործվել **միայն որպես ընդհանուր բնույթի տեղեկություն**: Վերջինս արդիական է հրապարակման օրվանից շուկայի վարքագծով պայմանավորված ողջամիտ ժամկետում: Վերլուծական հաշվետվությունը կազմվել է ներկայումս հասանելի **հանրային տեղեկատվության** հիման վրա, որն ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ ԲԲԸ-ը համարում է վստահելի: Սակայն, ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ ԲԲԸ-ն **չի երաշխավորում**, որ այդ տեղեկատվությունը հանդիսանում է լիարժեք և արժանահավատ, և, հետևաբար, այն **չպետք է ընկալվի որպես խորհուրդ կամ առաջարկ՝ որևէ ֆինանսական գործարք իրականացնելու դեպքում**:

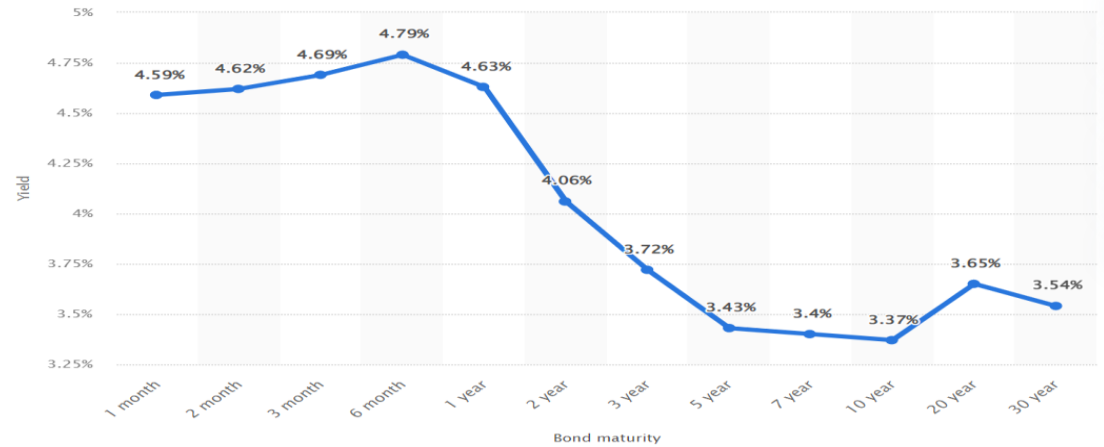
Վերլուծության մեջ ներկայացված գործիքների ընտրությունը պայմանավորված է **շուկայի ընդհանրական մոտեցմամբ**, բարձր շրջանառության ծավալ ու հանրային լայն ընկալում ունեցող ընկերությունների բաժնետոմսերի նկատմամբ հաշվետու ժամանակահատվածում ձևավորված մեծ հետաքրքրությամբ: Հետևաբար, ընտրված ներդրումային պրոդուկտները կարող են **չհամապատասխանել բոլոր ներդրողների ցանկություններին և պահանջներին**: Ներդրումներ իրականացնող ցանկացած անձ պետք է **անհատապես ուսումնասիրի և յուրովի գնահատի** իր ներդրումային հնարավորությունները, ներդրումային պորտֆելի կառուցվածքը և դրանցից բխող ռիսկերը բոլոր կամ առանձին վերցրած ակտիվների գծով: Նախքան որևէ ներդրումային որոշում կայացնելը կամ գործարք իրականացնելը, յուրաքանչյուր ներդրող պետք է ուսումնասիրի այն տեղեկատվությունը, որը պարունակում է ռիսկերի, միջնորդավճարների և հնարավոր այլ ծախսերի նկարագրությունը: Յուրաքանչյուր ներդրող պետք է առանձնահատուկ ուշադրություն դարձնի **ռիսկ/եկամուտ հարաբերակցությանը** և համոզվի, որ ներդրումը համապատասխանում է վերջինիս ներդրումային նպատակներին:

Հնարավոր կորստի կամ եկամտի ցանկացած կանխատեսում **գուտ նկարագրություն** է և չպետք է դիտվի որպես հնարավոր առավելագույն կորստի կամ շահույթի սահմանափակում: Ներդրումները **երաշխավորված կամ ապահովագրված չեն ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ ԲԲԸ** կամ այլ ֆինանսական ընկերության կամ որևէ տեղական ինքնակառավարման մարմնի կամ ապահովագրական գործակալության կողմից, հետևաբար **բախվում են ներդրումային ռիսկերի հետ**, ներառյալ՝ **ողջ գումարի հնարավոր կորստի ռիսկը**: Ներդրողներն, ովքեր ներդրումներ են կատարում արտարժույթով, պետք է տեղյակ լինեն փոխարժեքի տատանումների ռիսկի մասին, որը կարող է հանգեցնել ներդրված գումարի կորստի:

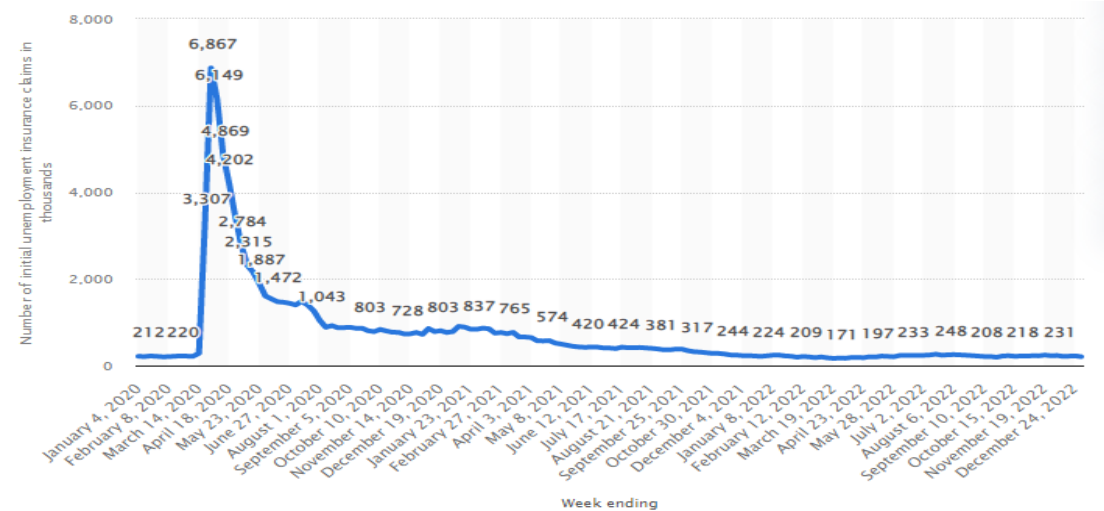
ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ ԲԲԸ-ն ենթադրում է, որ հաճախորդը նախքան ներդրումներ իրականացնելը, **գիտակցում և տեղյակ է գործարքի հետ կապված ցանկացած հարկային և իրավական** պարտավորությունների մասին: ԱՐԱՐԱՏԲԱՆԿ ԲԲԸ-ն **պատասխանատվություն չի կրում** այն բոլոր ուղղակի, անուղղակի հնարավոր **վնասների համար**, որոնք առաջացել են, վերլուծության մեջ առկա տեղեկատվության և հետևությունների մասնակի կամ ամբողջական օգտագործման հետևանքով:

Արդյո՞ք ԱՄՆ-ի տնտեսությունը 2023 թվականին անկում է ապրելու: Շրջված (ինվերսիա) եկամտաբերության կորը (Գծապատկեր 1) անկման նախանշաններից է: Եկամտաբերության կորի շրջումը զուգորդված էր ԱՄՆ-ի Դաշնային պահուստային համակարգի (այսուհետ՝ ԴՊՀ) կողմից տոկոսադրույքների բարձրացմամբ: Համաձայն ԴՊՀ ցուցումների՝ առավելագույն տոկոսադրույքը կարող է հասնել 5.50%-ի: Այնուամենայնիվ, ամեն ինչ այնքան էլ պարզ չէ. ԱՄՆ-ի ՀՆԱ-ի 2/3 մասը կազմում է սպառումը, իսկ սպառման աճը հիմնականում կախված է զբաղվածության մակարդակից, մինչդեռ կապը սպառման և տոկոսադրույքի միջև անուղղակի է: Սպառումը էապես նվազում է, երբ աշխատատեղերի կրճատումներ են տեղի ունենում: Ներկայումս նման միտում չի նկատվում: ԱՄՆ-ում աշխատատեղերը համեմատաբար ավելի շատ են ծառայությունների ոլորտում, մասնավորապես, զբոսաշրջության ոլորտում, սակայն կրճատումներ սպասվում են Սիլիկոնյան հովտում և Ուոլ Սթրիթում: Քանի որ քանակային առումով աշխատատեղերը շարունակում են աճել, 2023թ-ի լայնորեն կանխատեսող անկումը կարող է մեղմ լինել: Հետևենք գործազրկության տվյալներին (Գծապատկեր 2 «Initial Jobless Claims»): 225,000-ից ցածր մակարդակը սեզոնային բնույթ ունի: Եթե այս թիվը բարձրանա 250,000-ից ավելի բարձր, ապա մտահոգությունները տեղին են: Իսկ եթե այն արագորեն բարձրանա մինչև 300,000 կամ ավելի, ապա ռեցեսիան բարձր հավանականություն կունենա: Հաջորդիվ ավելի մանրամասն կդիտարկենք հենց սպառման ոլորտում նկատվող միտումները:

Գծապատկեր 1. ԱՄՆ-ի պետական պարտատոկսերի եկամտաբերության կոր

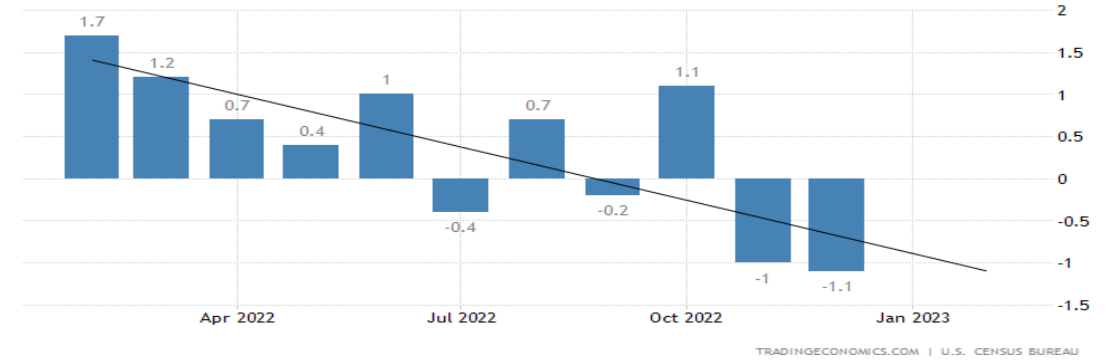


Գծապատկեր 2. 2020թ.-ից մինչև 2022թ. դեկտեմբերն ընկած ժամանակաշրջանում ԱՄՆ-ում մեկ շաբաթվա ընթացքում առաջին անգամ գործազրկության նպաստ ստանալու համար դիմածների թիվ



ԱՄՆ-ում մանրածախ վաճառքը (Գծապատկեր 3) 2022թ. դեկտեմբեր ամսին՝ երկրորդ ամիսն անընդմեջ, անկում է ապրում, ինչը եզակի է հանդիպում: Սովորաբար յուրաքանչյուր հաջորդ ամսում տեղի է ունենում ճշգրտում՝ դրական շարժով: Սպառումը նաև արտացոլված է արտադրության ծավալներում և գործարար ակտիվությունում: ԱՄՆ-ի արտադրական կարողությունների շահագործումը (Գծապատկեր 4 «United States Capacity Utilization») չորրորդ ամիսն է ինչ նվազում է: Սրանից զատ երկու օրինաչափություն է աչքի ընկնում: Առաջինն այն է, որ արտադրական կարողությունները առավելապես օգտագործվում են 80%-ի չափով: Վերջինս բացատրվում է նրանով, որ պահանջարկը բավարարելու նպատակով ավել հզորությունների ներգրավման կարիք չկա: Երկրորդ՝ այս մակարդակին հասնելուց հետո պարբերաբար ճգնաժամային միտումներ են ի հայտ գալիս: Չարկ է նշել, որ այս մակարդակում արտադրական հզորությունները երկար չեն մնում, քանի որ այս մակարդակում պահանջարկը մեծապես ապահովվում է պարտքի հաշվին: Սրանից զատ ISM Purchasing Managers Index-ը (Գծապատկեր 5), շուրջ մեկ տարի է ինչ անկում է ապրում, ինչը վկայում է այն մասին, որ ընկերությունները կրճատում են արտադրական հզորությունները: Այս ցուցանիշները թույլ են տալիս ենթադրել, որ տնտեսությունը միանշանակ դանդաղում է, հետևաբար կարող ենք ականատես դառնալ ընկերությունների կատարողականների նվազմանը: Իսկ որպեսզի կարողանանք կանխատեսել, արդյո՞ք խորը ճգնաժամ է ակնկալվելու, անհրաժեշտ է ուսումնասիրել նախորդ ճգնաժամերի ընթացքում արձանագրված պատկերները:

Գծապատկեր 3. ԱՄՆ-ում մանրածախ վաճառքը ամսական պարբերականությամբ



Գծապատկեր 4. United States Capacity Utilization



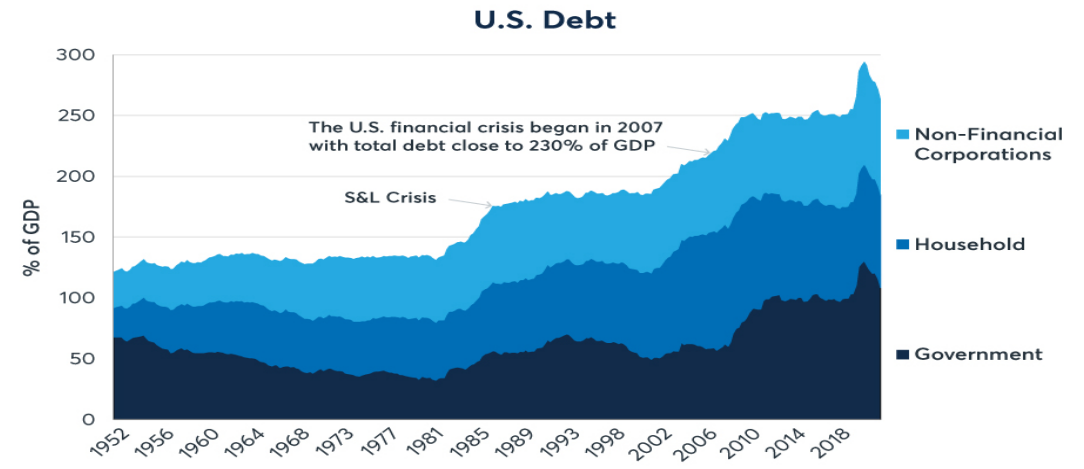
Գծապատկեր 5. ISM Purchasing Managers Index



2022 թվականին ԴՊՀ-ի կողմից իրականացվել է երրորդ ամենամեծ տոկոսադրույքի բարձրացումը վերջին հարյուրամյակում՝ զիջելով միայն 1979թ. և 1981թ. տոկոսադրույքների խստացման ցիկերին, որոնց հաջորդած տարիներին ԱՄՆ-ի տնտեսությունը խորը անկում է արձանագրել: 1980թ-ին գործազրկությունը 5.5%-ից հասել էր 7.7%-ի, իսկ վերականգնումը սկսվել է 1981-ի սկզբին: Սակայն, 1982թ.-ին գործազրկությունը կրկին բարձրացել է 7.1%-ից մինչև 10.8%՝ գրանցելով ամենաբարձր մակարդակը 1930-ականների Մեծ դեպրեսիայից հետո:

ԴՊՀ-ի վերջին խստացման ցիկից հետո անկման հավանականության ցանկացած գնահատում դժվարանում է երկու հիմնական գործոններով պայմանավորված: Դրանք են՝ 1) տնտեսության մեջ պարտքի և լծակի մակարդակը և 2) իրական տոկոսադրույքների մակարդակը: Երբ ԴՊՀ-ը բարձրացրեց տոկոսադրույքները 1970-ականների վերջին և 1980-ականների սկզբին, ԱՄՆ-ի պարտքի մակարդակը կազմում էր այսօրվա պարտքի գրեթե կեսը: 1980-ից մինչ այսօր ԱՄՆ-ի պետական պարտքի հարաբերակցությունը ՅՆԱ-ի նկատմամբ 33%-ից հասել է 108%-ի, մինչդեռ տնային տնտեսությունների պարտքը 49%-ից հասել է 76%-ի: Կորպորատիվ պարտքն աճել է 51%-ից մինչև 80%, իսկ ընդհանուր պարտքը՝ 133%-ից մինչև 263% (Գծապատկեր 6): Այսպիսով, տնտեսության զգայունությունը տոկոսադրույքների բարձրացման նկատմամբ այսօր շատ ավելի բարձր է, քան 1970-ականների վերջին և 1980-ականների սկզբին էր, երբ պարտքի մակարդակը շատ ավելի ցածր էր:

Գծապատկեր 6. ԱՄՆ-ի ՅՆԱ-ի ընդհանուր պարտքի դինամիկան

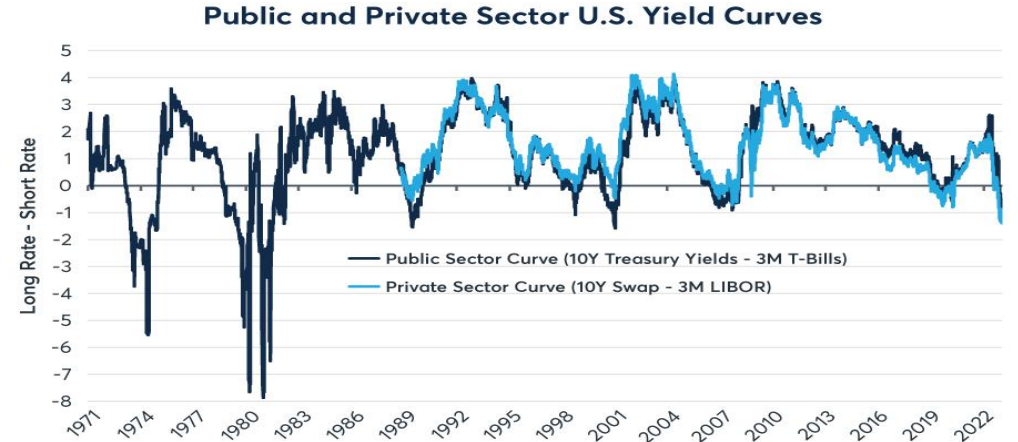


Source: Bank for International Settlements (BIS), <http://www.bis.org/statistics/totcredit.htm>

Պետական պարտքի մեծ հարաբերակցությունը ՅՆԱ-ի նկատմամբ համադրվելով բարձր տոկոսադրույքի հետ, ճնշող ազդեցություն են թողնում ԱՄՆ բյուջեի դեֆիցիտի վրա: Սա կարող է հանգեցնել դժվար ընտրության՝ պետական ծախսերի կրճատման, հարկերի բարձրացման կամ դեֆիցիտի ընդլայնման: Բացի այդ, աճում է մասնավոր հատվածի փոխառության ծախսերը: Նրանք, ովքեր ունեն լողացող տոկոսադրույքով հիփոթեքային վարկեր, կարող են դժվարությունների հանդիպել, քանի որ նրանց ամսական հիփոթեքային վճարումները մեծանում են: Միևնույն ժամանակ, բարձրանում է նաև կորպորատիվ փոխառության արժեքը, ինչը կարող է հանգեցնել բարդությունների ներդրումների և աշխատատեղերի հարցում:

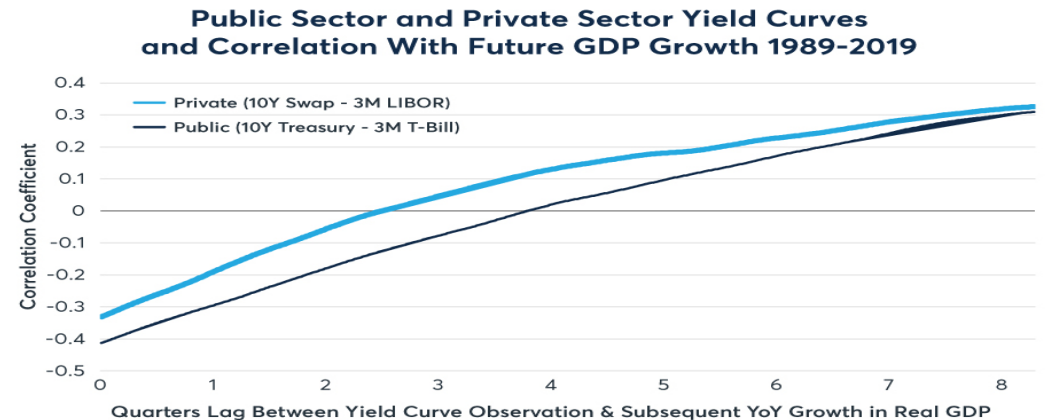
2022թ. մարտից ի վեր պարտատոմսերի շուկայի մասնակիցները ակնհայտորեն մտահոգված են, և նրանց մտահոգությունները արտահայտվում են ԱՄՆ-ի եկամտաբերության կորի տեսքով, որն այժմ կտրուկ շրջված է (Գծապատկեր 7): ԱՄՆ-ի եկամտաբերության կորը ներկայումս գտնվում է 2007թ. ի վեր՝ համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամի նախաշեմին, «ամենաշրջված» մակարդակում: Այնուամենայնիվ, երբեք այն այնքան շրջված չի եղել, որքան 1970-ականների վերջին և 1980-ականների սկզբին, երբ տոկոսադրույքները շատ ավելի բարձր էին, քան այսօր: Մինևայն ժամանակ, մասնավոր հատվածի եկամտաբերության կորը, նույնպես էապես շրջում է ապրել: Չարկ է նշել, որ մասնավոր հատվածի եկամտաբերության կորը ներկայացնում է այն եկամտաբերությունը, որը մասնավոր հատվածի փոխառուները կարող են առաջարկել տարբեր մարման ժամկետով պարտքային արժեթղթերի համար: Այն նման է պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության կորին, որը ցույց է տալիս տարբեր մարման ժամկետով պարտքային արժեթղթերի պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը, սակայն դրա փոխարեն կենտրոնանում է մասնավոր հատվածի կազմակերպությունների կողմից առաջարկվող եկամտաբերության վրա: Մասնավոր հատվածի եկամտաբերության կորի ռեկորդային շրջադարձը հատկապես մտահոգիչ է, քանի որ այն ավելի ամուր պատմական կապ ունի ԱՄՆ-ի ՉՆԱ-ի աճի հետ, քան պետական հատվածի կորը: Կորելացիոն կապը եկամտաբերության կորի և տնտեսության հետագա կատարողականի միջև ամենամեծն է 4-ից 8 եռամսյակների ընթացքում (Գծապատկեր 8): Այսպիսով, այս տեսանկյունից, հավանական է, որ ԱՄՆ տնտեսությունը շարունակի աճը 2023թ. առաջին կեսում, սակայն այս տարվա երկրորդ կեսում և 2024թ. ռեցեսիայի հավանականությունը կարող է էապես աճել:

Գծապատկեր 7. ԱՄՆ-ում դիտվում է եկամտաբերության կորերի ամենատուր ինվերսիաներից մեկը 1980-ականների սկզբից ի վեր



Source: Bloomberg Professional (USSW10, US0003M, USGG10YR and GB3)

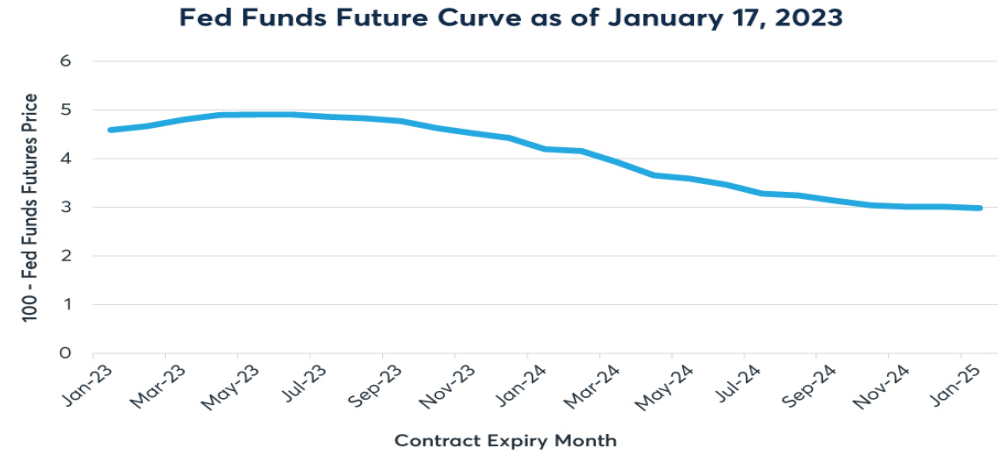
Գծապատկեր 8. Մասնավոր հատվածի եկամտաբերության կորը ՉՆԱ-ի ապագա աճի հետ առավել կորելացված է քան պետական հատվածինը



Source: Bloomberg Professional (GDP CYOY, USSW10, US0003M, USGG10YR and GB3)

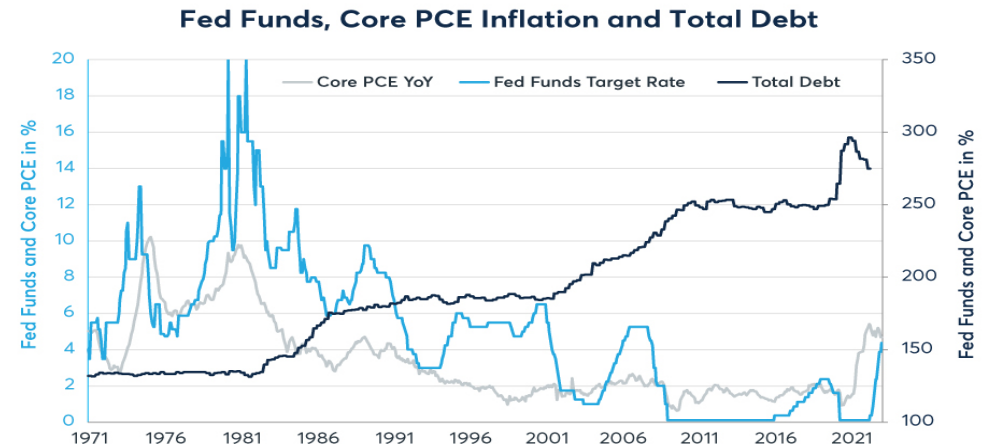
Այս պնդման հետ համահունչ է նաև այն, որ շուկայի սպասումների համաձայն, 2023թ. 1-ին եռամսյակում ԴՊՀ կարող է ևս մեկ կամ երկու անգամ բարձրացնել տոկոսադրույքները, Նախքան տարեվերջին դրամավարկային քաղաքականության խստացման դադարեցումը: Սկսած 4-րդ եռամսյակից, շուկան ակնկալում է, որ ԴՊՀ կնվազեցնի տոկոսադրույքները 150-200 բազիսային կետով (Գծապատկեր 9): Fed Funds ֆյուչերսների եկամտաբերության կորի ձևը ընդգծում է այն մտավախությունները, որ ԴՊՀ-ը կարող է արագորեն փոխել իր քաղաքականությունը այս տարվա վերջում պայմանավորված տնտեսական անկմամբ: Այնուամենայնիվ, կան մի շարք խնդրահարույց գործոններ: Դրանց թվին է պատկանում նաև այն փաստը, որ ԴՊՀ-ը դեռ չի բարձրացրել տոկոսադրույքները հիմնական գնաճի մակարդակին: Նախկին անկումներից առաջ ԴՊՀ-ի տոկոսադրույքները սովորաբար զգալի չափով գերազանցում էին գնաճը: Fed Funds տոկոսադրույքը իրական արտահայտությամբ մոտ +3.0% էր (Դաշնային ֆոնդի տոկոսադրույք հանած հիմնական գնաճ՝ PCE) մինչև 2001 և 2008 թվականների ճգնաժամերը: Մինչև 1990-91թթ. ռեցեսիան այն մոտ էր +5%-ի (Գծապատկեր 10): Այս անգամ դաշնային ֆոնդի տոկոսադրույքը կազմում է 4.375%, որը մեկ տոկոսով ցածր է հիմնական գնաճից (PCE): Հարց է առաջանում արդյո՞ք դրամավարկային քաղաքականությունը խիստ է:

Գծապատկեր 9. Fed Funds ֆյուչերսների եկամտաբերության կորի ձևը ենթադրում է տոկոսադրույքների բարձրացում մինչև 5%, որին հաջորդում են կրճատումներ



Source: Bloomberg Professional (FF1 ... FF24)

Գծապատկեր 10. Իրական տոկոսադրույքը դեռևս բացասական է

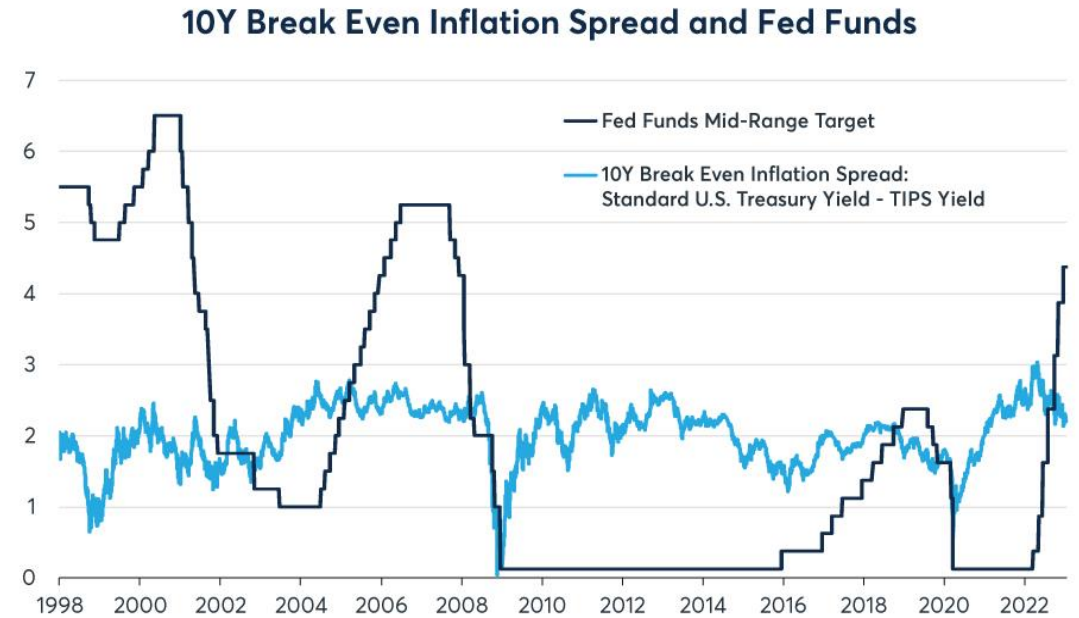


Source: Bloomberg Professional (PCE CYOY and FDTRMID), BIS Total Credit to the Non-Financial Sector

Այո, իրական տոկոսադրույքը բացասական է, երբ հիմք ենք ընդունում գնաճը՝ հիմնված գնաճի տարբեր ինդեքսների վրա, որոնք չափում են, թե որքան է եղել գնաճը վերջին 12 ամսում: Այնուամենայնիվ, երբ դիտարկվում է ակնկալվող գնաճը, որը հիմնված է ԱՄՆ-ի պետական պարտատոմսերի և գնաճից պաշտպանված պարտատոմսերի (TIPS) սպրեդի վրա, իրական տոկոսադրույքը նույնքան դրական է, որքան 2000թ. կամ 2007թ. նախորդ երկու ճգնաժամերի նախօրեին:

Մի բան պարզ է, քանի որ վերջին 40 տարիների ընթացքում տնտեսության մեջ պարտքի մակարդակն աճել է, իրական տոկոսադրույքները հակված են նվազելու: Եթե ԴՊՀ-ն այսօր սահմաներ իրական տոկոսադրույքը +7% մակարդակում, ինչպես դա արեց 1970-ականների վերջին և 1980-ականների սկզբին, դա կհանգեցնի անկայունության աճին: Այսօր այդ մակարդակում տոկոսադրույքը դժվար է պատկերացնել, քանի որ ԱՄՆ-ի պարտքի ներկայիս նման մակարդակը և լծակային բնույթը այդ տոկոսադրույքի պարագայում կհանգեցնեն տնտեսության անկայունության:

Գծապատկեր 6. Իրական տոկոսադրույքը դրական է՝ հաշվի առնելով TIPS-ով ակնկալվող գնաճը



Source: Bloomberg Professional (USGGT10Y, USGG10YR and FDTRMID)



AraratBank

YEREVAN, ARMENIA

Buzand St., bldg. 87, prem. 85

(+374) 10 59 23 23

info@araratbank.am

www.araratbank.am

