



Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ

ԱՇԽԱՏԱՆՔԱՅԻՆ ՓԱՍՏԱԹՈՒՂԹ

Ածանցյալների շուկայի կարևորությունը դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից

Հեղինակ՝

Մարգարիտ Մամիկոնյան

Դրամավարկային քաղաքականության վարչություն

ԵՐԵՎԱՆ 2003

Սեղմագիր

Կատարված աշխատանքում քննարկվել են արժութային շուկայում Կենտրոնական բանկերի գործառնությունների տրամաբանության վրա ազդող գործոններից մեկը՝ ածանցյալների շուկայի զարգացման հիմնախնդիրները: Դիտարկվել է ածանցյալների առք ու վաճառքի ազդեցությունը դրամավարկային քաղաքականության, մասնավորապես՝ փոխանցման մեխանիզմի վրա ինչպես ֆինանսական շուկաների, այնպես էլ ռեալ տնտեսության տեսանկյունից: Քննարկվել են ածանցյալների փոխարժեքների միջոցով արժութային շուկայի հետագա միտումները և տնտեսվարող սուբյեկտների սպասումները գնահատելու հնարավորությունը:

Գնահատվել է արտարժութային ածանցյալների ներդրման անհրաժեշտությունը և հնարավորությունը ՀՀ-ում և դիտարկվել են ՀՀ ԿԲ կողմից արտարժութային ածանցյալները որպես դրամավարկային քաղաքականության գործիք օգտագործելու խնդիրները: Այս առումով հատկապես կարևորվել է այդ գործիքի օգտագործումը տնտեսության արտարժութային իրացվելիության կարգավորման, համախառն արտաքին պահուստների համալրման, ՀՀ դրամի փոխարժեքի տատանումները նվազեցնելու (փոխարժեքի նախընտրելի միջակայք պահպանելու) և արժութային շուկայում ՀՀ ԿԲ ուղղակի մասնակցությունը նվազագույնի հասցնելու գործում:

Հանգամանորեն քննարկելով արտարժութային ածանցյալների շուկայի զարգացման կարևորությունը արժութային շուկայի մասնակիցների մոտ փոխարժեքի երկարատև սպասումներ ձևավորելու, տնտեսվարող սուբյեկտների արտարժութային ռիսկը նվազագույնի հասցնելու և դրանով իսկ ֆինանսական շուկայի հետագա զարգացմանը նպաստելու գործում, տրվել են ածանցյալների շուկայի զարգացմանը նպաստող գործնական առաջարկություններ:

I. Ածանցյալների շուկային Կենտրոնական Բանկերի մասնակցության նպատակները

ԿԲ-երը սովորաբար ածանցյալների շուկային մասնակցում են հետևյալ նպատակներով՝

- **Թերզարգացած շուկաների իրացվելիության խնդիրները կարգավորելու նպատակով.**
Շատ երկրներում ածանցյալների շուկան բավականաչափ զարգացած չէ և, բնականաբար, բացակայում են պատշաճ հեջավորման և ռիսկի կառավարման անհրաժեշտ գործիքներ: Այս պայմաններում ածանցյալների հիմքում ընկած ակտիվների շուկաները դանդաղ են զարգանում, քան ցանկալի է և ԿԲ կողմից իրացվելիության կարգավորման մոտ գործիքների կիրառումը սովորաբար նպաստում է ինչպես կանխիկ (սփոթ) և ածանցյալների շուկայի զարգացմանը, այնպես էլ սփոթ շուկայում փոխարժեքի մեծ տատանումները չեզոքացնելուն կամ առնվազն հարթելուն:
- **Ֆիքսված փոխարժեքի ռեժիմը կամ փոխարժեքի նախընտրելի միջակայքը պահելու նպատակով.**

Ինչպես արդեն նշեցինք, ԿԲ մասնակցությունը ածանցյալների շուկայում կարող է հանդիսանալ փոխարժեքի տատանումները նվազեցնող, մասնավորապես, ֆիքսված փոխարժեքի ռեժիմը կամ փոխարժեքի նախընտրելի միջակայքը պահպանելու միջոց:

Այս հիմնախնդիրը շատ երկրներում, հատկապես ԱՊՀ, կարգավորվում է արժույթային շուկայում ուղղակի ինտերվենցիաների միջոցով: Որոշ երկրների ԿԲ-եր գերադասում են մասնակցել ածանցյալների շուկային, քանի որ այն, նախ, ԿԲ-ին հնարավորություն է տալիս պահպանել փոխարժեքի նախընտրելի միջակայքը՝ արտարժույթային պահուստների ոչ անմիջապես օգտագործման և առանց դրամական զանգվածի վրա ազդեցության: Հետևաբար, այս գործարքները նմանվում են ստերիլիզացվող ինտերվենցիաների, սակայն ունեն *ex ante* բնույթ, այսինքն, ի տարբերություն ուղղակի ինտերվենցիաների ունեն դրական հարկաբյուջետային ազդեցություն: Երկրորդ, ԿԲ միջամտությունը ածանցյալների շուկային, հատկապես սպեկուլյատիվ ցնցումների ժամանակ, սփոթ շուկայում արժույթային դիվերների կողմից իրականացվող ճնշումները մեղմացնելու արդյունավետ միջոց է: Այսպես օրինակ, նորմալ պայմաններում բանկերն ու դիվերները իրենց արժույթային գործառնությունները հեջավորում են առանց բարդությունների, այսինքն հեշտորեն են գործընկերներ գտնում: Սակայն միանման (*uniform*) սպասումների ժամանակ, երբ շուկայի բոլոր մասնակիցները սպասում են, որ փոխարժեքը փոփոխվելու է որոշակի ուղղությամբ, նրանք արագորեն վաճառում են ազգային արժույթը և գնում են արտարժույթ: Սփոթ շուկայի վրա այսպիսի ճնշումը հնարավոր է կանխել ածանցյալների շուկայի իրացվելիությունը մեծացնելու շնորհիվ: ԿԲ կողմից ֆորվարդային պայմանագրեր կնքելու կամ «փոթ» օպցիոններ

վաճառելու միջոցով շուկայի մասնակիցները ստանում են հեջավորման հնարավորություններ և դրանով իսկ չեզոքանում է սփոթ շուկայի վրա լրացուցիչ ճնշումը: Այսպիսի տակտիկա է կիրառել Իսպանիայի ԿԲ-ն օպցիոնների («փութ») շուկայում՝ 1992/1993 թթ.-երի ճգնաժամի ժամանակ և Թաիլանդի Բանկը ֆորվարդների շուկայում՝ 1997թ.-ին:

➤ **Փոխարժեքի ռեժիմի և ֆինանսական համակարգի կայունության միջև առկա հակասությունը հարթելու նպատակով.**

Այս հակասությունը կարող է առաջանալ այն դեպքում, երբ ազգային արժույթի արժեզրկման (devaluation) սպասումների արագացումը հանգեցնում է կապիտալի խոշոր արտահոսքի: Կապիտալի հոսքերի գործում բանկերի դերի կարևորության պայմաններում, աճող ճնշումը արժութային շուկայի վրա կարող է հանգեցնել ողջ բանկային համակարգի իրացվելիության հիմնախնդրի: Խնդիրը հետազայում ավելի կբարդանա, երբ արժեզրկման սպասվող աճի տեմպը հանգեցնի նաև տոկոսադրույքների աճի: Հետևաբար, ԿԲ-ն, որպես վերջին ատյանի վարկատու, կփորձի իրացվելիության կարգավորման նպատակով վարկեր տրամադրել այն բանկերին, որոնք ունեն դրական ժամանակային ճեղքվածք (duration gap) և կորուստներ են կրում միջբանկային շուկայում տոկոսադրույքների բարձրացման պատճառով: Սակայն, քանի որ վերջին ատյանի վարկատուն չի կարող խտրականություն դնել իրացվելիության այս տիպի խնդիրներ ունեցող բանկերի և իրենց դիրքը հեջավորելու կամ արժութային շուկայում սպեկուլյացիա անելու նպատակով ԿԲ-ից միջոցներ փոխառող բանկերի միջև, ուստի իրացվելիության համատարած ներարկումը՝ ազգային արժույթի վաճառքի միջոցով ճնշում կստեղծի արժութային շուկայի վրա: Այս պայմաններում ԿԲ-ն ֆորվարդների և օպցիոնների միջոցով կարող է սպեկուլյացիայի այլընտրանքային հնարավորություն տալ արժութային դիլերներին, առանց սփոթ շուկայի վրա ճնշումներ գործադրելու:

➤ **Որպես արժութային շուկայի ավտոմատ կարգավորիչ.**

ԿԲ կողմից վաճառված «փութ» կամ «քոլ» օպցիոնները համարվում են արժութային շուկայի ավտոմատ կարգավորիչ: Դրա օրինակ է 1996թ.-ի օգոստոսից Մեքսիկայում կիրառվող կայունացման սխեման (տե՛ս Հավելված 6). կապիտալ ներհոսքի պայմաններում, երբ ազգային արժույթն արժեքավորվում է, «փութ» օպցիոնի գնորդները իրացնում են օպցիոնը և արտարժույթ են վաճառում ԿԲ-ին: Այս մեխանիզմը թույլ է տալիս համարել ԿԲ արտարժութային պահուստները և խուսափել սփոթ շուկայում ԿԲ ուղղակի ինտերվենցիաների բացասական ազդանշանային իմպուլսներից:

➤ **Որպես դրամավարկային քաղաքականության իրականացման այլընտրանքային գործիք.**

Այն երկրներում, որտեղ բյուջեն հավելուրդով է և/կամ պետական պարտքը (կուտակային), ներառյալ ԿԲ պարտքը, շատ մեծ չէ, ԿԲ-երը թանկ կամ նույնիսկ անընդունելի են համարում իրացվելիության կարգավորումը պետական պարտատոմսերի վրա հիմնված Ռ-եպո համաձայնագրերի միջոցով: Այդ պատճառով, որոշ երկրներ որպես իրացվելիության ժամանակավոր (կարճաժամկետ, միջինժամկետ) կարգավորման մեխանիզմ օգտագործում են արտարժույթային սվոպները, որոնք արտարժույթի վրա հիմնված «Ռ-եպոներ» են: Այս մեխանիզմը հաճախ է օգտագործվում Ավստրալիայի Ռ-եգերվային բանկի կողմից, որն իրացվելիության ներարկման նպատակով կնքում է սվոպ պայմանագրեր, ավելացնելով իր հետագա (forward) պարտավորությունները, որը զուգակցվում է նույն քանակությամբ արտարժույթային պահուստների ավելացմամբ: Այսպիսի գործարքները ՋԱԱ-երի ծավալը չեն փոխում, սակայն ժամանակավորապես ավելացնում են իրացվելիությունը:

Այս նպատակների իրագործմանը զուգահեռ ԿԲ-երը ֆինանսական շուկաների մասին ստանում են լրացուցիչ տեղեկատվություն, որը կարող են օգտագործել դրամավարկային քաղաքականության խնդիրների լուծման համար: Այս մասին առավել հանգամանորեն կխոսվի հաջորդ գլխում:

Այսպիսով, նշելով ածանցյալների շուկային ԿԲ-երի մասնակցության դրական ասպեկտները, միաժամանակ հարկ ենք համարում նկատել, որ ԿԲ-երի կողմից պայմանական (contingent) պարտավորությունների կուտակումը կրում է մեծ ռիսկ: Այն կարող է հանգեցնել պոտենցիալ կորուստների և խաթարել ԿԲ վճարունակությունը:

II. Ֆինանսական ածանցյալների կիրառությունը դրամավարկային քաղաքականության իրականացման գործում

Ֆինանսական ածանցյալների շուկան դրամավարկային քաղաքականության իրականացման գործում հիմնականում կարևորվում է ածանցյալների շուկայի տեղեկատվության, փոխանցման մեխանիզմի վրա ածանցյալների ազդեցության գնահատման և որպես դրամավարկային քաղաքականության գործիք ածանցյալների հնարավոր օգտագործման տեսանկյուններից:

Առաջին երկուսի շարադրմանը անդրադառնանք համառոտակիորեն, իսկ երրորդին՝ որպես դրամավարկային քաղաքականության գործիք ածանցյալների հնարավոր օգտագործմանը, առավել հանգամանորեն:

Շուկայի տեղեկատվությունը

ԿԲ-ն կարող է շուկայում գնանշվող ածանցյալների, մասնավորապես ֆորվարդային տոկոսադրույքների կամ փոխարժեքների հիման վրա գնահատել շուկայի հետագա միտումները: Եթե ԿԲ-ն վարում է կարգավորվող փոխարժեքի ռեժիմ և սահմանել է փոխարժեքի միջակայք, ապա ֆորվարդային փոխարժեքի միջոցով հնարավոր է գնահատել այդ քաղաքականության նկատմամբ վստահությունը. եթե ֆորվարդային փոխարժեքը շուկայի մասնակիցների կողմից սահմանվում է այդ միջակայքից դուրս, ուրեմն շուկայի մասնակիցների մոտ ձևավորված են այնպիսի սպասումներ, որ ԿԲ-ն ի վիճակի չի լինելու պահել փոխարժեքի սահմանված միջակայքը:

Օպցիոնների գները ցույց են տալիս ինչպես շուկայի մասնակիցների սպասումները ապագա գների փոփոխության մասին, այնպես էլ ռիսկերի բաշխումը: Բաշխման բնութագրիչների՝ «կուտակվածության» (skewness) և «անհամաչափության» (kurtosis) գործակիցների վերլուծությունները կարող են օգտագործվել սպասվող արդյունքների ուսումնասիրությունների ժամանակ. բաշխումը նորմա¹ է, թեքություն ու²նի, թե ոչ և այլն: «Քոլ» և «փոք» օպցիոնների գների տարբերությունը կարելի է օգտագործել՝ գների փոփոխության սպասումների բաշխման ֆունկցիան գնահատելու համար: Այս տեղեկատվությունը հատկապես օգտակար է տոկոսադրույքների և փոխարժեքների գնահատման տեսակետից: Անգլիայի Բանկում, ԱՄՆ-ի Ֆեդերալ Ռեզերվային Բանկում, Ճապոնիայի Բանկում, Ֆրանսիայի Բանկում և Իտալիայի Բանկում իրականացվում են օպցիոնների գների վերլուծություններ՝ տոկոսադրույքների ու փոխարժեքների վարքագծերը և դրանց հետագա միտումները հասկանալու համար:

Ազդեցությունը դրամավարկային քաղաքականության

փոխանցման մեխանիզմի վրա

Ածանցյալների առք ու վաճառքի ազդեցությունը դրամավարկային քաղաքականության փոխանցման մեխանիզմի վրա կարելի է դիտարկել ֆինանսական շուկաների և ռեալ տնտեսության տեսանկյուններից:

Ածանցյալների ազդեցությունը ֆինանսական շուկաների վրա

Ֆինանսական շուկաների վրա ազդեցության տեսանկյունից տեսությունը ենթադրում է, որ ածանցյալների լայնամասշտաբ առք ու վաճառքը դրամավարկային

քաղաքականության փոխանցման մեխանիզմի վրա ունի սահմանային ազդեցություն՝ այն հանդարտորեն է մեծացնում փոխանցման պրոցեսի արագությունը:

Այնուհանդերձ, ածանցյալների լայնամասշտաբ կիրառումը դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից ունի դրական ազդեցություն, որը պայմանավորված է ածանցյալների հետևյալ երեք ֆինանսական բնութագրիչներով՝

Հեջավորում - Ածանցյալի պայմանագիրը իր հիմքում ընկած ակտիվին յուրահաստուկ ռիսկը փոխանցում է գնորդից վաճառողին, դրանով հավասարակշռելով ֆինանսական շուկայի կորուստների և օգուտների ռիսկերը:

Լեվերաջի¹ բարձր մակարդակ - Ածանցյալների միջոցով ապահովվող բարձր լեվերաջը մեծացնում է գործարքների ծավալը և կրճատում կապիտալի ծախսը: Ածանցյալների շուկայական գների սփռեղները երբեմն շատ ավելի փոքր են, քան սփոթ շուկայում, որը հանգեցնում է ածանցյալների շուկայի բարձր իրացվելիության: Միաժամանակ գործարքի իրականացումը ածանցյալների շուկայում ավելի էժան է, քան սփոթ շուկայում:

Ակտիվների փոխարինելիությունը - Ածանցյալների միջոցով արբիտրաժը երկու տարբեր ակտիվների միջև կատարվում է ավելի հեշտորեն:

Ածանցյալների ազդեցությունը ռեալ տնտեսության վրա

Ռեալ տնտեսության վրա ազդեցության տեսանկյունից տեսությունը ենթադրում է, որ ածանցյալների միջոցով հեջավորվող գործարքների հետ կապված առավել նախընտրելի ռիսկը և կապիտալի ցածր ծախսերը տնտեսվարող սուբյեկտներին հնարավորություն են տալիս ավելի քիչ ուշադրություն դարձնել նշված ռիսկերի կառավարմանը և ծախսերին, այլ զբաղվել իրենց հիմնական բիզնեսով:

Ածանցյալները կարելի է համարել զրոյական-գումարի խաղ (zero-sum game), որում ամենամեծ առավելությունը դա ռիսկը ճշգրտորեն վերաբաշխելու կարողությունն է: Այնուհանդերձ, ածանցյալների միջոցով ռիսկի վերաբաշխումը կարող է անբարենպաստ ազդեցություն ունենալ կապիտալի շուկաների վրա, այն է՝

- **գների մեծ տատանումներ** - դինամիկ (անընդհատ, շարունակական) հեջավորումը ուժեղացնում է գների տատանումները,

¹Լեվերաջի գործակիցը ցույց է տալիս տնտեսվարող սուբյեկտի փոխառու և սեփական միջոցների հարաբերակցությունը:

- **համակարգային ռիսկ** - իրենց շուկայական դիրքն ամբողջությամբ հեջավորելու անհրաժեշտությունից ելնելով շուկայում լայն, միջդիվերսիկ կախվածություններ են ձևավորվում, և շուկայի անկայունության ժամանակ դիվերսիկ միջև չվճարման ռիսկը մեծանում է: Այս պայմաններում յուրաքանչյուր առանձին դիվերսի (հատկապես շուկայում լուրջ կշիռ ունեցող դիվերսի) ձախողումը կարող է առաջացնել համակարգային ռիսկ,
- **կապիտալ հոսքեր** - ոչ համապատասխան քաղաքականության իրականացումը կարող է հանգեցնել կապիտալի շարժի անցանկալի ուղղությունների և ծավալների:

ԿԲ-երի կողմից որպես դրամավարկային քաղաքականության գործիք ածանցյալների հնարավոր օգտագործումը

Վերջին տասնամյակներում արտարժույթային ածանցյալներով, այդ թվում՝ սվոպ, ֆորվարդ (ֆյուչերս) և օպցիոն պայմանագրերով գործարքները ներառվել են որոշ Կենտրոնական բանկերի դրամավարկային քաղաքականության գործիքակազմում: Համառոտակիորեն անդրադառնալով յուրաքանչյուր առանձին ածանցյալ գործարքի կիրառման նպատակներին և դեպքերին:

Արտարժույթային սվոպ

Արտարժույթային սվոպը ԿԲ-երի կողմից կնքվում է հետևյալ նպատակներով՝

- **Իրացվելիության կարգավորում.** Եթե սվոպ գործարքի մյուս կողմը բանկային համակարգն է, ապա այս դեպքում գործարքի կնքման հետևանքով ԿԲ-ի պարտավորությունների աճը կամ նվազումը ուղեկցվում է համապատասխանաբար տնտեսության մեջ իրացվելիության ներարկմամբ կամ դուրսքաշմամբ:
- **Գրավային ապահովվածությամբ փոխառու միջոցների ներգրավում.** Արտարժույթային սվոպը, ըստ էության, ԿԲ-ի կողմից բանկային համակարգի վարկավորման ձև է: Գործարքի ժամկետի մարումից հետո բանկային համակարգը ետ է վերադարձնում փոխառած միջոցները՝ որոշակի հավելավճարով:
- **Համախառն արտաքին պահուստների համալրում.** Այս դեպքում անհրաժեշտություն է առաջանում կիրառել նաև իրացվելիության դուրս քաշման մյուս գործիքները:
- **Փոխարժեքի տատանումների նվազեցում, մասնավորապես, ֆիքսված փոխարժեքի ռեժիմի կամ փոխարժեքի նախընտրելի միջակայքի պահպանում:**

Ռիսկայնության տեսանկյունից արտարժույթային սվոպները ունեն համեմատաբար փոքր ռիսկ, բանի որ դրանք ապահովագրված են մեկ այլ արժույթի համապատասխան ծավալով:

Արտարժութային սկզբներ օգտագործում են Կենտրոնական բանկերի Եվրոպական համակարգը և Շվեյցարիայի Ազգային Բանկը (տես՝ Հավելված 1, 2, 3, 4):

Արտարժութային ֆորվարդ

Արտարժութային ֆորվարդ պայմանագիր ԿԲ-երը կնքում են իրացվելիության կարգավորման նպատակով:

1996թ.-ի սկզբին, Թաիլանդում ազգային արժույթի վրա սպեկուլյատիվ հարձակումների ժամանակ, արժութային շուկայում իրականացված ուղղակի ինտերվենցիաները դրամավարկային իշխանությունները ստերիլիզացնում էին երկշաքաթյա ֆորվարդային պայմանագրերով: Սակայն սփոթ և ֆորվարդային շուկաների գների կապվածության պայմաններում, ստերիլիզացվող ինտերվենցիայի այս ձևը կարող է գործել մինչև այն ժամանակ, երբ դեռևս կապիտալի շուկան թերզարգացած է: Հակառակ դեպքում սպեկուլյատիվ հարձակման ճնշումը պարզապես չի կլանվի և կտեղափոխվի հետագա ժամանակաշրջաններ:

Արտարժութային օպցիոն

Արտարժութային օպցիոնների պայմանագրեր ԿԲ-երը կնքում են հետևյալ նպատակներով՝

- **Իրացվելիության կարգավորման,**
- **Ազգային արժույթի փոխարժեքի տատանումները նվազեցնելու, դրանով իսկ ազգային արժույթի նկատմամբ վստահության բարձրացման,**
- **Համախառն արտաքին պահուստների համալրման:**

Այս նպատակների իրականացման համար ԿԲ-երը գնում կամ վաճառում են օպցիոններ:

ԿԲ-ի կողմից օպցիոնի գնումը հանգեցնում է շուկայի ստեղծողների մոտ կարճ օպցիոնային դիրքի իսկ վաճառքը՝ երկար օպցիոնային դիրքի:

Երբ ԿԲ-ը գնում է ազգային արժույթով «փութ» օպցիոն, այս դեպքում պայմանագրի հիմքում ընկած արտարժույթի փոխարժեքի ռիսկից խուսափելու համար շուկայի ստեղծողները ստիպված են լինում ավտոմատ կերպով և անհապաղ հեջավորել (կարճացնել) ազգային արժույթով իրենց դիրքերը: Այսպիսի դիմամիկ հեջավորման արդյունքում ուժեղանում են օպցիոնի գնի և ազգային արժույթի **փոխարժեքի տատանումները** (տես՝

Հավելված 5): **Հետևաբար**, «փութ» օպցիոնի գնումը ԿԲ-ի կողմից կարող է հանգեցնել բանկային համակարգի ճգնաժամի խորացման և ԿԲ-ի նկատմամբ վստահության խաթարման, ուստի և ԿԲ-երը սովորաբար ազգային արժույթով «փութ» օպցիոններ չեն գնում:

ԿԲ կողմից ազգային արժույթով «փութ» օպցիոնի վաճառքի դեպքում շուկայի ստեղծողները նորմատիվային պահանջներից ելնելով ստիպված են լինում հեջավորել իրենց երկար օպցիոնային դիրքը, այսինքն երկարացնել ազգային արժույթով իրենց դիրքերը: Այս դեպքում շուկայի ստեղծողները գնում են ազգային արժույթ, որի արդյունքում կրճատվում է գնային տատանումների ազդեցությունը և, հետևաբար, նաև՝ փոխարժեքի տատանումները: Նկատենք, որ փոխարժեքի տատանումների այսպիսի ավտոմատ կրճատման հնարավոր է լինում հասնել առանց սփոթ շուկայում ԿԲ-ի ինտերվենցիաների:

Երբ ազգային արժույթի «փութ» օպցիոնի կատարման գնի համեմատ շուկայական փոխարժեքը լինում է արժեզրկված, ԿԲ-ն սովորաբար կորուստներ է կրում: Կորուստներից խուսափելու համար ԿԲ-երը սովորաբար վաճառում են կարճաժամկետ *at the money* օպցիոններ: Սպեկուլյատիվ հարձակումների պայմաններում ԿԲ-ն կարող է հրաժարվել ազգային արժույթի «փութ» օպցիոններ վաճառելուց:

Այսպիսով, որոշակի պայմանների առկայության դեպքում ԿԲ-երը օպցիոնների վաճառքի միջոցով կարող են՝

- նվազեցնել փոխարժեքի տատանումները՝ առանց բացասական ազդանշաններ ուղարկելու շուկային,
- բարձրացնել փոխարժեքի նախընտրելի միջակայքի նկատմամբ տնտեսվարող սուբյեկտների վստահությունը,
- նվազեցնել ծախսերն ավելի, քան սփոթ շուկայում ինտերվենցիաների ժամանակ:

ԿԲ-երի կողմից օպցիոնների վաճառքի առավելությունը կայանում է նրանում, որ այն բարոյական ռիսկի (*moral hazard*) չի հանգեցնում: Երբ ԿԲ-ն վաճառում է միաժամանակ ազգային արժույթի և՛ «փութ», և՛ «քոլ» օպցիոն, ԿԲ-ն փաստորեն ստեղծում է միջակայք, որը նման է Եվրոպական դրամական միավորի ինտերվենցիոն միջակայքին: Այդ միջակայքի ներսում շուկայական ուժերը ինքնակայունացվող են: Եթե որևէ էքզոգեն շոկի ազդեցության տակ փոխարժեքը շարժվում է «քոլ» կամ «փութ» օպցիոնի կատարման գնի ուղղությամբ, ապա ԿԲ-ն կարող է թողնել այն լողա կամ, փոխարժեքն իր նախընտրած միջակայքում պահելու նպատակով, կարող է օպցիոնի պայմանագրի վնասը վերցնել իր վրա և ինտերվենցիա իրականացնել սփոթ շուկայում: Եթե սփոթ շուկայի ինտերվենցիան արդյունք չի տալիս և փոխարժեքը շարունակում է լողալ, ԿԲ-ն կրում է վնասներ՝ իրականացրած ինտերվենցիայի չափով, սակայն առնվազն տնօրինում է օպցիոնի հավելավճարին:

Միաժամանակ հարկ է ընդգծել, որ, օպցիոններ վաճառելով, ԿԲ-ն ենթարկվում է անսահմանափակ պոտենցիալ վնասների, քանի որ օպցիոնի պայմանագրի հիմքում ընկած արտարժույթի փոխարժեքը օպցիոնի գործողության ընթացքում կարող է անընդհատ փոփոխվել անցանկալի ուղղությամբ:

Ինչպես արդեն նշվել է, ԿԲ-ի վնասը օպցիոնի իրացման դեպքում կարող է լինել ավելի քիչ, քան սփոթ շուկայում ինտերվենցիաների ժամանակ: Դիտարկենք հետևյալ օրինակը: Ենթադրենք ԿԲ-ը, ՀՀ դրամի արժեզրկումը կանխելու և փոխարժեքը մինչև 580 ՀՀ դրամ/դոլար մակարդակի վրա պահելու նպատակով, սփոթ շուկայում վաճառում է 1 մլն ԱՄՆ դոլար: Արդյունքում, ՀՀ ԿԲ դրամային ավուարները ավելանում են 580 մլն դրամով: Եթե ինտերվենցիան հաջողվել է, այս գումարը դեռևս կպահպանի իր նախնական արժեքը, իսկ եթե չի հաջողվել և ՀՀ դրամը շարունակում է արժեզրկվել ու, ասենք, հասել է 585 դրամ/դոլար մակարդակի, ապա ԿԲ-ում ավելացած դրամային ավուարները կարժենան միայն 991 հազ. դոլար, իսկ վնասը կկազմի 9 հազ. ԱՄՆ դոլար:

Դրա փոխարեն ԿԲ-ն կարող է 580 դրամ/դոլար կատարման գնով վաճառել 1 մլն դոլարին համարժեք ՀՀ դրամի «փուր» օպցիոն (եվրոպական ոճի²), այսինքն կարող է գնորդին իրավունք տալ ԿԲ-ին վաճառել ՀՀ դրամ: Եթե ինտերվենցիան օպցիոնի շուկայում հաջողվել է, այսինքն՝ շուկայական փոխարժեքը մինչև 580 դրամ/դոլար է, ապա այս դեպքում օպցիոնը չի իրացվի և ԿԲ-ն կշահի օպցիոնի հավելավճարի չափով: Իսկ եթե ինտերվենցիան օպցիոնի շուկայում չի հաջողվել, այսինքն ՀՀ դրամը արժեզրկվել և հասել է 585 դրամ/դոլար մակարդակի, ապա ԿԲ-ն կկորցնի 5 մլն դրամ կամ 8.5 հազ. դոլար ($((585-580)*1000/585)$), իսկ գուտ վնասը կկազմի 8.5 հազ. ԱՄՆ դոլարի և օպցիոնի հավելավճարի տարբերությունը:

Այս առումով, հարկ է կարևորել այն հանգամանքը, որ սփոթ շուկայում ինտերվենցիաները ԿԲ-ը կարող է իրականացնել ցանկացած պահի՝ ելնելով դրամավարկային քաղաքականության խնդիրներից, իսկ օպցիոնների կիրառման դեպքում՝ պետք է սպասել մինչև պայմանագրի մարման ժամկետի ավարտը:

Մեքսիկայի Բանկը, սկսած 1996թ.-ի օգոստոսի 1-ից, յուրաքանչյուր ամիս կազմակերպում է արտարժութային «փուր» օպցիոնի աճուրդ-վաճառք, այսինքն առևտրային բանկերին վաճառում է ապագայի մի որոշակի պահի իրեն արտարժույթ վաճառելու իրավունք (տե՛ս Հավելված 6):

² Ըստ իրականացման ոճի, տարբերում են՝ ա) ամերիկյան օպցիոններ, երբ թույլատրվում է օպցիոնի պայմանագրից օգտվել օպցիոնի գործողության ընթացքում ցանկացած աշխատանքային օր, բ) եվրոպական, երբ թույլատրվում է օպցիոնի պայմանագրից օգտվել միայն պայմանագրում նշված օրը:

Չինաստանի Կենտրոնական Բանկը 1998թ.-ին իրականացրել է Հոնգ Կոնգի դոլարի «փութ» օպցիոններ՝ Հոնգ Կոնգի դոլարի փոխարժեքի միջակայքը պահելուն աջակցելու նպատակով:

Իսրայելի Բանկը կարճաժամկետ իրացվելիության կարգավորման խնդիրներից ելնելով, ոչ պարբերաբար, առևտրային բանկերին վաճառում է արտարժույթային «քոլ» օպցիոններ, այսինքն առևտրային բանկերը իրավունք են ստանում Իսրայելի Բանկից գնել արտարժույթ:

Այսպիսով, վերոնշյալ գործիքները ԿԲ-երին հնարավորություն են ընձեռում, պահպանելով համախառն արտաքին պահուստների մակարդակը, նպաստել ֆինանսական շուկաների զարգացմանը և կառավարել տնտեսության իրացվելիությունը: Կարևորվում է այն հանգամանքը, որ ածանցյալները, նպաստում են դրամավարկային քաղաքականության դիրքը (ընդլայնողական կամ զսպողական) պահելուն՝ առանց ուղղակի ազդեցություն ունենալու դրամական բազայի վրա: Սակայն միաժամանակ հարկ է նշել, որ ԿԲ-երի կողմից պայմանական (contingent) պարտավորությունների կուտակումը կրում է մեծ ռիսկ: Այն կարող է հանգեցնել լուրջ պոտենցիալ կորուստների և խաթարել ԿԲ վճարունակությունը: Դեռ ավելին, ցածր ծախսերով ածանցյալների շուկային միջամտելը և այդ միջամտության չափի չհստակեցումը կարող է հանգեցնել կարևորագույն քաղաքական որոշումների պոտենցիալ հետաձգման:

ՀՀ ԿԲ խնդիրները արտարժութային ածանցյալների ներդրման բնագավառում

Տարբեր երկրների ԿԲ-երի կողմից ածանցյալների կիրառման փորձի և դեպքերի ամփոփման արդյունքում կարելի է գալ եզրահանգման, որ ՀՀ ԿԲ-ի մասնակցությունը արտարժութային ածանցյալների շուկային կարող է լուծել հետևյալ խնդիրները՝

- ՀՀ արժութային շուկայում ԿԲ ինտերվենցիաների ծավալները հասցնել նվազագույնի, որը հնարավորություն կտա տնտեսել համախառն արտաքին պահուստները և նվազեցնել ուղղակի ինտերվենցիաների բացասական ազդանշանային իմպուլսները,
- կարգավորել բանկային համակարգի կարճաժամկետ և միջինժամկետ իրացվելիության խնդիրները՝ առանց ուղղակի ազդեցություն ունենալու դրամական բազայի վրա,
- ԿԲ-ին հնարավորություն կտա առանց ուղղակիորեն միջամտելու արժութային շուկային՝ մշտապես վերահսկել արժութային շուկան, իրազեկ լինել ֆինանսական շուկայի տեղեկատվությանը, ստանալ իրականացվող քաղաքականության վերաբերյալ հետադարձ արձագանքը,
- ֆորվարդային տոկոսադրույքների կամ փոխարժեքների հիման վրա գնահատել շուկայի հետագա միտումները, ռիսկերի բաշխումը և շուկայի մասնակիցների սպասումները ապագա գների փոփոխության վերաբերյալ,
- ՀՀ դրամի փոխարժեքի տատանումները դարձնել առավել սահուն, դրանով իսկ բարձրացնել ազգային արժույթի նկատմամբ վստահությունը և ձևավորել ազգային արժույթի փոխարժեքի ռացիոնալ (կողմնորոշիչ) սպասումներ,
- արժութային շուկայի մասնակիցների մոտ ձևավորել փոխարժեքի երկարատև սպասումներ՝ նվազագույնի հասցնելով տնտեսվարող սուբյեկտների արտարժութային ռիսկը,
- նպաստել ֆինանսական շուկայի զարգացմանը և կայունացմանը՝ սպեկուլյատիվ ցնցումների ժամանակ սփոթ շուկայում ճնշումները մեղմացնելու, փոխարժեքի փոփոխության միանման սպասումների ժամանակ հեջավորման հնարավորություններ ստեղծելու միջոցով,
- հավասարակշռել ֆինանսական շուկայի մասնակիցների կորուստների և օգուտների ռիսկերը,

- մեծացնել արտարժութային գործարքների ծավալը և կրճատել կապիտալի ծախսը՝ բարձր լեվերաջի միջոցով,
- ունենալ դրամական ագրեգատների կառավարման նոր, ճկուն ֆինանսական գործիք:

Այս խնդիրների իրականացումը կապահովի ՀՀ ԿԲ ռազմավարական ծրագրերի արդյունավետ իրագործումը, ՀՀ ֆինանսական շուկայի զարգացումը, ֆինանսական շուկայի տարբեր հատվածների միջև բավարար հոսունությունը, բարձր իրացվելի արժութային շուկայի ստեղծումը և տնտեսվարող սուբյեկտների արտարժութային դիրքի հեջավորման և ռիսկերի նվազեցման հնարավորությունները:

Այսպիսով, ելնելով վերոնշյալ խնդիրների կարևորությունից և հրատապությունից, առաջարկում ենք՝

1. ՀՀ ԿԲ դրամավարկային գործիքակազմում արտարժութային ինտերվենցիաներին զուգահեռ ընդգրկել նաև արտարժութային ածանցյալները:

2. Ածանցյալները ԿԲ-ի կողմից օգտագործել այն դեպքերում, երբ արտարժույթի առաջարկի և պահանջարկի շարժերը համեմատաբար հայտնի են: Մասնավորապես՝

2.1. Արժութային շուկայում արտարժույթի նկատմամբ սեզոնային (յուրաքանչյուր տարի նույն ժամանակաշրջանում դրսևորվող) ավելցուկային առաջարկի կլանման և պահանջարկի բավարարման անհրաժեշտության դեպքում.

Օրինակ, 1997-2001թթ.-երի ընթացքում (ըստ ամիսների) ՀՀ արժութային շուկայում արտարժույթի նկատմամբ ձևավորվող պահանջարկի և առաջարկի տատանումների, ինչպես նաև ՀՀ ԿԲ ինտերվենցիաների բնույթի և ծավալների ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս, որ յուրաքանչյուր տարվա դեկտեմբեր- և հաջորդ տարվա հունվար ամիսներին ՀՀ տնտեսությունում ձևավորվում է ներմուծման ապահովմանն ուղղվող կամ առևտրային բանկերի արտարժութային ակտիվների և պարտավորությունների շարժը սպասարկող արտարժույթի պահանջարկ: Այդ ամիսներին ԿԲ-ն արժութային շուկայում վաճառում է զգալի քանակությամբ արտարժույթ՝ ՀՀ դրամի փոխարժեքի կտրուկ փոփոխությունները հարթելու նպատակով: Իսկ մարտ-նոյեմբեր ամիսների ընթացքում ԿԲ-ն հիմնականում գնում է արտարժույթ:

Արտարժույթի այսպիսի սեզոնային առաջարկի կլանման և պահանջարկի բավարարման խնդիրը կարելի է լուծել ԿԲ կողմից արտարժութային ածանցյալ գործիքների իրականացման, մասնավորապես արտարժութային սվոպների միջոցով: Գործարքները կարող են կնքվել դեկտեմբեր-հունվար ամիսներին արտարժույթ վաճառելու և մարտ-նոյեմբեր ամիսներին ետ գնելու պայմանով: Այսինքն, սվոպ գործարքները կարող են

կնքվել տարբեր ժամկետայնությամբ, որը համապատասխանում է նախատեսվող ինտերվենցիաների ծավալների և ժամկետների բաշխվածությանը: Ֆորվարդային փոխարժեքները սահմանել ըստ Դրամավարկային ծրագրով նախատեսված ՀՀ դրամի փոխարժեքի գնահատականների:

Արտարժույթի սեզոնային առաջարկի կլանման և պահանջարկի բավարարման խնդիրը կարելի է լուծել նաև ԿԲ կողմից ֆորվարդային գործարքներ կնքելու միջոցով: Ֆորվարդային գործարքները ևս կնքվում են արժութային շուկայում ԿԲ կողմից նախատեսվող ինտերվենցիաների ծավալներին ու ժամկետներին համապատասխան:

2.2. Կանխատեսելի կապիտալի հոսքերի (պետական և մասնավոր արտաքին փոխառություններ, դրամաշնորհներ, ուղղակի ներդրումներ և այլն) ծավալները և ժամկետները հայտնի լինելու դեպքում: Ածանցյալ գործիքները կարելի է կիրառել վերոնշյալ մեխանիզմով:

3. Ուղղակի ինտերվենցիաների միջոցով հիմնականում կլանել կապիտալի անկանխատեսելի ներհոսքերը:
4. Ածանցյալ գործարքներն իրականացնել Եվրոպական կենտրոնական բանկի կողմից կիրառվող աճուրդների սխեմայով (տե՛ս Հավելված 2 և 3) և տվյալ գործառնական օրվա ընթացքում իրականացված գործարքներից հետո հանդես գալ հայտարարությամբ՝ գործարքի ծավալների և փոխարժեքի մասին, որը կապահովի արժութային շուկայում ԿԲ գործառնությունների հրապարակայնությունը և շուկայի բոլոր մասնակիցների համար կստեղծի հավասար պայմաններ:
5. Նկարագրել ինտերվենցիաների և ածանցյալների միջոցով իրացվելիությունը կարգավորելու մասին ՀՀ ԿԲ գործառնական միջավայրը և հստակորեն սահմանել ԿԲ-ի որոշում ընդունելու մեխանիզմը, որը կնպաստի արժութային շուկայի մասնակիցների կողմից ԿԲ նպատակների հստակ ըմբռնմանը և արժութային շուկայում ԿԲ գործառնությունների արդյունավետության բարձրացմանը,
6. Նախապատրաստել արժութային շուկայում ԿԲ կողմից ածանցյալներով գործարք իրականացնելու մասին ուղեցույց (հայտարարություն), որը հստակեցնելով ԿԲ գործողությունների սկզբունքները, այն առավել հրապարակային կդարձնի ֆինանսական շուկայի մասնակիցների համար:

ՀՀ արժութային շուկայում ածանցյալների կիրառման հետ կապված առկա հիմնախնդիրներն են՝

1. **սփոթ շուկայի ոչ բավարար իրացվելիությունը** – Արտարժութային ածանցյալների շուկայի զարգացման համար անհրաժեշտ է ունենալ հստակ գործող սփոթ շուկա և կայուն բանկային համակարգ: Մինչդեռ փաստորեն ներկայումս դրամային ավելցուկային իրացվելիությունը, այլ շուկաների բացակայության կամ ոչ բավարար զարգացած լինելու պատճառով հիմնականում հոսում է արտարժույթի շուկա, ճնշում ստեղծելով ՀՀ դրամի փոխարժեքի վրա, որի պատճառով արտարժույթի առքուվաճառքը լինում է թանկ, գնելու և վաճառելու կարողությունը դանդաղ (երբեմն արտարժույթի պահանջարկի առկայության դեպքում բացակայում է պահանջարկը),
2. **արտարժութային գործարքների փոքրածավալ լինելը** – տարվա առաջին հինգ ամիսների ընթացքում արտարժույթի օրեկան միջին շրջանառության ծավալը միջբանկային և հաճախորդների շուկայում կազմել է համապատասխանաբար 1.2 մլն ԱՄՆ դոլար և 3.6 մլն ԱՄՆ դոլար: Միջբանկային շուկայի տիպային գործարքը կազմում է շուրջ 50,000 ԱՄՆ դոլար և առաջարկի-պահանջարկի սփրեդը՝ 2-3 դրամ (0.3-0.5%),
3. **չվճարման ռիսկը** - այն կարող է նույնիսկ հանգեցնել համակարգային ճգնաժամի,
4. **բանկերի անվստահությունը միմյանց նկատմամբ և, առհասարակ, բանկային համակարգի նկատմամբ տնտեսվարող սուբյեկտների վստահության խաթարումը** - գուցե ստեղծել OTC միջհաշվարկների պալատ, վստահելիության նախադրյալների ստեղծումը,
5. **արժութային շուկային ԿԲ մասնակցության ձևավորված սպասումները** - շուկայի մասնակիցները գիտեն, որ ԿԲ-ն անպայման կմտնի շուկա ուղղակի ինտերվենցիաներով,
6. **կառավարման և վերահսկողության ոչ բավարար մակարդակը բանկերում** - ածանցյալները խիստ ռիսկային են բանկերի և արժութային մյուս դիլերների կողմից վարվող ոչ ճիշտ ռազմավարությունների և անփույթ կառավարման ու վերահսկողության դեպքում,
7. **արժութային շուկայի ոչ բավարար քափանցելիությունը** - ածանցյալի կիրառումն իր մեջ կրում է գործարքային (trading) ռիսկեր՝ ասիմետրիկ ինֆորմացիայի պատճառով,
8. **ածանցյալներ գործիքները նկարագրող նյութերի անբավարարությունը, գործարքի կնքման համար անհրաժեշտ իրավական դրույթների անորոշությունը և ածանցյալ գործիքներով աշխատելու փորձի պակասը** - նախ, հիմնականում առևտրային բանկերը պատրաստ չեն նման գործարք իրականացնելու, և երկրորդ, նրանց հաճախորդները, հատկապես ներմուծողներն ու արտահանողները չգիտեն այդ գործիքների մասին, նրանք մոտավորապես նկարագրում են, թե ինչպիսի գործարք են ցանկանում կատարել, այսինքն խոսում են ածանցյալների մասին՝ առանց իմանալու այդ գործիքների մասին:

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆ

1. **Simon Gray and Joanna Place** “Financial Derivatives”// Handbooks in Central Banking No.17. Issued by the Centre for Central Banking Studies, Bank of England, London. -1999.
2. **Coenraad Vrolijk** “Derivatives Effect on Monetary Policy Transmission”, September 1997, IMF WP/97/121.
3. **Mario I. Blejer and Liliana Scumacher** “Central Banks Use of Derivatives and Other Contingent Liabilities: Analytical Issues and Policy Implications”. March 2000, IMF WP/00/66.
4. **Manuel Galan Medina, Javier Duclaud Gonzalez de Castilla and Alonso Garcia Tames** “A Strategy for Accumulating Reserves through Options to Sell Dollars”// The case of Banco De Mexico. - 24p.
5. The Single Monetary Policy in Stage Three // **General documentation on ESCB** monetary policy instruments and procedures.- Frankfurt am Main, September 1998.

ՀԱՎԵԼՎԱԾ 1.

Հայտնի է, որ Կենտրոնական բանկերի եվրոպական համակարգը (այսուհետև՝ Եվրոպական համակարգ) բաղկացած է Եվրոպական կենտրոնական բանկից (այսուհետև՝ ԵԿԲ) և Եվրոմիության անդամ հանդիսացող երկրների Ազգային կենտրոնական բանկերից: Իր առաջնային նպատակի՝ գների կայունության ապահովման համար Եվրոպական համակարգն իր տրամադրության տակ ունի դրամավարկային գործիքների համախումբ: Ընդ որում, բաց շուկայական 5 գործիքների թվում են հակադարձելի, ատրոնայթ, պարտատոմսերի ապահովագրման գործարքները, արտարժույթի սվոպները և ֆիքսված ժամկետայնությամբ դեպոզիտների հավաքագրումը:

Արտարժույթային սվոպները Եվրոպական համակարգի համար համարվում է ճշգրտող գործիք, որը կիրառվում է իրացվելիությունը և տոկոսադրույքները կառավարելու, մասնավորապես շուկայում իրացվելիության անսպասելի տատանումները հարթելու նպատակով: Ծշգրտող գործիքները սովորաբար կիրառվում են Ազգային կենտրոնական բանկերի հետ արագ տեղեկությունների կամ երկկողմանի գործընթացների միջոցով: Երկկողմանի գործընթացով արտարժույթային սվոպները ԵԿԲ-ի կողմից կիրառվում է միայն բացառիկ դեպքերում՝ ԵԿԲ-ի խորհրդի որոշմամբ: Եվրոպական համակարգի դրամավարկային քաղաքականության շրջանակները սահմանվում են այնպես, որ իրենց գործառնություններում ներառեն մասնակիցների լայն շրջանակ, սակայն ճգրտող գործիքների կիրառման ժամանակ երբեմն ընտրում են սահմանափակ թվով մասնակիցներ: Այսպես, օրինակ, եթե ատրոնայթ գործառնությունների համար մասնակիցների թիվը չի սահմանափակվում և նրանց համար ամբողջ եվրոգումայով գործում են հավասար պայմաններ, ապա դրամավարկային քաղաքականության նպատակով իրականացվող արտարժույթային սվոպներն իրականացվում են արժույթային շուկայի ակտիվ մասնակիցների միջոցով: Այդ մասնակիցների նկատմամբ սահմանվում են 2 խումբ չափանիշներ:

Առաջին խումբ չափանիշները բնութագրում են մասնակցի **ֆինանսական սահունությունը**: Սահունությունը բնութագրող առաջին չափանիշը դա վստահելիությունն է, որը կարելի է գնահատել տարբեր մեթոդների համակցման միջոցով (օր. օգտագործելով առևտրային գործակալություններից հնարավոր վարկանիշները և մասնակցի կապիտալի և գործունեության հետ կապված այլ գործակիցների վերլուծությունը): Եվրոպական համակարգի արտարժույթային ինտերվենցիաների մասնակիցները պետք է համապատասխանեն էթիկական բարձր նորմերի:

Երկրորդ խումբ չափանիշները բխում են **արդյունավետության նկատառումներից**: Այս տեսակետից առաջին չափանիշը կապված է մրցունակ գնագոյացման վարքագծի և

մեծածավալ արտարժույթային գործարքներ իրականացնելու հնարավորության հետ՝ նույնիսկ շուկայի անկայունության պայմաններում: Մասնակիցների կողմից տրամադրվող տեղեկատվության որակն ու ընդգրկունությունը նույնպես արդյունավետության չափանիշներ են:

Ուշագրավ են Եվրոպական համակարգի կողմից դրամավարկային քաղաքականության նպատակներով տատանվող փոխարժեքների տենդերների միջոցով իրացվելիքային **կլանման (Հավելված 2)** և **ներարկման (Հավելված 3)** արտարժույթային սվոպների իրականացման կոնկրետ օրինակները:

ՀԱՎԵԼՎԱԾ 2.

Եվրոպական կենտրոնական բանկը որոշում է շուկայից իրացվելիությունը կլանել Եվրո/ԱՄՆ դոլար փոխարժեքով արտարժույթային սվոպի միջոցով՝ **տատանվող փոխարժեքի տենդերի գործընթացի միջոցով**: Նշենք, որ Եվրոն այս օրինակում վաճառվում է պրեմիումով³:

Երեք մասնակիցները ներկայացնում են հետևյալ պահանջարկը.

Սվոպ կետը (*10,000)	Գումարը (մլն Եվրո)				
	Բանկ 1	Բանկ 2	Բանկ 3	Ընդամենը պահանջարկը	Կումուլյատիվ պահանջարկը
6.84				0	0
6.80	5		5	10	10
6.76	5	5	5	15	25
6.71	5	5	5	15	40
6.67	10	10	5	25	65
6.63	25	35	40	100	165
6.58	10	20	10	40	205
6.54	5	10	10	25	230
6.49		5		5	235
Ընդամենը	65	90	80	235	

Եվրոպական կենտրոնական բանկը որոշում է տեղաբաշխել 158 մլն Եվրո՝ 6.63 սվոպ կետով: Վերոնշյալ 6.63 սվոպ կետից բարձր պահանջարկ ներկայացնող հայտերը, որը կազում է 65մլն Եվրո, ամբողջությամբ բավարարվում են: Պահանջարկը 6.63 սվոպ կետով տեղաբաշխման տոկոսը կկազմի՝ 93% $((158-65)/(25+35+40)*100)$: Հետևաբար, Բանկ 1-ի բավարարված պահանջարկը 6.63 սվոպ կետով կազմում է 23.25 մլն Եվրո $(0.93*25)$, իսկ ընդամենը բավարարված պահանջարկը կկազմի 48.25 մլն Եվրո $(5+5+5+10+23.25)$:

³Ֆորվարդային փոխարժեքը ժամանակի ցանկացած պահի կարող է լինել հավասար, մեծ կամ փոքր սփոթ փոխարժեքից: Եթե տվյալ պահին արտարժույթի ֆորվարդային փոխարժեքը ցածր է սփոթ փոխարժեքից, ապա ասում են, որ արտարժույթը ազգային արժույթի նկատմամբ ունի ֆորվարդային

Տեղաբաշխման արդյունքները կարելի է ամփոփել հետևյալ կերպ.

Մասնակիցներ	Գումարը (մլն Եվրո)			
	Բանկ 1	Բանկ 2	Բանկ 3	Ընդամենը
Ընդհանր - պահանջարկը	65.0	90.0	80.0	235.0
Ընդամենը-տեղաբաշխումը	48.25	52.55	57.2	158.0

Եվրոպական կենտրոնական բանկը ֆիքսում է Եվրո/ԱՄՆ դոլար սփոթ փոխարժեքը գործարքի համար 1.1300:

Եթե տեղաբաշխման գործընթացը իրականացվում է միակ փոխարժեքային (Dutch) աճուրդով, ապա գործարքի կնքման օրը Եվրոպական համակարգը գնում է 158,000,000 Եվրո և վաճառում է 178,540,000 ԱՄՆ դոլար: Գործարքի մարման օրը Եվրոպական համակարգը վաճառում է 158,000,000 Եվրո և գնում է 178,664,754 ԱՄՆ դոլար (ֆորվարդային փոխարժեքը կազմում է $1.130663=1.1300+0.000663$):

Եթե տեղաբաշխումն իրականացվում է բազմակի փոխարժեքային (American) աճուրդով, ապա Եվրոպական համակարգի կողմից Եվրոյի և ԱՄՆ դոլարի փոխանակումը կատարվում է հետևյալ կերպ.

Սփոթ գործարք			Ֆորվարդ գործարք		
Փոխարժեք	Եվրոյի առք	ԱՄՆ դոլարի վաճառք	Փոխարժեք	Եվրոյի վաճառք	ԱՄՆ դոլարի առք
1.1300			1.130684		
1.1300	10,000,000	11,300,000	1.130680	10,000,000	11,306,800
1.1300	15,000,000	16,950,000	1.130676	15,000,000	16,950,140
1.1300	15,000,000	16,950,000	1.130671	15,000,000	16,950,065
1.1300	25,000,000	28,250,000	1.130667	25,000,000	28,266,675
1.1300	93,000,000	105,090,000	1.130663	93,000,000	105,151,659
1.1300			1.130658		
1.1300			1.130654		
1.1300			1.130649		
Ընդամենը	158,000,000	178,540,000		158,000,000	178,645,339

զեղչ (discount): Մյուս կողմից, եթե արտարժույթի ֆորվարդային փոխարժեքը բարձր է սփոթ փոխարժեքից, ապա ասում են, որ արտարժույթն ունի ֆորվարդային հավելավճար (premium):

ՀԱՎԵԼՎԱԾ 3.

Եվրոպական կենտրոնական բանկը որոշում է իրացվելիություն ներարկել Եվրո/ԱՄՆ դոլար փոխարժեքով արտարժույթային սվոպի միջոցով՝ տատանվող փոխարժեքի տենդերի գործընթացի միջոցով: Նշենք, որ Եվրոն այս օրինակում ևս վաճառվում է պրեմիումով:

Երեք մասնակիցները ներկայացնում են հետևյալ պահանջարկը.

	Գումարը (մլն, Եվրո)				
Սվոպ կետը (*10,000)	Բանկ 1	Բանկ 2	Բանկ 3	Ընդամենը պահանջարկը	Կումուլյատիվ պահանջարկը
6.23					
6.27	5		5	10	10
6.32	5		5	10	20
6.36	10	5	5	20	40
6.41	10	10	20	40	80
6.45	20	40	20	80	160
6.49	5	20	10	35	195
6.54	5	5	10	20	215
6.58		5		5	220
Ընդամենը	60	85	75	220	

Եվրոպական կենտրոնական բանկը որոշում է ներարկել 197 մլն Եվրո՝ 6.54 սվոպ կետով: Վերոնշյալ 6.54 սվոպ կետից ցածր պահանջարկները, որը կազմում է 195 մլն Եվրո, ամբողջությամբ բավարարվում են: Պահանջարկը 6.54 սվոպ կետով տեղաբաշխման տոկոսը կկազմի 10% $((197-195)/(5+5+10)*100)$: Հետևաբար, Բանկ 1-ի բավարարված պահանջարկը 6.54 սվոպ կետով կազմում է 0.5 մլն Եվրո $(0.10*5)$, իսկ ընդամենը բավարարված պահանջարկը կկազմի 55.5 մլն Եվրո $(5+ 5+10+10+20.0+ 5+ 0.5)$:

Տեղաբաշխման արդյունքները կարելի է ամփոփել հետևյալ կերպ.

	Գումարը (մլն Եվրո)			
Մասնակիցներ	Բանկ 1	Բանկ 2	Բանկ 3	Ընդամենը
Ընդամենը- պահանջարկը	60.0	85.0	75.0	220.0
Ընդամենը-տեղաբաշխումը	55.5	75.5	66.0	197.0

Եվրոպական կենտրոնական բանկը ֆիքսում է Եվրո/ԱՄՆ դոլար սփոթ փոխարժեքը գործարքի համար 1.1300:

Եթե տեղաբաշխման գործընթացը իրականացվում է միակ փոխարժեքային (Dutch) աճուրդով, ապա գործարքի կնքման օրը Եվրոպական համակարգը վաճառում է 197,000,000 Եվրո և գնում է 222,610,000 ԱՄՆ դոլար: Գործարքի մարման օրը Եվրոպական համակարգը գնում է 197,000,000 Եվրո և վաճառում է 222,738,838 ԱՄՆ դոլար (ֆորվարդային փոխարժեքը կազմում է $1.130654=1.1300+0.000654$):

Եթե տեղաբաշխումն իրականացվում է բազմակի փոխարժեքային (American) աճուրդով, ապա Եվրոպական համակարգի կողմից Եվրոյի և ԱՄՆ դոլարի փոխանակումը կատարվում է հետևյալ կերպ.

Սփոթ գործարք			Ֆորվարդ գործարք		
Փոխարժեք	Եվրոյի վաճառք	ԱՄՆ դոլարի առք	Փոխարժեք	Եվրոյի առք	ԱՄՆ դոլարի վաճառք
1.1300			1.130623		
1.1300	10,000,000	11,300,000	1.130627	10,000,000	11,306,270
1.1300	10,000,000	11,300,000	1.130632	10,000,000	11,306,320
1.1300	20,000,000	22,600,000	1.130636	20,000,000	22,612,720
1.1300	40,000,000	45,200,000	1.130641	40,000,000	45,225,640
1.1300	80,000,000	90,400,000	1.130645	80,000,000	90,451,600
1.1300	35,000,000	39,550,000	1.130649	35,000,000	39,572,715
1.1300	2,000,000	2,260,000	1.130654	2,000,000	2,261,308
1.1300			1.130658		
Ընդամենը	197,000,000	222,610,000		197,000,000	222,736,573

ՀԱՎԵԼՎԱԾ 4.

Շվեյցարիայի Ազգային Բանկը տնտեսության իրացվելիության կարգավորման նպատակով օգտագործում է հետևյալ գործիքները՝

- Ռեալ գործարքներ,
- Արտարժույթային սվոպներ,
- Լոմբարդային վարկեր (արժեթղթերի դիմաց):

Ռեալ գործարքների և արտարժույթային սվոպների կնքման նախաձեռնությունը պատկանում է Ազգային Բանկին, մինչդեռ լոմբարդային վարկերը տրամադրվում են առևտրային բանկերի նախաձեռնությամբ՝ կարճաժամկետ վարկավորման պայմաններով:

Սկսած 80-ականներից արտարժույթային սվոպները համարվում էին Շվեյցարիայի Ազգային Բանկի դրամավարկային քաղաքականության իրականացման հիմնական գործիքը և ծառայում էին բանկային համակարգի իրացվելիության կարգավորմանը: Մինչև 1997 թվականը արտարժույթային սվոպները կնքվում էին, բացառապես, ԱՄՆ դոլարով: Սկսած 1998 թվականի հունիսից, պարբերաբար իրականացվում էին սվոպներ գերմանական մարկի դիմաց, իսկ 1999 թվականից՝ հիմնականում Եվրոյի դիմաց: Իրացվելիության ներարկման սվոպի դեպքում Ազգային Բանկը որոշակի ժամկետով առևտրային բանկերից գնում է արտարժույթ՝ շվեյցարական ֆրանկի դիմաց: Սահմանված ժամկետը լրանալուց հետո գործարքը փոխարկվում է նախօրոք պայմանավորված փոխարժեքով: Իրացվելիության կլանման սվոպի դեպքում Ազգային Բանկը որոշակի ժամկետով գնում է շվեյցարական ֆրանկ՝ արտարժույթի դիմաց: Սվոպ գործարքները կնքվում են մեկից մինչև 6 ամիս ժամկետով: Սվոպի ժամկետների ու պայմանների որոշման ժամանակ Ազգային Բանկը հիմք է ընդունում շուկայական գները:

Օպցիոնների գնումը ԿԲ-երի կողմից

Դեռևս 1995թ.-ին Անգլիայի Ֆինանսական նորամուծությունների ուսուցողական կենտրոնի փորձագետ Շառլ Թեյլորը ԿԲ-երին առաջարկում էր իրենց ազգային արժույթը պաշտպանելու նպատակով դրամավարկային քաղաքականության գործիքակազմում օգտագործել ազգային արժույթի «փուլ» օպցիոնների գնումը (առքը): ԿԲ-երին առաջարկվում էր այս միջոցին դիմել որպես սպեկուլյատիվ հարձակումների դեմ ապահովագրության միջոց: Մխեման այսպիսին էր. սպեկուլյատիվ հարձակման և որպես դրա հետևանք՝ ազգային արժույթի արժեզրկման պայմաններում «փուլ» օպցիոնները ԿԲ-երի կողմից, ամենայն հավանականությամբ, կիրացվեն in-the money: Այս ճանապարհով ԿԲ-երը հնարավորություն կունենան գնել արտարժույթ՝ ընթացիկ շուկայական փոխարժեքից ցածր փոխարժեքով և էժան գնով ձեռք բերված պահուստները կարող են հետագայում վաճառել սփոթ շուկայում (իմտերվենցիա անել)՝ ազգային արժույթը պաշտպանելու համար: Առաջարկվող սխեման պետք է օգտագործվեր ոչ թե սպեկուլյատիվ հարձակումները կանխելու, այլ ազգային արժույթի կտրուկ արժեզրկումը զսպելու նպատակով: Սակայն երկրների փորձը ցույց տվեց, որ Շ. Թեյլորն իր սխեմայում **թերագնահատում էր օպցիոնի ճգնաժամային մեխանիզմի բարդությունը, անտեսում էր բանկային համակարգի ճգնաժամի հնարավոր խորացումը և հաշվի չէր առնում օպցիոնների ազդանշանային էֆեկտը:** Անդրադառնալով այս հիմնախնդիրներից վերջին երկուսին:

Բանկային ճգնաժամի հնարավոր խորացումը. Եթե օպցիոնային գործարքի մյուս Կողմը տվյալ երկրի առևտրային բանկերն են, ապա ԿԲ-ի կողմից «փուլ» օպցիոնի իրացումը (բանկերից արտարժույթային միջոցների պարտադիր գնումը) կարող է հանգեցնել իրացվելիության լուրջ հիմնախնդիրների և առաջացնել բանկային ճգնաժամ: Կբարձրանան կարճաժամկետ տոկոսադրույքները և բանկերը կենթարկվեն տոկոսադրույքային ռիսկի՝ իրենց ակտիվների և պարտավորությունների ժամկետայնության անհամապատասխանության պատճառով: Այս պայմաններում, տոկոսադրույքի բարձրացման զսպողական ազդեցության պատճառով կաճեն նաև անհուսալի վարկերի ծավալները, և առևտրային բանկերը ԿԲ կողմից օպցիոնի իրացման արդյունքում կկրեն զգալի կորուստներ: Եթե բանկերը մինչև օպցիոնի իրացումը, այսինքն պայմանագրի գործողության ընթացքում, դիմամիկ հեջավորել են իրենց օպցիոնային դիրքերը, ապա կորուստները կլինեն սահմանափակ: Սակայն ճգնաժամի ժամանակ դիմամիկ հեջավորումը գրեթե անհնար է լինում:

Կարելի է ասել, որ այս դեպքում բանկերի վնասները հավասար են լինում այս գործարքից ԿԲ-ի ստացած շահույթին:

Նման ցնցումը կմեծացնի բանկերի սնանկացման հնարավորությունը: Բանկերին նեղ վիճակից հանելու համար ԿԲ-ն ստիպված կլինի in-the-money օպցիոնի իրացման արդյունքում կուտակված պահուստները վերադարձնել ետ՝ դեպի ոչ իրացվելի բանկային համակարգ:

Ազդանշանային էֆեկտը. - Հայտնի է, որ ստերիլիզացվող ինտերվենցիաների ազդանշանային էֆեկտը խիստ մեծ է: Շուկայի մասնակիցները գիտեն, որ ԿԲ-երն իրենց բաց շուկայական գործառնություններով շահույթ ստանալու նպատակ չեն հետապնդում, ուստի և «փութ» օպցիոնի իրացման և ազգային արժույթի արժեզրկման արդյունքում ԿԲ -ի ստացած օգուտը տեսնելով, նրանք կկորցնեն իրենց վստահությունը ԿԲ-ի նկատմամբ: Եվ, հետևաբար, ԿԲ կողմից «փութ» օպցիոն գնելու արդյունքում ուղարկված ազդանշանը, ամենայն հավանականությամբ, բացասաբար կազդի շուկաների վրա:

ՀԱՎԵԼՎԱԾ 6.

Մեքսիկան վարում է ազատ լողացող փոխարժեքի քաղաքականություն: Մեքսիկայի Բանկը բացառիկ դեպքերում է միջամտում արժութային շուկային՝ փոխարժեքի տատանումները նվազեցնելու և շուկայի բնականոն գործունեությունն ապահովելու նպատակով: Մեքսիկայի Բանկն իրականացնում է մեխանիզմներ, որոնցով խրախուսում է վարկային հաստատություններին՝ արտարժույթ վաճառել Մեքսիկայի Բանկին, երբ արժութային շուկայում առկա է արտարժույթի ավելցուկային առաջարկ, և, ընդհակառակը, չխրախուսել այսպիսի վաճառքը՝ երբ շուկայում առկա է արտարժույթի ավելցուկային պահանջարկ: Այդ նպատակով, ինչպես նաև միջազգային արժութային պահուստները համարելու նպատակով, Մեքսիկայի Բանկը, սկսած 1996թ.-ի օգոստոսի 1-ից, յուրաքանչյուր ամիս կազմակերպում է արտարժութային «փութ» (վաճառողի) օպցիոնների աճուրդ-վաճառք, այսինքն՝ բանկերին վաճառում է ապագայի մի որոշակի պահի իրեն արտարժույթ վաճառելու իրավունք: Այս իրավունքը կարող է ամբողջովին կամ մասնակիորեն օգտագործվել աճուրդի իրականացման օրվանից մեկ ամսվա ընթացքում: Ընդ որում, օպցիոնի գինը չի ֆիքսվում, այլ որոշվում է օպցիոնի մարման նախորդ օրվա Մեքսիկայի Բանկի կողմից որոշված փոխարժեքով, եթե այդ փոխարժեքը չի գերազանցում նախորդող 20 աշխատանքային օրերի փոխարժեքների մաքնատիկական սահող միջինը: Այս փոխարժեքը շուկայում հայտնի է որպես «ֆիքսված» փոխարժեք: Մեքսիկայի Բանկի կողմից կիրառվող «փութ» օպցիոնի կատարումից ստացված եկամուտը որոշվում է հետևյալ կերպ.

$$O_c = \sum_{i=1}^n e^{-r(t-1)} \times Put[At _ the _ money] \times N(d_t) \times N(C)(1 - N(C))^{t-1}$$

որտեղ՝

O_c -ն՝ օպցիոնի կատարումից ստացված եկամուտն է,

$e^{-r(t-1)}$ -ն՝ դիսկոնտավորման գործակիցն է,

$Put[At \ the \ money]$ -ն՝ «փութ» օպցիոնի կատարման գինն է, որը հավասար է օպցիոնի մարման օրվա սփոթ գնին,

$N(d_t)$ -ն՝ t -րդ օրը օպցիոնի կատարման սահմանափակումներ չլինելու հավանականությունն է

$N(C)$ -ն՝ ժամանակի յուրաքանչյուր պահին օպցիոնի կատարման հավանականությունն է,

$N(C)(1-N(C))^{t-1}$ -ը՝ ճիշտ t պահին օպցիոնի կատարման հավանականությունն է:

C-ն՝ μ և σ_c -ն $N(0,1)$ նորմալ կանոնավորված բաշխման ֆունկցիայի պարամետրերն են, որոնք որոշվում են հետևյալ արտահայտություններով՝

$$C = -\frac{\mu + O_C}{\sigma_\varepsilon}$$

$$d_t = \frac{Y_1^* + \left(\frac{(t-1)}{n} - 1\right) S_0^* - \frac{1}{n} \sum_{i=1}^{t-1} S_{-n+i}^* + \mu t \left[\frac{(t-1)}{2n} - 1\right]}{\sigma_{Z(t)}}$$

Վաճառելով օպցիոնի պայմանագիրը, Մեքսիկայի բանկը պարտավորվում է պետյի դիմաց բանկերից (օպցիոնի տերերից) գնել նախապես սահմանված քանակությամբ դոլար (սովորաբար մեկ ամսում մինչև 250 մլն ԱՄՆ դոլար), օպցիոնի տիրոջ ցանկությամբ՝ պայմանագրի ուժի մեջ գտնվելու ընթացքում ցանկացած բանկային աշխատանքային օր: Այն դեպքում, երբ տվյալ ամսվա առաջին 15 օրվա ընթացքում մարվում են Մեքսիկայի բանկի կողմից տվյալ ամսվա համար վաճառված օպցիոնային պայմանագրերի 80%-ը, ապա Մեքսիկայի բանկը կազմակերպում է օպցիոնի ևս մեկ աճուրդ-վաճառք՝ մինչև 250 մլն ԱՄՆ դոլար գումարի չափով: Բանկը միաժամանակ հայտարարում է, որ պատրաստ է վաճառելու (աուքռայթ) օրական մինչև 200 մլն ԱՄՆ դոլար, սակայն կընդունի միայն այն հայտերը, որոնցում փոխարժեքը կսահմանվի նախորդ օրվա «ֆիքսված» փոխարժեքի նկատմամբ առնվազն 2% արժեզրկմամբ:

Այս մեխանիզմի առավելությունն այն է, որ առաջարկում է ինտերվենցիոն ռազմավարություն այն ԿԲ-երի համար, որոնց ուղղակի մասնակցությունն արժութային շուկայում զգալիորեն ազդում է շուկայի մասնակիցների վարքագծի վրա և ուժեղացնում է փոխարժեքի տատանումների սպասումները: