



# TƏHLİL

## “FITC RATINGS” AGENTLİYİNİN ERMƏNİSTANIN REYTINGİNİ AŞAĞI SALMASININ ƏSAS SƏBƏBLƏRİ

Fitch Ratings reyting agentliyi oktyabrın 5-də Ermənistanın uzunmüddətli xarici valyuta emitentinin defolt reytingini (Long-Term Foreign-Currency Issuer Default Rating) “BB-” səviyyəsindən “B+” səviyyəsinə qədər endirmişdir. İlkin olaraq Ermənistanın yeni reytingi ilə bağlı hesabatın elan edilməsi oktyabrın 2-nə planlaşdırılsa da Azərbaycanla yaşanan hərbi qarşıdurma səbəbindən daha gec elan edildi. Bu isə onu deməyə əsas verir ki, müharibənin Ermənistan iqtisadiyyatına təsiri böyükdür və bu onun beynəlxalq reytinglərinə əsaslı şəkildə təsir edir. Bu reytingin əsas məqsədi nəzərdən keçirilən qurumun (bizim nümunədə dövlətin) maliyyə öhdəliklərini yerinə yetirə bilmək qabiliyyətini müəyyən etməkdir. Bundan daha əvvəl agentlik Ermənistanın eyni adlı reytingini 2019-cu ilin noyabrında “B+”-dən “BB-” səviyyəsinə qaldırmış, daha sonra 2020-ci ilin aprel ayında proqnozun perspektiv istiqamətini mənfidən müsbətə dəyişərək reytingi eyni pillədə saxlamışdır. Bu dəyişikliklər daha çox pandemiyanın yaratdığı iqtisadi problemlər ilə bağlı olmuşdur.

Reyting üzrə nəzərdə tutulmuş pillələr isə qurumun müflis olmaq həssaslığının səviyyəsini müəyyən edir. BB pilləsi spekulyativ adlandırılır və özündə iqtisadi şərtlərin dəyişməsi halında defolt olma riskinin artmasını və eyni zamanda hələ də maliyyə öhdəliklərini yerinə yetirmək üçün manevr imkanlarının qaldığını əks etdirir. B pilləsi isə yüksək spekulyativ pillə adlandırılır və özündə artıq müflis olma riskinin mövcud olduğunu və çox məhdud təhlükəsizlik marjasının qaldığını əks etdirir. Hər pillə üzrə proqnozla yanaşı onun perspektiv istiqaməti (outlook) mənfə və ya müsbət olaraq müəyyənləşdirilir. Perspektiv istiqamət isə növbəti 1-2 il ərzində müəyyən edilmiş reytingin yaxşılaşacağı (müsbət) və ya pisləşəcəyi (mənfə) ehtimallarını göstərir. Sonuncu müəyyən edilmiş reytingin perspektiv istiqaməti müsbət göstərsə də reytingin müəyyən edilməsi üçün aparılan təhlillər daha çox hərbi qarşıdurmanın və virusun ikinci dalğasının (oktyabrın əvvəlindən virus sürətlə artmağa başlamışdır) Ermənistanda başlamadığı dövrü əhatə etdiyindən bu istiqamətin qısa müddətdən sonra mənfə dəyişməsi ehtimalı böyükdür.

Hesabatda göstərilir ki, Ermənistan iqtisadiyyatında son illərdə nizamlı siyasi keçidin həyata keçirməsi nəticəsində əsaslı iqtisadi islahatların reallaşdırılmasına cəhd edilməsi, möhkəm makroiqtisadi siyasət çərçivəsinin formalaşdırılması, korrupsiyanın aradan qaldırılması kimi müsbət tendensiyaların baş verməsinə baxmayaraq xarici borcun sürətlə artması, cari hesab kəsrinin böyük olması, xarici pul köçürmələrindən

asililiq, xarici birbaşa investisiyaların həcmnin az olması kimi əsaslı problemlər qalmaqdadır və onlar Ermənistanın reytinginin aşağı düşməsinə səbəb olur.

Hesabatda Ermənistan üçün Azərbaycanla yaşanan hərbi qarşıdurmanın yaratdığı risklərə də geniş yer ayrılmışdır. Diqqətə çatdırılmışdır ki, münaqişənin birbaşa iqtisadi səhələrə təsir etməyəcəyi və qısa zamanda sülh danışıqlarının bərpa ediləcəyi ilə bağlı konsensusun mövcud olmasına baxmayaraq münaqişə ilə bağlı güzəştlərin əldə edilməsinin siyasi baxımdan mümkünlüyü qeyri-müəyyəndir və bu da hərbi qarşıdurmanın daha uzun zaman davam etməsinə imkan yarada bilər. Bu da Ermənistan iqtisadiyyatı ilə bağlı verilmiş proqnozlar üçün mənfi risklər formalaşdırır. Xüsusilə də münaqişənin Ermənistan ərazisinə keçməsi bu riskləri daha da artırır. Eyni zamanda hesabatda hərbi qarşıdurma Ermənistanın gələcək proqnozlarının pisləşməsinə təsir edəcək əsas faktorlardan biri kimi qeyd edilmişdir. Bu onu göstərir ki, agentlik də hərbi qarşıdurmanın Ermənistan iqtisadiyyatına hələ uzun müddət təsir edəcəyini düşünür.

Agentlik Ermənistanda iqtisadiyyata dəstək verən faktorlar kimi isə ixracın müəyyən həcmliyinin qorunmasını, dövlətin həyata keçirdiyi dəstək proqramlarını və mərkəzi bankın faiz dərəcələrini azaltmasını göstərmişdir. Lakin, bu faktorlar uzun müddət maliyyə sektoru üzərində təzyiqlərin davam etdiyi şəraitdə öz müsbət təsirini itirəcəkdir. Bu faktorlar içərisində ən böyük rola malik olan dövlətin dəstək proqramları isə uzunmüddətli davat etdirilə bilməz. Bunun üçün Ermənistanın sərbəst maliyyə vəsaitləri yoxdur və indiyədək ayırdığı vəsaitlər üçün xarici borclanmaya getmək məcburiyyətində qalmışdır.

Agentlik Ermənistanın reytinginin azalmasını yaranmış iqtisadi vəziyyətlə əlaqədar olaraq müxtəlif iqtisadi göstəricilərin dəyişməsi ilə əlaqələndirir. Müxtəlif iqtisadi göstəricilər üzrə agentliyin hesabatında yer alan proqnozları nəzərdən keçirək.

### **Ümumi Daxili Məhsul**

Agentliyin proqnozlarına görə ilin sonuna 2017-2019-cu illərdəki orta hesabla 6.8% artımdan sonra 2020-ci ilin sonuna Ermənistan iqtisadiyyatı 6.2% daralacaqdır. Halbuki agentlik bundan öncə Ermənistan iqtisadiyyatının 0.5% artacağını proqnozlaşdırırdı. Bu isə istər pandemiyanın, istərsə də hərbi qarşıdurmanın Ermənistan iqtisadiyyatına nə dərəcədə təsir etdiyini göstərir. ÜDM ilə bağlı proqnozun pisləşməsinə təsir edən əsas səbəblərdən biri də avqust ayında iqtisadi aktivlik indeksinin 6.4% azalması olmuşdur. Bunun da əsas səbəbi turizm sektorunda iqtisadi fəaliyyətin əsaslı şəkildə zəifləməsi, investisiyaların azalması, pandemiya ilə əlaqədar olaraq həyata keçirilən qadağaların tələbatı kəskin azaltmasıdır. Yay aylarında Ermənistanda virusun yayılmasının müəyyən qədər azalması iqtisadiyyatın dirçəlməsi ilə bağlı ümidləri artırmışdı. Lakin, görünür ki bu ümidlər özünü doğrultmamış və avqust ayında iqtisadi aktivlik əhəmiyyətli sürətdə azalmışdır. Bu isə onu göstərir ki, Ermənistan iqtisadiyyatının özünü bərpa etmək imkanları çox məhduddur və bundan sonra hərbi qarşıdurmanın vurduğu böyük zərər və pandemiyanın kəskin artması bu imkanları demək olar ki, tam aradan qaldıracaqdır. Ermənistanda iqtisadi vəziyyətin pisləşməsi agentliyin gələn il üçün verdiyi proqnozun da pisləşməsinə səbəb olmuşdur. Belə ki, gələn il üçün Ermənistan iqtisadiyyatının artım proqnozu 5.5%-dən 3.2%-ə qədər azaldılmışdır. Lakin, agentliyin hesabatında qeyd edilir ki, gələn il üçün verilən proqnoz virusun yayılma sürətindən asılı olaraq dəyişdirilə bilər. Ona görə də virusun yayılması sürətlənərsə və müharibə uzun zaman davam edərsə bu iqtisadi artım göstəricilərinin daha da pisləşməsinə səbəb olacaqdır.

## Dövlət borcu

Agentliyin hesabatında Ermənistanın dövlət borcu ilə bağlı mənfi proqnozlar yer almışdır. Belə ki, hesabatda qeyd edilir ki, ilin birinci yarısında Ermənistan iqtisadiyyatında müşahidə edilən azalmanın gözləniləndən çox olması və yaxın gələcək üçün verilən proqnozların pisləşməsi Ermənistanda dövlət borcunun sürətlə artmasına imkan yaradacaqdır və orta müddətli dövrdə dövlət borcunun azalmasını gözləmək olmaz. Bu da virusun artması nəticəsində qadağa tədbirlərinin yenidən tətbiq edilməsi və müharibənin davam etməsi ilə əlaqələndirilir. Agentliyin proqnozuna görə Ermənistanın dövlət borcu ilin sonuna ÜDM-ə nisbəti ötən ilki 53.5%-dən 63.9%-ə qədər artacaqdır. Bu isə agentliyin B pilləsi üzrə müəyyən etdiyi orta səviyyədə<sup>1</sup>, yəni 58.1%-dən 5.8% çoxdur. Eyni zamanda o da qeyd edilir ki, 2021-ci ildə dövlət borcunun ÜDM-ə nisbəti daha da artaraq 65.6% səviyyəsinə çatacaqdır və orta müddətli dövrdə yüksək səviyyədə qalacaqdır. Bu əvvəlki proqnozdan 9.6% daha çoxdur. Orta müddətli dövrdə dövlət borcunun yüksək qalmasına imkan yaradacaq əsas səbəblər kimi pandemiyanın yaratdığı iqtisadi problemlər və iqtisadiyyatın dəstəklənməsi üçün büdcə xərclərinin artırılması istiqamətində yaranmış təzyiqlər göstərilir. Bunlarla yanaşı eyni zamanda agentlik proqnozlaşdırır ki, Ermənistanın xalis xarici borcunun ÜDM-ə nisbəti 2022-ci ildə 2019-cu il ilə müqayisədə 10.3% artaraq 57.6%-ə çatacaqdır. Bu isə B pilləsi üzrə orta göstəricidən 27.6% çox olacaqdır. Dövlət borcu ilə bağlı əsas məqamlardan biri də ondan ibarətdir ki, dövlət borcunun 76%-i xarici valyutadadır və bu onun valyuta məzənnəsinə qarşı böyük həssaslığa malik olduğunu göstərir. Yəni Ermənistanın milli valyutası ucuzlaşdıqca dövlətin borcu daha da bahalaşır ki, bu da onun qaytarılması imkanlarını məhdudlaşdırır. Bu göstərici də B pilləsi üzrə orta göstəricidən 15% çoxdur.

## Büdcə kəsri

Hesabatda büdcə kəsri ilə bağlı da proqnozlar verilmişdir. Agentliyin hesablamalarına görə büdcə xərcləri artdığından ilin sonuna Ermənistanda büdcə kəsrinin ÜDM-ə nisbəti ötən ilin göstəricisi ilə müqayisədə 0.8% artaraq 7.6%-ə çatacaqdır. İqtisadiyyatın dəstəklənməsi və sosial problemlərin həlli üçün həyata keçirilən dövlət proqramlarına ayrılmış maliyyə vəsaitləri isə ilin sonuna ÜDM-in 4%-i səviyyəsinə çatacaqdır. ÜDM-in 1.4%-i səviyyəsində maliyyə vəsaiti isə büdcə vəsaitləri hesabına borcların verilməsi, xüsusilə də investisiya fondu vasitəsilə özəl sektor üçün vəsaitlərin ayrılması üçün nəzərdə tutulmuşdur. Bu vəsaitlərin iqtisadi vəziyyətlə əlaqədar olaraq tam olaraq xərclənməyəcəyi gözlənilir. Bu isə onu göstərir ki, Ermənistanda sahibkarlıq sahəsində aktivlik çox aşağı səviyyədədir və bu sahədə heç bir sahibkarlıq subyekti hətta dövlətin verdiyi sərfəli və etibarlı kreditləri belə əldə etməyə maraq göstərmir. Gələn il isə agentliyin proqnozlarına görə büdcə kəsrinin ÜDM-ə nisbəti 4.9% səviyyəsində olacaqdır. Bu da iqtisadiyyatın dəstəklənməsi imkanlarını məhdud şəkildə artırmış olacaqdır.

Yaranmış vəziyyətdə büdcə kəsrinin müəyyən edilmiş normadan çox olmasını təmin etmək üçün mövcud olan məhdudiyətlər aradan götürülmüşdü<sup>2</sup>. Büdcə kəsri isə xarici borc hesabına maliyyələşdirildiyindən dövlət borcunun ÜDM-ə nisbətinin əsaslı formada yüksəlməsinə şərait yaradır. Bu vəziyyət uzun müddət davam edə bilməz ona görə də Ermənistan hökuməti növbəti 5 il ərzində dövlət borcunun ÜDM-ə nisbətini 60% səviyyəsinə qədər azaltmaq istəyir. Lakin, agentliyin mütəxəssislərinin fikrincə bunun həyata keçirilməsi

<sup>1</sup> Hər pillədə müxtəlif göstəricilər üzrə orta səviyyə bu pilləyə daxil olan digər ölkələrin göstəriciləri əsasında müəyyənləşdirilir.

<sup>2</sup> Bu proses hərfi tərcümədə müddəadan qaçışın aktivləşdirilməsi (escape clause activation) adlandırılır.

üçün (maliyyə konsolidasiyası vasitəsi ilə) zəruri olan maliyyə imkanları ilə bağlı Ermənistanda qeyri-müəyyənlik çoxdur və bu da fiskal proqnozların pisləşməsinə yol açır.

### **Cari hesab**

Ölkənin maliyyə vəziyyətini müəyyən etməyə imkan verən göstəricilərdən biri də cari hesab balansıdır. Cari hesab ölkədən ixrac edilən məhsul və xidmətlər ilə ölkəyə idxal edilən məhsul və xidmətlərin dəyəri arasında fərqi göstərir. Ermənistanın ixrac imkanları çox zəif olduğundan cari hesab balansı son on ildə əksərən defisite malik olmuşdur. Yəni idxal hər zaman ixracdan çox olmuşdur və bu da ölkənin maliyyə resurslarının azalmasına səbəb olmuşdur. Agentliyin hesabatında cari hesabla bağlı qeyd edilmişdir ki, hazırda cari hesabın defisiti ÜDM-in 7.2%-i səviyyəsindədir və ilin sonuna bu göstərici 1.4% azalaraq 5.8%-ə bərabər olacaqdır. Bu azalma idxal edilən məhsul və xidmətlərin xüsusilə də xarici pul köçürmələrinin və turizm sektorunda daxilolmaların azalmasının ixracın həcmnin azalmasından daha çox olması ilə bağlı olacaqdır. Həzırkı cari hesab defisitinin 30%-ə qədər borca verilməyən kapital idxalı əsasında formalaşmışdır (daha çox xarici valyuta köçürmələri). 2021-2022-ci illərdə isə cari hesabın defisitinin ölkə daxili tələbatın artması nəticəsində 6.4% səviyyəsinə çatacağı proqnozlaşdırılır ki, bu da B pilləsi üzrə orta göstəricidən 2.3% çoxdur. Bu həm də o anlama gəlir ki, növbəti illərdə Ermənistana idxal artsa da ixracın artımı baş verməyəcəkdir.

### **Bank sektoru**

Agentlik hesabatda Ermənistanın bank sektor ilə də bağlı pessimist proqnozlar vermişdir. Hesabatda yer alan məlumatlara görə Ermənistanda vaxtı keçmiş kreditlərin ümumi kredit portfelində payı avqust ayında mart ayı ilə müqayisədə 1.1% artaraq 6.6% səviyyəsinə çatmışdır. Agentliyin hesablamalarına görə hökumətin banklara maliyyə yardımı etməsinə baxmayaraq bu göstərici 2021-ci ilə qədər sürətlə artacaqdır. Bu isə o deməkdir ki, müflis olan və gəlirləri kəskin azalan iqtisadi subyektlərin və ev təsərrüfatlarının sayı növbəti iki ildə sürətlə artmağa başlayacaqdır. Bu həm də onu göstərir ki, pandemiyanın və hərbi qarşıdurmanın Ermənistanın bank sektoruna vurduğu zərər özünü daha çox növbəti iki ildə göstərəcəkdir. Hərbi münaqişənin uzanması isə bu zərərin daha çox olmasına imkan yaradacaqdır. Ermənistan banklarında olan depozitlərin həcmi isə avqust ayında mart ayı ilə müqayisədə 18.4% azalmışdır. Bu həm banklara olan etibarın azalmasını, həm də ev təsərrüfatlarının yığımda olan vəsaitlərinin digər xərclərə istiqamətləndirildiyini göstərir. Hərbi qarşıdurma depozitlərlə bağlı Ermənistanın bank sektoruna daha çox zərər vuracaqdır. Ona görə ki, hərbi qarşıdurma nəticəsində Ermənistanın verdiyi böyük maliyyə itkiləri iqtisadiyyata və banklara olan inamı əsaslı sürətdə azaldacaqdır. Bu da depozitlərin daha çox azalmasına səbəb olacaqdır. Dövlətin müxtəlif iqtisadi subyektlərə kreditlər ayırması isə ümumi kreditlərin həcmnin avqust ayında mart ayı ilə müqayisədə 17.8% artmasına səbəb olmuşdur. Bu artım müvəqqəti olaraq iqtisadiyyatı dəstəkləsə də orta müddətli perspektivdə iqtisadi fəaliyyət imkanlarının daralması dövlətin verdiyi kreditlərin qaytarılması ilə bağlı problemlər yaradacaqdır. Bu da vaxtı keçmiş kreditlərin ümumi kredit portfelinə nisbəti göstəricisinin daha da artmasına səbəb olacaqdır.

### **Nəticə**

Agentliyin müxtəlif iqtisadi göstəricilər üzrə verdiyi proqnozlardan o nəticəyə gəlirik ki, onsuzda ilin əvvəlindən etibarən pandemiyanın təsiri ilə əsaslı problemlər ilə qarşılaşan Ermənistan iqtisadiyyatı müharibənin təsiri ilə daha pis vəziyyətə düşəcəkdir. Ümumiyyətlə, Ermənistan iqtisadiyyatının xarici borclardan və yardımlardan asılı olması uzun illərdir ki, onun iqtisadi inkişafını xarici şoklara qarşı çox həssas

etmişdi. Ona görə də hər hansı daxili və ya xarici böhran yaşanan kimi Ermənistan iqtisadiyyatının əldə etdiyi müsbət iqtisadi göstəricilər çox qısa zamanda və kəskin şəkildə azalır. Nümunə kimi 2008-ci il maliyyə böhranını və 2016-cı ildəki "Aprel Müharibəsi"-dən sonra Ermənistanda yaranmış iqtisadi geriləmələri göstərə bilərik. Bunun nəticəsidir ki, pandemiyanın yayılması Ermənistanda iqtisadi problemlərin dərinləşməsinə və xarici borcdan asılılığının kəskin artmasına imkan yaratmışdır. Böhranlar daha global xarakterə malik olduqda xaricdən borc almaq imkanlarını da azaldır ki, bu da paralel olaraq Ermənistanın böhrandan çıxmaq imkanlarını azaldır. Pandemiyanın yayılması da borc vəsaitlərini cəlb etmək imkanlarını azaltdığından Ermənistan hökuməti iqtisadiyyatın səmərəli bərpasını təşkil edə bilmirdi. Hərbi qarşıdurmanın başlaması isə bərpa prosesinin qarşısını aldı və Ermənistanda daha dərin iqtisadi problemlərin yaranması üçün şərait yaratdı. Agentlik tərəfindən hərbi qarşıdurmanın Ermənistan iqtisadiyyatına təsiri ilə bağlı verilən proqnozlar isə hərbi qarşıdurmanın vuracağı zərər ilə bağlı müəyyən edilmiş ilkin məlumatlara əsaslandığından hərbi qarşıdurmanın iqtisadiyyata təsirlərini daha məhdud şəkildə nəzərə alır. Onu nəzərə alsaq ki, hərbi qarşıdurma böyük intensivliklə davam etdiyindən Ermənistan hər gün çoxlu sayda texnikasını itirməkdədir, işğal edilmiş ərazilərimizdə qeyri-qanuni fəaliyyət nəticəsində əldə etdiyi gəlirlərdən məhrum olmuşdur, Azərbaycanın işğal edilmiş ərazilərində qeyri-qanuni şəkildə məskunlaşmış Erməni vətəndaşları Ermənistanı geri qayıdaraq qaçqın problemi yaratmaqdadır və bu proses həm demoqrafik vəziyyətin pisləşməsinə, həm də Ermənistandan emiqrasiyanın sürətlənməsinə səbəb olacaqdır o zaman Ermənistan iqtisadiyyatının gələcək durumunun daha pis olacağını proqnozlaşdırıla bilərik. Ona görə də agentliyin Ermənistan ilə bağlı növbəti reytinglərinin pisləşməsi ehtimalı böyükdür.

**Müəllif: Orxan Bağirov- Beynəlxalq Münasibətlərin Təhlili Mərkəzi, aparıcı məsləhətçi**