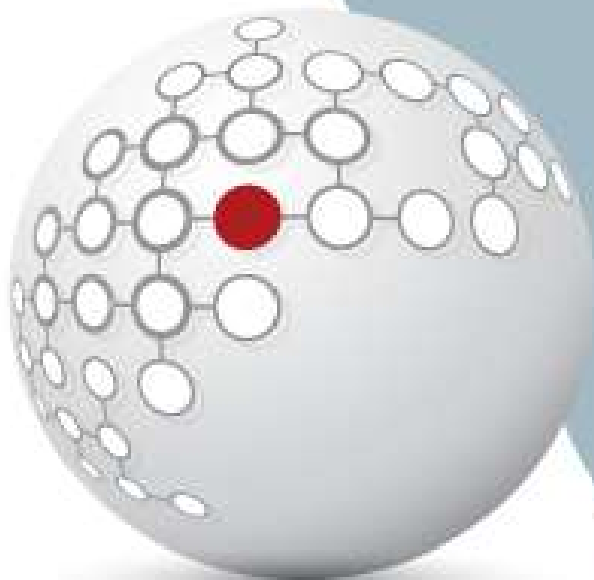


ԲԱՆԲԵՐ

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍՈՒՄԻ



ВЕСТНИК

АРМЯНСКОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО
ЭКОНОМИЧЕСКОГО УНИВЕРСИТЕТА

MESSENGER

OF ARMENIAN STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS

2021 [4]
ԵՐԵՎԱՆ



ԷԴԳԱՐ ԱՂԱԲԵԿՅԱՆ

ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի դոցենտ,
տնտեսագիտության թեկնածու

ՆԱՐԵԿ ԿԱՐԱՊԵՏՅԱՆ

ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի ասպիրանտ

ԻՆՉՈՒՒ ԵՆ ՀԱՅԱՍՏԱՆՅԱՆ ԲԱՆԿԵՐԸ ԱՎԵԼԱՑՐԵԼ ՊԵՏԱԿԱՆ ՊԱՐՏԱՏՈՄՍԵՐՈՒՄ ՆԵՐԴՐՈՒՄՆԵՐԸ. ՓԱՍՏԵՐ ԲԱՆԿԵՐԻ ՄԱԿԱՐԴԱԿՈՎ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄՆԵՐԻՑ

2014 թվականից 2020 թվականն ընկած ժամանակահատվածում ՀՀ առևտրային բանկերի ներդրումները ՀՀ Կառավարության թողարկած գանձապետական պարտատուներում աճել են ավելի քան երեք անգամ և կազմել բանկերի ակտիվների շուրջ 11 տոկոսը: Սույն հոդվածում հեղինակները փորձ են արել բացահայտելու այդ աճին նպաստած գործոնները՝ քննելով բանկերի շարժառիթները: Հեղինակների կողմից դիտարկվել են ֆինանսական համակարգում արձանագրված այն միտումները, որոնք կարող էին նպաստել պետական պարտատուներում ներդրումների աճին՝ ուսումնասիրելով նաև գրանցված կոռեկցիոն կապերը, ապա մշակվել են պանելային ռեգրեսիոն մոդելներ, որոնք հիմնվում են բանկերի՝ 2015–2020 թվականներն ընդգրկող տվյալների վրա: Արդյունքում բացահայտվել է, որ ՀՀ պետական պարտատուներում ՀՀ առևտրային բանկերի ներդրումների ավելացմանը նպաստող առանցքային գործոններ են եղել տվյալ ժամանակահատվածում ՀՀ ԿԲ դրամավարկային և մակրոպրոդյուցիալ քաղաքականության որոշումները, ՀՀ երկրի դիսկի հավելավճարի նվազումը, արձանագրված ցածր տնտեսական աճի կամ տնտեսական անկման ժամանակահատվածները, ինչպես նաև առաջնային գործակալ բանկերի առկայությունը: Հետազոտության արդյունքներն ընդգծել են, որ դրամավարկային պայմանների կոշտացման միջավայրում ներքին աղբյուրների հաշվին պակասուրդի ֆինանսավորման հնարավորությունները կարող են առավել սահմանափակ լինել՝ հատկապես

հաշվի առնելով պետական պարտատոմսերում ներդրումների փարբերակվածությունն ըստ բանկերի:

Հիմնաբառեր. դրամավարկային պայմաններ, պանելային տվյալներ, առաջնային շուկայի գործակալ, եկամտաբերության կոր, ներքին պարտքի շուկա

JEL: G21, G24, E52

DOI: 10.52174/1829-0280_2021_4_29

Ներածություն: ՀՀ առևտրային բանկերը, բացի բիզնեսի հիմնական ուղղությունը ներկայացնող վարկային ներդրումներից, որոշակի ակտիվություն են ցուցաբերում պետական պարտատոմսերի շուկայում: Մասնավորապես՝ 2020 թվականի վերջի դրությամբ առևտրային բանկերի տեսակարար կշիռը ՀՀ զանձապետական պարտատոմսերի սեփականատերերի կառուցվածքում հասնում է գրեթե 80%-ի, իսկ բանկերի ակտիվների կառուցվածքում պետական պարտատոմսերի տեսակարար կշիռը 11%-ից ավելի է¹: Ընդ որում, վերջին տարիների ընթացքում պետական պարտատոմսերում բանկերի ներդրումների ծավալը շեշտակի ավելացել է՝ 2014 թվականի շուրջ 240 մլրդ դրամի դիմաց 2020 թվականին կազմելով շուրջ 750 մլրդ դրամ: Միաժամանակ, ՀՀ Կառավարությունը նպատակադրում է էլ ավելի բարձրացնել բյուջեի պակասուրդի ֆինանսավորման աղբյուրներում ներքին աղբյուրների, մասնավորապես՝ զանձապետական պարտատոմսերի դերակատարումը, ինչն ապագայում բանկերին հնարավորություն կտա էլ ավելի մեծացնելու պարտատոմսերում ներդրումները:

Հետազոտության նպատակն է բացահայտել ՀՀ առևտրային բանկերի կողմից ՀՀ պետական պարտատոմսերում կատարվող ներդրումների վրա ազդող գործոնները դրամավարկային պայմանների մեղմացման ժամանակահատվածում՝ հաշվի առնելով նաև բանկերի շրջանում առկա տարբերակվածությունը: Նշված նպատակին հասնելու համար օգտագործվել են ՀՀ բանկերի մակարդակով եռամսյակային տվյալներ, որոնք ընդգրկում են 2015 թվականի առաջին եռամսյակից մինչև 2020 թվականի չորրորդ եռամսյակը, որը հետազոտության հետաքրքրության ժամանակահատվածն է: Արդյունքում՝ բացահայտվել են պետական պարտատոմսերում ներդրումների աճին նպաստած գործոնները, ինչպես նաև բանկային համակարգի ներսում առկա որոշ առանձնահատկություններ:

Գրականության ակնարկ: Արժեթղթերի շուկայում առևտրային բանկերի ակտիվության հարցը մասնագիտական գրականությունում առավել հաճախ դիտարկվում է առևտրային և ներդրումային բանկային ոլորտների առանձնահատկությունների համատեքստում: Այսպես՝ դիտարկելով ԱՄՆ-ում առևտրային բանկերի գործունեության ընդլայնումը արժեթղթերի շուկայում, Լ. Մուտը նշում է դրանից բխող ռիսկերը, ինչպիսիք են, օրինակ՝ ռեսուրսների գերկենտրոնացումը առևտրային բանկերում, ներդրումային և առևտրա-

¹ Ներկայացված ցուցանիշներն ընդգրկում են նաև հաշվետու ժամանակահատվածի դրությամբ ռեպո գործառնությունների համար ՀՀ ԿԲ-ում գրավադրված պարտատոմսերի ծավալը: Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ (<https://www.cba.am/am/SitePages/pperiodicals.aspx>) և ՀՀ ֆինանսների նախարարություն (https://minfin.am/hy/page/hashvetvutyunner_e_vichakagrutyun1/):

յին գործունեության շրջանակներում հնարավոր շահերի բախումը²: Ջ.Կոֆմանը նշում է, որ Գլաս-Ստիգալի օրենքի կարգավորումների որոշակի մեղմացումը հնարավորություն է տվել մեծացնելու բանկերի դերակատարումը արժեթղթերի շուկայում, ինչը կարող է փոխհատուցել «ավանդական» բանկային ծառայությունների գծով շահութաբերության նվազումը՝ բարձրացնելով արդյունավետությունը³: Ժ.Սանտոսը վերլուծում է արժեթղթերի շուկայում առևտրային բանկերի գործունեության ընդլայնման պոտենցիալ արդյունքները, ինչպիսիք կարող են դառնալ տեղեկատվական առավելությունները և մասշտաբի էֆեկտի արդյունքում կատարվող տնտեսումները: Հեղինակը եզրակացնում է, որ առավել արդյունավետ է բանկերին հնարավորություն տալ մուտք գործելու արժեթղթերի շուկաներ՝ ակտիվների պորտֆելը բազմազանեցնելու և եկամտի այլընտրանքային աղբյուրներ ձևավորելու համար⁴:

Առավել կենտրոնանալով բանկերի ակտիվների կառուցվածքի ընտրության հարցի շուրջ՝ պարզ է դառնում, որ վերջինս սովորաբար դիտարկվում է ռիսկերի հեջավորման համատեքստում, երբ ակտիվների կառուցվածքը ձևավորվում է այնպես, որ առավելագույնս դիմակայուն լինի շուկայական պայմանների տարաբնույթ փոփոխությունների նկատմամբ:

Ակտիվների կառուցվածքի ընտրության նման մոտեցում են առաջարկում Պերերան և Սատոն՝ դիտարկելով բանկերի պորտֆելի ձևավորման համար երեք հնարավոր գործիքներ՝ վարկեր, բաժնետոմսեր և պարտատոմսեր: Համաձայն նրանց մոդելի՝ յուրաքանչյուր գործիքում կատարված ներդրումներն ածանցվում են գործիքի գնից և բանկի վարկային ռիսկի չափից: Մասնավորապես՝ բաժնետոմսերի գնի ուղիղ կապը վարկային ռիսկի հետ բարձրացնում է դրա օպտիմալ կշիռը պորտֆելում, իսկ վարկային պորտֆելի գնի հակադարձ կապը վարկային ռիսկի հետ բարձրացնում է պարտատոմսերի օպտիմալ կշիռը: Արդյունքում՝ հնարավոր «օպտիմալ պորտֆելը» ենթադրում է, որ վարկերից կորուստների ավելացումը կփոխհատուցվի պորտֆելում առկա մյուս ակտիվների գների աճով⁵:

Ս.Սակսոնովան ակտիվների օպտիմալ կառուցվածքի ձևավորումն առաջարկում է իրականացնել դրանց եկամտաբերությունների և առկա սահմանափակումների վրա հիմնված մոդելով: Մոդելն արտացոլում է առանձին ակտիվների ռիսկն ու եկամտաբերությունը, ինչպես նաև այն ծախսերը, որոնք կապված են պարտավորությունների տարբեր տեսակների ու պահուստավորման պահանջների հետ: Մոդելի օպտիմալացումն իրականացվում է զուտ տոկոսային եկամուտներ/ակտիվներ հարաբերակցությունը առավելագույն մակարդակի հասցնելու խնդրի շուրջ: Այդ հարաբերակցության ավելացումը ենթակա է մի քանի սահմանափակումների, որոնց մի մասը կարգավորող մարմինների կողմից դրված իրավական սահմանափակումներ են, իսկ մյուս

² Տե՛ս **Mote Larry R.**, Banks and the securities markets: The controversy, *Economic Perspectives*, Vol. 3, 2nd, No. 8, March 1979, էջ 14-20:

³ Տե՛ս **Kaufman G.G.**, Securities activities of commercial banks: Recent changes in the economic and legal environments. *J Finan Serv Res* 1, 1988, էջ 183-199. <https://doi.org/10.1007/BF00116387>

⁴ Տե՛ս **Santos J.A.**, Commercial banks in the securities business: A Review. *Journal of Financial Services Research* 14, 1998, էջ 35-60, <https://doi.org/10.1023/A:1008009502438>

⁵ Տե՛ս **Perer R. S., Sato K.**, Optimal asset allocation for a bank under risk control. *International Journal of Financial Engineering*, 5(03), 2018, 1850022

մասը փոփոխվում է՝ կախված բանկի շուկայական նպատակներից⁶:

Հուանգը, Յաոն և Լին կենտրոնանում են առևտրային բանկերի կողմից ավանդական վարկային ակտիվների և այլ ֆինանսական ակտիվների (միջբանկային վարկեր և արժեթղթեր) միջև ընտրության խնդրի վրա: Օգտագործելով 23 առևտրային բանկերի պանելային եռամսյակային տվյալները 2002–2017 թթ. համար՝ հեղինակները ցույց են տալիս, որ այս երկու խումբ ակտիվների միջև ներդրումների բաշխման համար առանցքային են դրանց եկամտաբերությունները: Մասնավորապես՝ ֆինանսական ակտիվների գների նվազման դեպքում բանկերը նվազեցնում են նաև ֆինանսական ակտիվներում ներդրումները, ինչի արդյունքում աճում է վարկային ներդրումների և ֆինանսական ակտիվների հարաբերակցությունը: Մյուս կողմից՝ վարկավորման տոկոսադրույքների աճը հանգեցնում է վարկերի սպասարկման ծախսերի ավելացման և վարկերի նկատմամբ պահանջարկի կրճատման, ինչի արդյունքում վարկային ներդրումների և ֆինանսական ակտիվների հարաբերակցությունը նվազում է: Միաժամանակ, ակտիվների կառուցվածքի ձևավորման վրա ներգործում են նաև պահուստավորման և կապիտալի համարժեքության նորմատիվները: Վերջիններիս մակարդակը վճռորոշ է ակտիվների կառուցվածքի ձևավորման վրա ֆինանսական ակտիվների եկամտաբերությունների տատանողականության դերակատարման տեսակետից⁷:

Ա. Ռոդրիգեսն ուսումնասիրում է ԱՄՆ-ում 1990–1992 թվականներին բանկերի կողմից գանձապետական պարտատոմսերում ներդրումների աճը պայմանավորող գործոնները՝ դրանց շարքում առանձնացնելով տնտեսական աճի դանդաղումը, եկամտաբերության կորի թեքության ավելացումը և բանկերի կապիտալի խստացված ստանդարտները: Ըստ հեղինակի՝ տնտեսական աճի դանդաղումը հանգեցրել է վարկերի նկատմամբ պահանջարկի կրճատման, իսկ եկամտաբերության կորի թեքության ավելացումը, մասնավորապես՝ կարճաժամկետ պարտատոմսերի համեմատությամբ երկարաժամկետ պարտատոմսերի եկամտաբերությունների աճը հանգեցրել է դրանց գրավչության ավելացմանը: Ռիսկով կշռված կապիտալի նորմատիվի բարձրացումը խթաններ է առաջացրել պարտատոմսերում ներդրումների ավելացման համար, քանի որ հանգեցրել է վարկերից ստացվող եկամուտների հարաբերական նվազման և ցածր կապիտալացվածությամբ բանկերին ստիպել անցում կատարել ցածր ռիսկային ակտիվների՝ նորմատիվը բավարարելու համար: Հեղինակի կատարած ռեգրեսիոն վերլուծությունը հաստատել է առաջ քաշված գործոնների կարևորությունը՝ միաժամանակ ցույց տալով, որ պետական պարտատոմսերում բանկերի ներդրումների վրա դրականորեն է ներգործում նաև չաշխատող վարկերի ավելացումը, բացասական՝ բանկերի ակտիվների չափը և կապիտալացվածությունը⁸:

⁶ Տե՛ս **Saksonova S.**, Approaches to determining optimal asset structure for a commercial bank. World Academy of Science, Engineering and Technology, Open Science Index 53, International Journal of Economics and Management Engineering, 5(5), 2011, էջ 588 – 594:

⁷ Տե՛ս **Huang Kun, Yao Qiuge, Li Chong**, Impacts of financial market shock on bank asset allocation from the perspective of financial characteristics of banks, International Journal of Financial Studies 7, no. 2, 2019, էջ 29, <https://doi.org/10.3390/ijfs7020029>

⁸ Տե՛ս **Rodrigues A.**, Government securities investments of commercial banks. Quarterly Review-Federal Reserve Bank of New York, 1993, էջ 18, 39:

Այսպիսով՝ մասնագիտական գրականության ուսումնասիրությունը թույլ է տալիս փաստել, որ, ընդհանուր առմամբ, առևտրային բանկերի գործունեությունը պետական պարտատոմսերի շուկայում դրական է համարվում վերջիններիս արդյունավետության և դիմակայունության տեսակետից: Թե ինչպիսի համամասնությամբ առևտրային բանկերը պետք է ակտիվների կառուցվածքում ընտրեն արժեթղթերը և վարկային ներդրումները, կախված է այդ գործիքների եկամտաբերություններից, ինչպես նաև բանկի պորտֆելի ռիսկի գնահատականների հետ դրանց փոխառնչություններից: Պարզվել է նաև, որ պետական պարտատոմսերում առևտրային բանկերի ներդրումները սովորաբար աճում են վարկերի նկատմամբ պահանջարկի նվազման, պետական պարտատոմսերի գրավչության մեծացման, ինչպես նաև կարգավորման դաշտում գրանցվող տեղաշարժերի արդյունքում:

Հետազոտության մեթոդաբանությունը: Հետազոտությունը հիմնվում է հեղինակների կողմից կառուցված՝ ՀՀ 17 առևտրային բանկերի հիմնական ցուցանիշների եռամսյակային տվյալների բազայի վրա, որն ընդգրկում է 2015 թվականի առաջին եռամսյակից մինչև 2020 թվականի չորրորդ եռամսյակը: Ժամանակահատվածի ընտրությունը պայմանավորված է մի կողմից՝ տվյալների հասանելիության հանգամանքով, մյուս կողմից՝ ընդգրկում է այն ժամանակահատվածը, երբ պետական պարտատոմսերի շուկայի խորությունը տնտեսությունում էականորեն ավելացել է⁹: Միաժամանակ, օգտագործվող ժամանակահատվածն ընդգրկում է դրամավարկային քաղաքականության պարբերաշրջանի մեկ ամբողջական՝ դրամավարկային պայմանների մեղմացման փուլ, որն սկսվել է 2015 թվականին և ավարտվել 2020 թվականի վերջին, ինչպես նաև ներառում է ՀՀ բանկային համակարգի երկու խոշոր՝ 2015 և 2020 թվականների ցնցումները¹⁰:

Աղյուսակ 1

Տվյալների միավորման ենթարկված բանկերը

Միավորվող բանկեր	Միավորումից հետո գործող բանկեր	Միավորման ժամանակահատված (կիրառված տվյալների միավորման համար)
«Արդշինբանկ» ՓԲԸ	«Արդշինբանկ» ՓԲԸ	2016 եռ. 4
«Առէկսիմբանկ-գազպրոմբանկի խումբ» ՓԲԸ		
«Արարատբանկ» ԲԲԸ	«Արարատբանկ» ԲԲԸ	2016 եռ. 4
«Զարգացման հայկական բանկ» ԲԲԸ		
«ՀԱՅԷԿՈՆՈՄԲԱՆԿ» ԲԲԸ	«ՀԱՅԷԿՈՆՈՄԲԱՆԿ» ԲԲԸ	2016 եռ. 4
«ԲՏԱ ԲԱՆԿ» ՓԲԸ		
«Ինեկոբանկ» ՓԲԸ	«Ինեկոբանկ» ՓԲԸ	2015 եռ. 4
«ՊրոԿրեդիտ բանկ» ՓԲԸ		

⁹ ՀՆԱ համեմատությամբ ՀՀ դրամով արտահայտված պետական պարտատոմսերի ծավալը 6.4%-ից հասել է 15.5%-ի:

¹⁰ Առաջին ցնցումը վերաբերում է գործընկեր երկրներում (հատկապես՝ ՌԴ-ում) ճգնաժամային զարգացումների հետևանքով տնտեսություն և ֆինանսական հատված փոխանցված ցնցումներին, այդ թվում՝ դրամի արժեզրկմանը, իսկ երկրորդը՝ COVID-19 համավարակի տարածմանը, դրա հետ կապված տնտեսական գործունեության սահմանափակումներին և տնտեսական անկմանը:

Բանկերի մակարդակի տվյալները հավաքագրվել են վերջիններիս միջանկյալ ֆինանսական հաշվետվություններից¹¹: Ընդ որում, քանի որ բանկային համակարգում տվյալ ժամանակահատվածներում մի շարք միաձուլումների և կլանումների գործարքներ են տեղի ունեցել, միավորված բանկերի տվյալները միավորվել են նաև պատմական ժամանակահատվածի համար: Տվյալների պատմական վերանայում անցած բանկերի ցանկը ներկայացված է աղյուսակ 1-ում:

Արդյունքում՝ ձևավորված պանելային տվյալներն ընդգրկում են 17 բանկ և 24 եռամսյակ. ընդհանուր առմամբ՝ 408 դիտարկում: Սույն հետազոտությունում կիրառություն գտած՝ բանկերի մակարդակի ցուցանիշները և դրանց վիճակագրական բնութագրիչները ներկայացված են աղյուսակ 2-ում:

Աղյուսակ 2

«Հ առևտրային բանկերի կիրառված ցուցանիշները և դրանց վիճակագրական բնութագրիչները»

	Նվազ.	Միջին	Առավ.	Սրանդարյա շեղում
Բանկի կապիտալ (մլրդ դրամ)	5.3	42.3	109.7	17.9
Բանկի կողմից տրամադրված վարկեր (մլրդ դրամ)	5.6	172.6	720.1	145.0
Բանկի ակտիվներ (մլրդ դրամ)	27.0	269.1	1090.6	201.2
Բանկի ներդրումները ՀՀ պետական պարտատոմսերում (մլրդ դրամ)	0.8	26.9	209.4	25.1
Բանկի ներդրումները ՀՀ պետական պարտատոմսերում/ակտիվներ (%)	0.5	13.5	56.9	12.6

Որպես ՀՀ պետական պարտատոմսերում բանկերի ներդրումները բացատրող փոփոխականներ դիտարկվել են տարբեր խումբ ցուցանիշներ, որոնք, ըստ տնտեսագիտական դատողությունների, կարող են փոխառնչվել դրանց հետ: Ցուցանիշների խմբերը ներառում են ֆինանսական շուկաներում տոկոսադրույքների տարբեր ցուցանիշներ, բանկերի ագրեգացված և այլ տվյալներ (աղյուսակ 3):

Աղյուսակ 3

Փորձառական ուսումնասիրության շրջանակներում կիրառված ագրեգացված տվյալները և դրանց աղբյուրները

Փոփոխական տրոսադրույքներ	Մեկնաբանություն	Աղբյուրը
1 տարի ժամկետայնությամբ ՊՊ տեղաբաշխման եկամտաբերություն (%)	Բացակայող տվյալները լրացվել են ինտերպոլյացիայի միջոցով	«ՀԲ»՝ https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/13-Gov.%20securities%20yield.xlsx
ՊՊ եկամտաբերության կորի թեքություն (%)	10 տարի և 3 ամիս ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի մինչև մարում եկամտաբերությունների տարբերություն	«ՀԲ»՝ https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/gorc/Yield%20Curves.xls

¹¹ Յուրաքանչյուր բանկի միջանկյալ ֆինանսական հաշվետվությունները վերցվել են վերջիններիս պաշտոնական կայքերից:

ՀՀ ԿԲ ռեպո տոկոսադրույք (%)	Հաշվարկված է որպես եռամսյակի օրերի միջին	ՀՀ ԿԲ՝ https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/8-policy%20rates.xlsx
Միջբանկային ռեպոյի տոկոսադրույք (%)	Միջին կշռված տոկոսադրույք	ՀՀ ԿԲ՝ https://www.cba.am/am/SitePages/periodicals.aspx
Վարկերի տոկոսադրույքներ	ՀՀ դրամով մինչև 1 տարի ժամկետայնությամբ վարկեր	ՀՀ ԿԲ՝ https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/12-Lending%20rates.xlsx
ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճար	2025 թ. մարվող եվրոբոնդերի եկամտաբերության և ԱՄՆ-ի մոտարկված ժամկետայնությամբ գանձապետական պարտատոմսերի եկամտաբերության տարբերություն	ՀՀ \$Ն՝ (https://minfin.am/website/images/files/a45feb33.xlsx) և Investing.com (https://www.investing.com/rates-bonds/world-government-bonds)
Դրամային գործիքի պարզևավճար	2025 թ. մարվող եվրոբոնդերի եկամտաբերություն և ՀՀ մոտարկված ժամկետայնությամբ գանձապետական պարտատոմսերի մինչև մարում եկամտաբերության տարբերություն	ՀՀ \$Ն՝ (https://minfin.am/website/images/files/a45feb33.xlsx) և ՀՀ ԿԲ՝ (https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/gorc/Yield%20Curves.xls)
Վարկավորման պարզևավճար	Մինչև 1 տարի ժամկետայնությամբ վարկերի և 1 տարի ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի տոկոսադրույքների տարբերություն	ՀՀ ԿԲ՝ (https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/12-Lending%20rates.xlsx և https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/13-Gov.%20securities%20yield.xlsx)

Բանկերի ազրեգացված փվյալներ

Ռեպո գործարքներով ՀՀ ԿԲ-ից ներգրավվող միջոցների ծավալ	-	ՀՀ ԿԲ՝ https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/2-Money%20Base.xlsx
ՀՀ ԿԲ-ում թղթակցային հաշիվներ		
ՀՀ ԿԲ-ում թղթակցային հաշիվներ դրամով		

Այլ

Տնտեսական աճի տեմպ	ՀՆԱ իրական աճ նախորդ տարվա նույն եռամսյակի նկատմամբ	ՀՀ վԿ՝ https://www.armstat.am/am/?nid=202
ԱՄՆ դոլար/ՀՀ դրամ փոխարժեք	Եռամսյակի միջին	ՀՀ ԿԲ՝ https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/8.%20Exchange%20rates.xls
Բանկի առաջնային գործակալ լինելու բինար փոփոխական	Բանկը տվյալ եռամսյակում առաջնային գործակալ՝ հանդիսացել է = 1, չի հանդիսացել = 0	ՀՀ \$Ն՝ https://minfin.am/hy/page/arajnayin_dilerner_gortsakalner/ և https://minfin.am/hy/page/tarekan_hashvetvutyunner/

ՀՀ պետական պարտատոմսերում բանկերի ներդրումների վրա ազդող գործոնները բացահայտելու համար նախ իրականացվում է դիտարկվող ժամանակահատվածում ՀՀ-ում պետական պարտատոմսերի թողարկման մի-

ջավայրի ընդհանուր վերլուծություն՝ առանձնացնելով առավել էական գործոնները, ապա դիտարկվում են բերված ցուցանիշների կոռելյացիոն կապերը գանձապետական պարտատոմսերում ներդրումների հետ, և վերջապես՝ մշակվում է պանելային ռեգրեսիոն մոդել արտահայտված հետևյալ տեսքով.

$$C_{t,i} = B_{1,i} + B_2 X_{t,i} + \varepsilon_{t,i}, i = 1, 2, \dots, 17 \tag{1}$$

որտեղ՝

C -ն արտահայտում է կախյալ փոփոխականը (բանկի ներդրումները ՀՀ պետական պարտատոմսերում),

B_1 -ը ազատ անդամն է,

B_2 -ը՝ գնահատվող գործակիցների վեկտորը,

X_t -ն՝ անկախ փոփոխականների վեկտորը, t -ն արտահայտում է ժամանակն ըստ եռամսյակների, իսկ ε_t -ն՝ ռեգրեսիոն մոդելի սխալը:

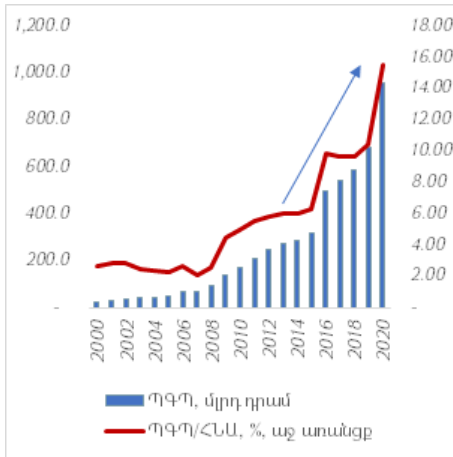
Մոդելի անկախ փոփոխականներն ընտրվում են նախապես ընտրված ցուցանիշների ցանկից՝ վիճակագրական նշանակալիության սկզբունքով: Հաջորդ քայլում գնահատվում է նաև ֆիքսված էֆեկտներով¹² պանելային մոդել՝ առանձին բանկերի վարքագծերի տարբերությունները բացատրելու նպատակով:

Վերլուծություն: ՀՀ ֆինանսական շուկան առանձնանում է ֆինանսական համակարգում բանկերի բացարձակ գերակայությամբ, որի պայմաններում վերջիններս գերակա են նաև պետական պարտատոմսերի շուկայում: Բանկերի դերակատարումը ֆինանսական համակարգում, չափված ակտիվների կշռով, մշտապես գերազանցել է 80 տոկոսը:

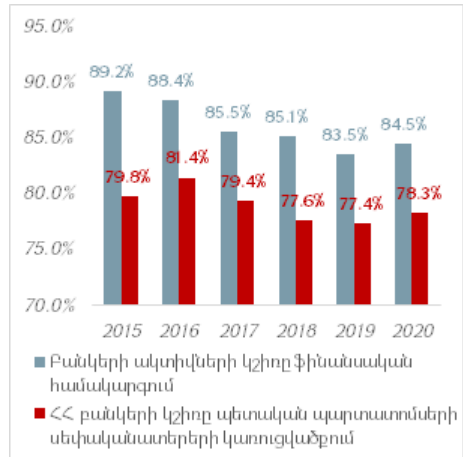
Միաժամանակ, առևտրային բանկերի կշիռը պետական պարտատոմսերի ներդրողների կառուցվածքում ևս զգալի է և տատանվում է 80%-ի շրջանակներում: Ընդ որում, բարձր ցուցանիշը պահպանվել է ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի կտրուկ խորացման պայմաններում, որը պատմականորեն ամենակտրուկն է եղել 2015–2020 թվականներին (գծապատկեր 1): Սա ՀՀ ֆինանսական շուկան և դրա միտումները կախվածության մեջ է դնում բանկային համակարգից: Նույնը կարելի է ասել պետական պարտատոմսերի շուկայի ծավալների և տոկոսադրույքների տատանումների վերաբերյալ:

Այնուամենայնիվ, բանկերի գերակայությունը ֆինանսական համակարգում թույլ նվազման միտում ունի, ինչը հիմնականում պայմանավորված է կենսաթոշակային բարեփոխումների արդյունքում կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների, ինչպես նաև ներդրումային ֆինանսական ծառայությունների ոլորտում դիտված որոշակի աճով:

¹² Ֆիքսված էֆեկտներով պանելային ռեգրեսիոն մոդելում ռեգրեսիայի ազատ անդամը փոփոխվում է ըստ բանկերի, սակայն անփոփոխ է ժամանակի մեջ: Տե՛ս **Wooldridge J. M.**, Introductory Econometrics: A Modern Approach. Southwestern College Publishing, Nashville, T ATN, 41, էջ 673-690: Chapter 14: Advanced Panel Data Methods, 2012, էջ 484-509:



Գծապատկեր 1. ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի միջոցառումները (2000–2020 թթ.)¹³



Գծապատկեր 2. ՀՀ բանկերի ակտիվների կշիռը ֆինանսական համակարգում և պետական պարտատոմսերի սեփականատերերի կառուցվածքում (2015-2020 թթ.)¹⁴

Բանկերի դերը պետական պարտատոմսերի շուկայում պայմանավորված է նաև այն հանգամանքով, որ բանկերի մի մասը պետական պարտատոմսերի շուկայի գործակալներ են, ինչը պահանջում է շուկա ստեղծողի գործառույթների իրականացում¹⁵: Աղյուսակ 4-ից տեսանելի է, որ այդպիսի գործառույթ իրականացնում են 7 բանկեր, որոնց կազմում 2015-2020 թվականների ընթացքում որոշակի փոփոխություններ են գրանցվել: Բացի այդ, առաջնային շուկայի գործակալ ընտրվելու և այդ կարգավիճակը պահպանելու համար ֆինանսական կազմակերպությունը պետք է ակտիվություն ցուցաբերի առաջնային և երկրորդային շուկաներում, ինչը ենթադրում է գործակալ բանկերի ակտիվների կառուցվածքում պետական պարտատոմսերի որոշակի կշռի առկայություն:

Սակայն առանձին բանկերի ակտիվների կառուցվածքում պետական պարտատոմսերի և վարկերի կշիռների ուսումնասիրությունը ցույց է տալիս (գծապատկեր 3), որ ոչ բոլոր բանկերի դեպքում է ակտիվների կառուցվածքում պետական արժեթղթերի էական կշիռը պայմանավորված գործակալի կարգավիճակով: Ընդհանուր առմամբ, ՀՀ պետական պարտատոմսերում բանկային համակարգի ներդրումները էականորեն տարբերակված են ըստ բանկերի: Այսպես՝ 2015–2020 թվականների միջին ցուցանիշներով բանկերի ակտիվներում ՀՀ պետական պարտատոմսերի կշիռը տատանվել է 5.5%-ից

¹³ Աղբյուրը՝ ՀՀ ՖՆ (https://minfin.am/hy/page/petakan_partqi_veraberyal_ampop_tvjalner/) և ՀՀ ՎԿ (<https://www.armstat.am/am/?nid=202>):

¹⁴ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ 2015–2020 թթ. ֆինանսական կայունության հաշվետվություններ և ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տեղեկագրեր: Բանկերի ներդրումները պետական պարտատոմսերում ընդգրկում են նաև հաշվետու ժամանակահատվածի դրությամբ ռեպո գործառնությունների համար ՀՀ ԿԲ-ում գրավադրված պարտատոմսերի ծավալը:

¹⁵ Տե՛ս ՀՀ ֆինանսների նախարարի 2017 թվականի հուլիսի 13-ի «Հայաստանի Հանրապետության պետական գանձապետական պարտատոմսերի առաջնային շուկայի մասնակիցների վարքագծի գնահատման և ընտրության կարգը հաստատելու մասին» թիվ 348-Ն հրամանը:

46.6%-ի շրջանակներում, իսկ մեդիան ցուցանիշը 9.9% է կազմել: 2020 թվականի ցուցանիշները դիտարկելիս բանկերի մեծ մասի մոտ կշիռն ավելի բարձր է, ինչի արդյունքում մեդիանը 11.7% է: Ակտիվներում զանձապետական պարտատոմսերի համեմատաբար բարձր (20%-ից ավելի) և վարկերի համեմատաբար ցածր (40%-ից պակաս) ցուցանիշներով առանձնացել է երեք բանկ՝ Արմավիսբանկը, Մելլաթ Բանկը և Բիբլոս Բանկ Արմենիան:

Աղյուսակ 4

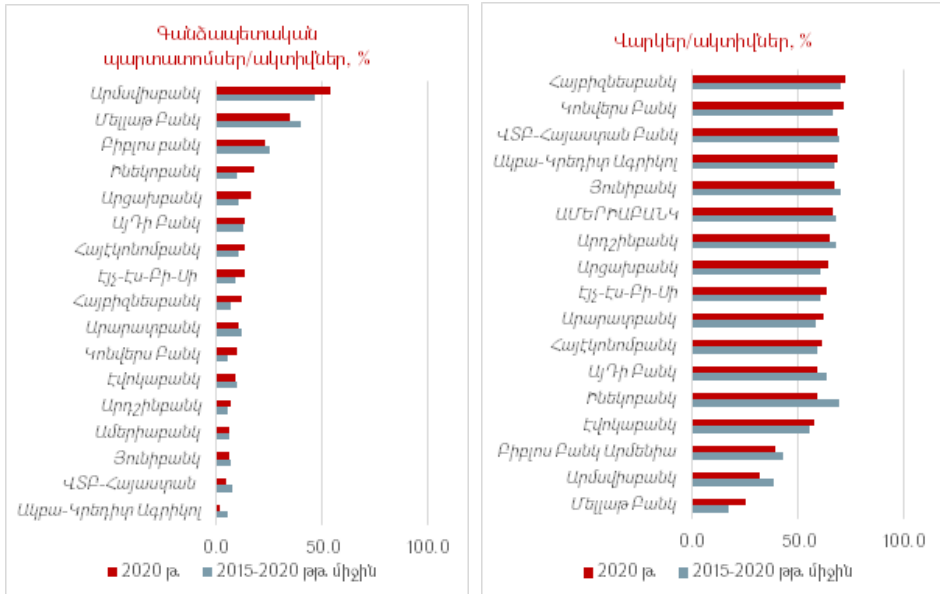
Պերական պարտավորումների շուկայի առաջնային գործակալները

	2015/1	2015/2	2015/3	2015/4	2016/1	2016/2	2016/3	2016/4	2017/1	2017/2	2017/3	2017/4	2018/1	2018/2	2018/3	2018/4	2019/1	2019/2	2019/3	2019/4	2020/1	2020/2	2020/3	2020/4
ԱՎԲԱ-ԿՐԵՊԻՏ ԱԳՐԻԿՈՒ ԲԱՆԿ	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
ԱՆԵՐՈՒՐԱՆԿ	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Այրի Բանկ	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
ԱՄՆԱՍԲԱՆԿ	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Արոշինբանկ	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
Արմավիսբանկ	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	○	○	○	○
Արցախբանկ	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
ԲԻՐԱՍ Բանկ Արմենիա	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
Էլ-Էս-Քի-Ալի Բանկ Հայաստան	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
Ինձորբանկ	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
Կոնվերս Բանկ	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●
ՀԱՅԲՈՂՆԵՍԲԱՆԿ	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	●	●	●
ՀԱՅԷԿՈՆՈՒՐԲԱՆԿ	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
Մելլաթ Բանկ	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
Յոնիբանկ	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
Էվոլյուսիոն Բանկ	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
ԱՏՏ-Հայաստան Բանկ	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	●	○	○	○	○	○	○	○	○

Վերջիններս առավել են ընդգծում, որ բացի գործակալի կարգավիճակից, ՀՀ առևտրային բանկերը այլ՝ թերևս առավել էական շարժառիթներ ունեն պետական պարտատոմսերում ներդրումներ իրականացնելու համար: Այսպես՝ Արմավիսբանկը առաջնային շուկայի գործակալի կարգավիճակի դադարումից հետո շարունակել է ակտիվների շուրջ 54 տոկոսի մակարդակում պետական պարտատոմսերի պորտֆել պահպանել: Այս փաստը ցույց է տալիս, որ այդ առևտրային բանկը առավելապես ներդրումային ուղղվածություն ունի, և պետական պարտատոմսերում ներդրումները փաստացիորեն ձևավորված թիզնես մոդելի մաս են կազմում: Մելլաթ Բանկի և Բիբլոս Բանկ Արմենիայի դեպքում պետական պարտատոմսերի կշիռը կարելի է պայմանավորել նաև բանկի գործունեության սահմանափակումներով և պահպանողական ներդրումային ռազմավարությամբ¹⁶:

Ի լրումն բանկի ներքին շարժառիթների, որոնք կարող են բխել սեփական թիզնես մոդելից կամ առաջնային շուկայում գործակալի կարգավիճակից, պետական պարտատոմսերում ներդրումների տեսակետից կարևոր են բանկերի գործունեության միջավայրի հատկապես այն փոփոխությունները, որոնք պայմանավորում են հնարավոր ներդրումային ակտիվների (այս դեպքում՝ վարկեր և ՀՀ պետական պարտատոմսեր) եկամտաբերությունը:

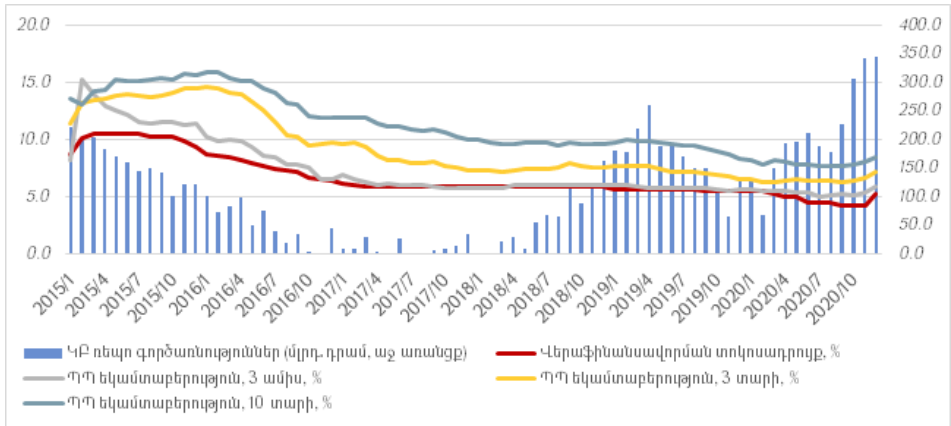
¹⁶ Մելլաթ Բանկը իրանական կապիտալով բանկ է, ինչը ֆինանսական շուկայի այլ մասնակիցների հետ գործառնությունների որոշ սահմանափակումներ է ստեղծում: Բիբլոս Բանկ Արմենիայի դեպքում վարկային ներդրումների փոքր կշիռը պայմանավորված է գործարար ռազմավարությամբ բանկի գործունեության հնարավոր առավելագույն ռիսկի առավել կոշտ սահմանափակումներով, ինչի պայմաններում պետական պարտատոմսերն իրենց ռիսկի և եկամտաբերության հատկանիշներով հաճախ առավել գրավիչ գործիք են դառնում:



Գծապատկեր 3. Պետական պարտապոմսերի և վարկերի կշիռը ՀՀ բանկերի ակտիվներում

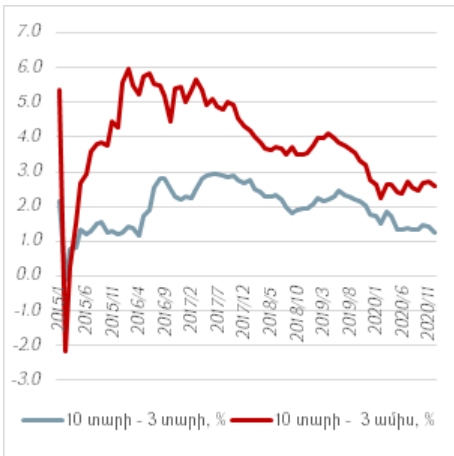
Դրանց շարքում են կարգավորման դաշտը և դրամավարկային քաղաքականության որոշումները, որոնք կարևոր դերակատարում են ունեցել վերջին տարիներին: Այսպես՝ պայմանավորված փոխարժեքի կտրուկ տատանումներով, 2014 թ. վերջին ԿԲ-ն մի կողմից՝ բարձրացրել է ներգրավված միջոցների դիմաց առևտրային բանկերի պարտադիր պահուստավորման նորմատիվը, իսկ մյուս կողմից՝ դրամավարկային քաղաքականության պայմանների կտրուկ փոփոխություն իրականացրել: Մասնավորապես՝ ԿԲ-ից կարճաժամկետ միջոցների ներգրավման մշտական հնարավորության պայմաններն արտացոլող լոմբարդային ռեպո տոկոսադրույքը 10.25%-ից հասցվել է 21%-ի, ինչից հետո դեկտեմբերին բարձրացվել է նաև վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը՝ հասցնելով մինչև 8.5%-ի, իսկ 2015 թ. փետրվարին՝ 10.5%-ի: 2015 թ. օգոստոսից ՀՀ ԿԲ-ն սկսել է դրամավարկային պայմանների մեղմացման գործընթացը: Միաժամանակ, ՀՀ ԿԲ-ն 2015 թվականի հունվարից առևտրային բանկերի համար ընդհանուր կապիտալի նվազագույն չափի նորմատիվը 5 մլրդ դրամից հասցրել է 30 մլրդ դրամի¹⁷, ինչի արդյունքում 2016 թ. վերջից բանկային համակարգում իրացվելիության ավելցուկի, տնտեսական ակտիվության դանդաղման պայմաններում ակտիվացել է արժեթղթերի շուկան, կտրուկ սկսել են նվազել պետական և կորպորատիվ պարտատոմսերի տոկոսադրույքները: Այսպիսով՝ 2015 թվականի ցնցումներից հետո ՀՀ ԿԲ քաղաքականությունը նպաստել է ֆինանսական շուկայում իրացվելիության ավելացմանը և տոկոսադրույքների նվազմանը:

¹⁷ Տե՛ս ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի որոշումը «ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի 2007 թվականի փետրվարի 9-ի թիվ 39-Ն որոշման մեջ փոփոխություններ կատարելու մասին», ՀՀ ԿԲ տեղեկագիր, 2015, հունվար՝ <https://www.cba.am/am/SitePages/pperiodicals.aspx>:

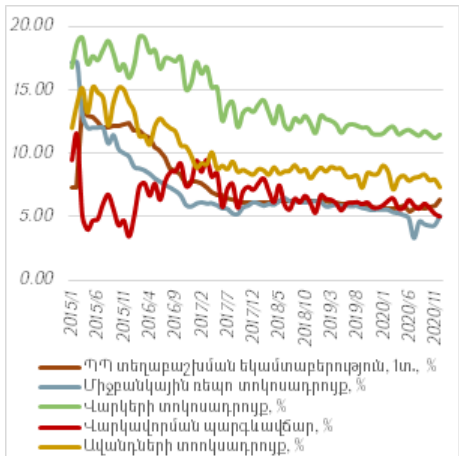


Գծապատկեր 4. ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականությունը և ՊՊ շուկայի փոկոսադրույքները 2015–2020 թթ.¹⁸

Ըստ գծապատկեր 4-ի՝ ՀՀ ԿԲ-ի կողմից տոկոսադրույքների աստիճանական նվազեցմանը և ռեպո գործառնությունների ծավալների մեծացմանը զուգահեռ, պետական պարտատոմսերի մինչև մարում եկամտաբերությունները նվազել են: Այս միտումները բանկերի համար սպեկուլյատիվ գործարքների շարժառիթներ են ստեղծել, երբ վերջիններս, եկամտաբերության հետագա նվազման սպասումներով, կարող էին հնարավոր համարել պարտատոմսերի գնի աճից առևտրային շահույթ ստանալը:



Գծապատկեր 5. ՊՊ մինչև մարում եկամտաբերության սպրեդները (2015–2020 թթ.)¹⁹



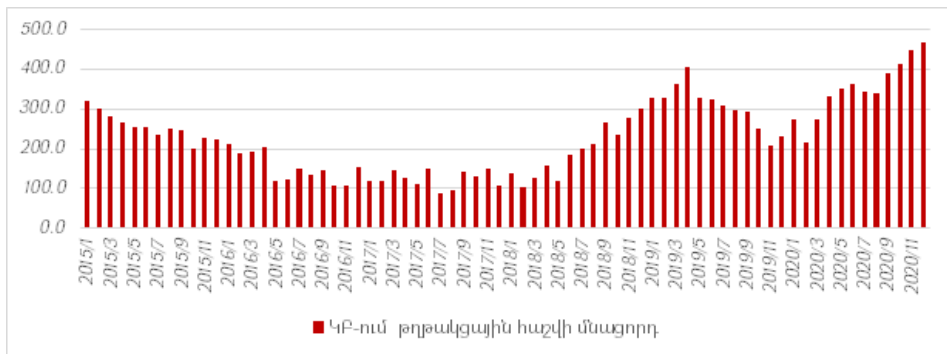
Գծապատկեր 6. ՀՀ ֆինանսական շուկայի փոկոսադրույքների միպումները (2015–2020 թթ.)²⁰

¹⁸ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, եկամտաբերության կորերը՝ <https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/gorc/Yield%20Curves.xls>, ռեպո գործառնությունների ծավալներ՝ https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/2-Money%20Base.xlsx վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք՝ https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/8-policy%20rates.xlsx

¹⁹ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, եկամտաբերության կորերը՝ <https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/gorc/Yield%20Curves.xls>:

2016 թվականից սկսած՝ գրանցվել է տարբեր ժամկետայնությամբ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության սպրեդների նվազում՝ պայմանավորված երկարաժամկետ պարտատոմսերի նկատմամբ ավելի մեծ պահանջարկով (գծապատկեր 5): Երևույթը կարելի է պայմանավորել շուկայում երկարաժամկետ պարտատոմսերի խոշոր փաթեթ ունեցող ներդրողների քանակի և ներդրումային ներուժի մեծացմամբ: Այսպես՝ նշված ժամանակահատվածում շուկայում ակտիվացել են կենսաթոշակային և ներդրումային ֆոնդերը, որոնք հետաքրքրված են առավել երկարաժամկետ պարտատոմսերում ներդրումներով: Ըստ գծապատկեր 6-ի՝ 2015 թվականից դիտարկվում է նաև ավանդների, վարկերի և միջբանկային ռեպոների տոկոսադրույքների նվազում, ինչին զուգահեռ նվազում է նաև վարկավորման պարզևավճարը (վարկերի և «զրո ռիսկով» ակտիվների՝ պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքների տարբերությունը): Սա կարող է վկայել իրական տնտեսությունում վարկային ներդրումների շահութաբերության նվազմանը զուգահեռ պետական պարտատոմսերում ներդրումների գրավչության մեծացման մասին:

Ուշագրավ է ՀՀ ԿԲ-ում առևտրային բանկերի թղթակցային հաշիվների մնացորդների դինամիկան, որոնց աճը վկայում է բանկային համակարգում իրացվելիության ավելցուկի աճի մասին: Վերջինս հուշում է, որ ՀՀ բանկային համակարգում իրացվելիության որոշակի կուտակում է առաջացել 2018 թվականից սկսած, ինչը կարող էր խթանել արժեթղթերում կատարվող ներդրումների ծավալների ավելացումը (գծապատկեր 7):

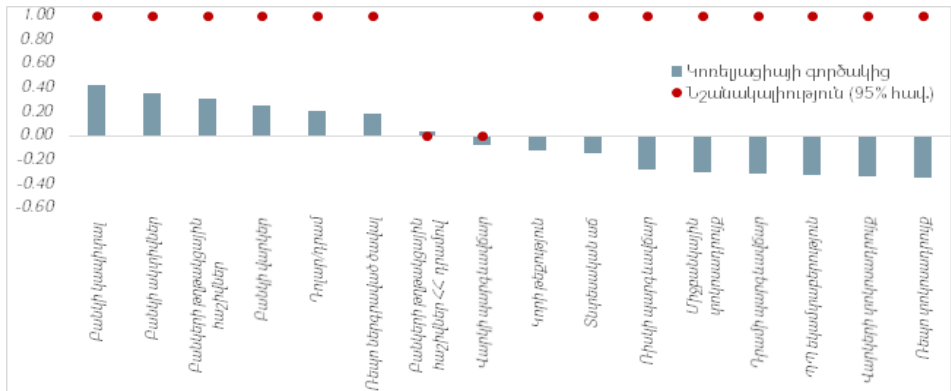


Գծապատկեր 7. ԿԲ-ում բանկերի թղթակցային հաշիվների մնացորդները 2015–2020 թթ. (մլրդ դրամ)

Պետական պարտատոմսերում բանկի կողմից իրականացված ներդրումների՝ մեր կողմից դիտարկված հիմնարարների կոռելյացիոն կապերի ուսումնասիրությունը (գծապատկեր 8) ցույց է տալիս, որ ամենաուժեղ դրական կոռելյացիա առկա է բանկի կապիտալի, ակտիվների, ԿԲ-ում բանկերի թղթակցային հաշիվների ցուցանիշների հետ, իսկ բացասական կոռելյացիա՝ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության, վարկերի տոկոսադրույք-

²⁰ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, դրամավարկային և ֆինանսական վիճակագրություն՝ <https://www.cba.am/am/SitePages/statmonetaryfinancial.aspx>, ԿԲ տեղեկագրեր՝ <https://www.cba.am/am/SitePages/ppperiodicals.aspx>

ների և ռեպո տոկոսադրույքի հետ (ընդ որում, կոռեյացիոն կապերը վիճակագրորեն հավաստի են): Եթե առաջիններն արտացոլում են բանկի՝ պարտատոմսերում ներդրումներ իրականացնելու կարողությունը, ապա երկրորդները՝ առավելապես միջոցների ներգրավման գինը և ներդրման այլընտրանքային հնարավորությունները: Պարտատոմսերում ներդրումների հետ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների բացասական կոռեյացիան կարող է փաստել երկու երևույթի մասին: Նախ՝ պարտատոմսերի եկամտաբերության նվազումը չի հանգեցնում դրանց գրավչության նվազման, քանի որ զուգահեռաբար նվազում է նաև մասնավոր հատվածում ներդրումների տեղաբաշխման եկամտաբերությունը (վարկերի և պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքները կոռելացված են): Միաժամանակ, բացասական կոռեյացիան արտացոլում է պարտատոմսերի նկատմամբ պահանջարկի բարձրացման պայմաններում դրանց եկամտաբերության նվազումը:



Գծապատկեր 8. ՀՀ պետական պարտատոմսերում բանկի ներդրումների կոռեյացիան փարբեր գործոնների հետ

ՀՀ պետական պարտատոմսերում ներդրումները նշանակալիորեն դրական են կոռելացված նաև բանկի կողմից տրամադրված վարկերի ծավալի, դոլար/դրամ փոխարժեքի, ԿԲ-ից ռեպո գործառնություններով ներգրավված միջոցների ծավալի հետ, բացասական՝ եկամտաբերության կորի թեքության, տնտեսական աճի, երկրի դիսկի պարզևավճարի, միջբանկային ռեպո տոկոսադրույքի դրամային գործիքների պարզևավճարի հետ²¹:

ՀՀ պետական պարտատոմսերում առևտրային բանկերի ներդրումները պայմանավորող գործոնները բացահայտելու համար գնահատվել է (1) մոդելը՝ անկախ փոփոխականների տարբեր համադրումներով: Ընդ որում, բանկի ՊՊ ներդրումները և բանկային համակարգի մյուս տվյալները դիտարկվում են բնական հիմքով լրգարիթմով, իսկ տոկոսադրույքներն արտացոլող փոփոխականները և տնտեսական աճը՝ տոկոսային տեսքով: Նման մոտեցումը հնարավորություն է տալիս առավել ընկալելի դարձնելու մոդելի արդյունքները:

²¹ Բոլոր տոկոսադրույքների հետ բացասական կոռեյացիան կարելի է բացատրել արդեն իսկ ներկայացված վարկաձեռքով, տրամադրած վարկերի ծավալն արտացոլում է բանկի չափերը, հետևաբար՝ պարտատոմսերում ներդրումներ իրականացնելու հնարավորությունները, ԿԲ-ից ռեպո գործարքներով ներգրավված միջոցների ծավալը ևս կապված է պարտատոմսերում ներդրումների հնարավորությունների հետ:

Գնահատումների արդյունքում, որպես վիճակագրորեն նշանակալի գործոններ, մոդելում թողնվել են ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարը, ՊՊ եկամտաբերության կորի թեքությունը, տնտեսական աճի տեմպը, բանկի տրամադրած վարկերի ծավալը, բանկի կապիտալը և ՊՊ շուկայի առաջնային գործակալ լինելու բինար փոփոխականը:

ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճարը արտահայտում է միջազգային ֆինանսական շուկաների մասնակիցների ընկալումները ՀՀ տնտեսության ռիսկայնության վերաբերյալ և հանդիսանում է տնտեսությունում տոկոսադրույքների մակարդակի ձևավորման հիմքը: Երկրի ռիսկի հավելավճարի նվազումը միաժամանակ կարող է ենթադրել վարկերի տոկոսադրույքների նվազում, ինչը նվազեցնում է դրանց գրավչությունը, ինչպես նաև պետական պարտատոմսերի նկատմամբ վստահության ավելացում: Ըստ գնահատումների արդյունքների՝ 1 տոկոսային կետով երկրի ռիսկի հավելավճարի նվազումը հանգեցնում է 0.2 տոկոսով պետական պարտատոմսերում բանկի ներդրումների ավելացման:

Աղյուսակ 5

ՀՀ պեղական պարտապտոմսերում ՀՀ առևտրային բանկերի ներդրումների վրա ազդող գործոնները²²

Կախյալ փոփոխական: Log (բանկի ՊՊ պորտֆել)	
Բացադրող փոփոխականներ	Գործակից
ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճար	-0.19***
ՊՊ եկամտաբերության կորի թեքություն (10 տարի–3 ամիս)	0.06**
Տնտեսական աճի տեմպ	-0.02***
Log (բանկի տրամադրած վարկեր)	-0.12***
Log (բանկի կապիտալ)	0.85***
ՊՊ առաջնային շուկայի գործակալ (1, 0)	0.28***
C	3.00***
Դետերմինացիայի գործակից	0.50
Ընտրանք (դիտարկումների թիվ)	t=2015Q1-2020Q4, i=17 (408)

Պեղական պարտապտոմսերի եկամտաբերության կորի թեքությունը վերջիններիս գրավչությունն ապահովող գործոն է: Սա ավելի հստակ է գործում այն դեպքում, երբ բանկերը ներգրավում են կարճաժամկետ միջոցներ (օրինակ՝ ԿԲ-ի հետ ռեպո գործարքների միջոցով) և դրանք տեղաբաշխում պետական միջնաժամկետ կամ երկարաժամկետ պարտատոմսերում: Գնահատումների համաձայն՝ եկամտաբերության կորի թեքությունն արտահայտող սպրեդի 1 տոկոսային կետով աճը ավելացնում է բանկի կողմից պետական պարտատոմսերում ներդրումների ծավալը 0.06 տոկոսով:

Տնտեսական աճի տեմպը պետական պարտատոմսերում բանկի ներդրումների վրա երկու ուղով կարող է ներգործել: Նախ՝ ցածր տնտեսական աճի կամ տնտեսական անկման դեպքում տնտեսության իրական հատվածում ռիսկերը համեմատաբար բարձր են, ինչի պայմաններում բանկերի համար առավել նախընտրելի է ներդնել պետական պարտատոմսերում: Մյուս կողմից՝ ցածր տնտեսական աճի դեպքում կառավարությունը սովորաբար

²² * - նշանակալի է 90% հավանականությամբ, ** - 95% հավանականությամբ, *** - 99% հավանականությամբ:

հակապարբերաշրջանային հարկաբյուջետային քաղաքականություն է իրականացնում՝ ընդլայնելով բյուջեի պակասուրդը և ներքին աղբյուրներից դրա ֆինանսավորման չափը: Հետևաբար՝ ավելանում է նաև պարտատոմսերի առաջարկը, և աճում են նաև բանկերի ներդրումներն այդ գործիքներում:

Բանկի կողմից տրամադրված վարկերի ծավալը և բանկի կապիտալի մեծությունը հանդես են գալիս որպես կարգավորող փոփոխականներ: Բանկի կապիտալի մեծությունն արտացոլում է բանկի չափը, ինչպես նաև ներկայացնում է պարտատոմսերում բանկի ներդրումների ֆինանսավորման աղբյուրը: Ըստ գնահատումների՝ բանկի կապիտալի 1 տոկոսով աճը հանգեցնում է պետական պարտատոմսերում ներդրումների 0.9 տոկոսով ավելացման: Բանկի կողմից վարկերի տրամադրումը պարտատոմսերում ներդրումներին այլընտրանք է, և վարկերի պորտֆելի աճը բացասական ազդեցություն է ունենում պարտատոմսերում ներդրումների վրա՝ 1 տոկոսի աճի դեպքում 0.1 տոկոսի չափով:

ՊՊ առաջնային շուկայի գործակալ լինելու հանգամանքը դրական ազդեցություն է ունենում պետական պարտատոմսերում բանկի ներդրումների վրա: Մասնավորապես՝ տվյալ եռամսյակում պարտատոմսերի գործակալ լինելու հանգամանքը 0.3%-ով ավելի մեծ պարտատոմսերի պորտֆել է ապահովում:

(1) մոդելը գնահատվել է ֆիքսված էֆեկտներով՝ բացահայտելու վերը քննարկված ազդեցությունների տարբերակվածություններն ըստ բանկերի: Արդյունքում՝ մոդելի գործակիցներում որոշակի փոփոխություններ են գրանցվում, ինչպես նաև բարձրանում է մոդելի բացատրողականությունը՝ 0.5-ի դիմաց կազմելով 0.84:

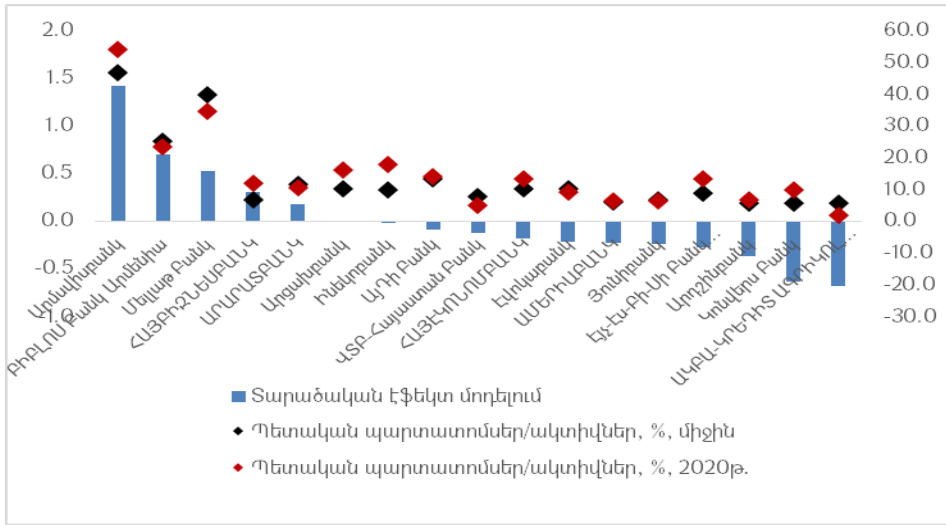
Աղյուսակ 6

ՀՀ պետական պարտապտոմսերում ՀՀ առևտրային բանկերի ներդրումների վրա ազդող գործոնները ֆիքսված էֆեկտներով մոդելով

<i>Կախյալ փոփոխական՝ Log (բանկի ներդրումները պետական պարտապտոմսերում)</i>	
Բացատրող փոփոխականներ	Գործակից
ՀՀ երկրի ռիսկի հավելավճար	-0.12***
ՊՊ եկամտաբերության կորի թեքություն (10 տարի–3 ամիս)	0.07***
Տնտեսական աճի տեմպ	-0.01***
Log (բանկի տրամադրած վարկեր)	0.14*
Log (բանկի կապիտալ)	0.98***
ՊՊ շուկայի առաջնային գործակալ (1, 0)	0.09
C	0.37
Դետերմինացիայի գործակից	0.84
Ընտրանք (դիտարկումների թիվ)	2015Q1-2020Q4, N=17 (408)

Բինար փոփոխականը, որն արտացոլում է ՊՊ շուկայի առաջնային գործակալ լինելու կամ չլինելու գործոնը, դառնում է ոչ նշանակալի, քանի որ առանձին բանկերի տարբերակվածությունը (հետերոգենություն) մոդելում իր ազդեցությունը թողնում է տարբերակված ազատ անդամների միջոցով:

Ֆիքսված էֆեկտներով մոդելի գնահատումը հնարավորություն է տալիս առանձնացնելու յուրաքանչյուր բանկի համար առանձին «տարածական էֆեկտները», որոնք արտահայտում են մոդելի միջին ազատ անդամից առանձին բանկի ազատ անդամի շեղման չափը (գծապատկեր 9):



Գծապատկեր 9. Ֆիզսակային էֆեկտներով մոդելի տարածական էֆեկտները (2015–2020 թթ.)

Բանկերի տարածական էֆեկտների ուսումնասիրությունը լույս է սփռում բանկերի ակտիվների կառավարման տարբեր ռազմավարությունների վրա: Մասնավորապես՝ ակնհայտ է, որ «Արմավիսբանկ», «Բիբլոս Բանկ Արմենիա», «Մեյլաթ բանկ», «Հայբիչենսբանկ» և «Արարատբանկ» բանկերի դեպքում պետական պարտատոմսերում ներդրումների մակարդակը նույն հիմնարար գործոնների պայմաններում ավելի բարձր է, «Արցախբանկ» բանկի դեպքում համընկնում է հիմնարար գործոններով «որոշված» մակարդակին, իսկ մյուսների դեպքում ավելի ցածր է, որտեղ ամենացածր մակարդակն ունեն «Ակբա-Կրեդիտ Ազրիկոլ», «Կոնվերս Բանկ» և «Արդշինբանկ» բանկերը: Առաջին խումբ բանկերին (որոնք միասին տիրապետում են բանկային համակարգի պարտատոմսերի պորտֆելի գրեթե կեսին) առավել բնորոշ են ներդրումային բանկային գործունեության հատկանիշներ, ինչը կարող է ենթադրել նաև ավելի մեծ զգայունություն շուկայական պայմանների փոփոխության նկատմամբ:

Եզրակացություն: 2014–2020 թվականներին, ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի ընդլայնմանը զուգընթաց, ավելի քան երեք անգամ ավելացել են այդ գործիքներում ՀՀ-ում գործող առևտրային բանկերի ներդրումները: Այս ավելացումը տեղի է ունեցել դրամավարկային քաղաքականության պայմանների մեղմացման միջավայրում, հետևաբար՝ կարևոր է բացահայտել այն գործոնները, որոնք նպաստել են դրան կամ հնարավորություն տվել բանկերին պահպանելու 80 տոկոսից բարձր դերակատարում գանձապետական պարտատոմսերի ներդրողների կառուցվածքում: Վերջիններիս բացահայտումը թույլ կտա նաև ի հայտ բերել, թե ապագայում ինչպիսի հնարավորություններ կլինեն գանձապետական պարտատոմսերի թողարկման համար, ինչպես նաև կարևոր է ֆինանսական շուկայում բանկերի վարքագծի շարժառիթների բացահայտման և կանխատեսման տեսակետից: Այդ նպատակով հողվածում դիտարկվել են ՀՀ ֆինանսական շուկայի միտումները

2015-2020 թվականներին, ինչպես նաև մշակվել են պանելային ռեգրեսիոն մոդելներ՝ կիրառելով ՀՀ բանկերի ֆինանսական հաշվետվություններից հավաքագրված տվյալներ:

Վերլուծության ընթացքում պարզվել է, որ ՀՀ պետական պարտատոմսերում ներդրումների համար որոշակի դերակատարում ունի բանկի՝ պարտատոմսերի առաջնային շուկայի գործակալ լինելու հանգամանքը: Վերջինս նաև վիճակագրորեն հավաստի գործոն է՝ բանկերի շրջանում առկա էական տարբերակվածությունը և ժամանակի մեջ եղած միտումները բացահայտելու առումով: Սակայն իրենց դերակատարումն ունեն նաև այնպիսի գործոններ, ինչպիսիք են տոկոսադրույքների միտումները, եկամտաբերության կորի թեքությունը, ՀՀ ԿԲ-ի հետ իրականացվող ռեպո գործառնությունների ծավալները, բանկերի իրացվելիության մակարդակը, փոխարժեքի և տնտեսական աճի տեմպի փոփոխությունները: Միաժամանակ, պարզ է դարձել, որ որոշակի տարբերակվածություն կա պետական պարտատոմսերում բանկերի ներդրումների ակտիվության միջև, և առանձնանում են որոշ բանկեր, որոնց գործունեության մոդելը զգալիորեն տարբերվում է մնացածից. դրանց բնորոշ են առավելապես ներդրումային բանկի հատկանիշներ:

Հետազոտության արդյունքներն ընդգծել են, որ դրամավարկային քաղաքականության պայմանների մեղմացման միջավայրում պարտատոմսերում ներդրումների ավելացման հնարավորություն հիմնականում կարող են ընձեռել երկրի ռիսկի հավելավճարի նվազումը և եկամտաբերության կորի թեքության ավելացումը, ինչպես նաև համեմատաբար ավելի ցածր տնտեսական աճը, որը նվազեցնում է մասնավոր հատվածի վարկավորման գրավչությունը և ավելացնում պետական պարտատոմսերի առաջարկը: Այս հանգամանքը հուշում է, որ դրամավարկային պայմանների կոշտացման միջավայրում կառավարությունը որոշակի դժվարությունների կարող է բախվել ներքին պետական պարտքի շուկայի ընդլայնման քաղաքականության իրականացման տեսակետից, հատկապես՝ տնտեսական աճի փոլում:

Օգտագործված գրականություն

1. ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի որոշումը «ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի 2007 թվականի փետրվարի 9-ի թիվ 39-Ն որոշման մեջ փոփոխություններ կատարելու մասին», ՀՀ ԿԲ տեղեկագիր, 2015, հունվար, <https://www.cba.am/am/SitePages/pperiodicals.aspx>
2. ՀՀ ֆինանսների նախարարի 2017 թվականի հուլիսի 13-ի «Հայաստանի Հանրապետության պետական գանձապետական պարտատոմսերի առաջնային շուկայի մասնակիցների վարքագծի գնահատման և ընտրության կարգը հաստատելու մասին» թիվ 348-Ն հրամանը:
3. Huang Kun, Yao Qiuge, Li Chong, Impacts of financial market shock on bank asset allocation from the perspective of financial characteristics of banks, International Journal of Financial Studies 7, no. 2, 2019. <https://doi.org/10.3390/ijfs7020029>
4. Kaufman G.G., Securities activities of commercial banks: Recent changes in the economic and legal environments. J Finan Serv Res 1, 1988. <https://doi.org/10.1007/BF00116387>

5. Mote Larry R., Banks and the securities markets: The controversy, *Economic Perspectives*, Vol. 3, 2nd, No. 8, March 1979.
6. Perera R., Sato K., Optimal asset allocation for a bank under risk control. *International Journal of Financial Engineering*, 5(03), 2018, 1850022
7. Rodrigues A., Government securities investments of commercial banks. *Quarterly Review-Federal Reserve Bank of New York*, 1993:
8. Saksonova S., Approaches to determining optimal asset structure for a commercial bank. *World Academy of Science, Engineering and Technology, Open Science Index 53, International Journal of Economics and Management Engineering*, 5(5), 2011.
9. Santos J.A., Commercial banks in the securities business: A Review. *Journal of Financial Services Research* 14, 1998.
<https://doi.org/10.1023/A:1008009502438>

ЭДГАР АГАБЕКЯН

Доцент кафедры финансов АГЭУ,
кандидат экономических наук

НАРЕК КАРАПЕТЯН

Аспирант кафедры финансов АГЭУ

Почему банки в Армении увеличили инвестиции в гособлигации? Факты по оценкам на уровне банков.–

Инвестиции коммерческих банков РА в казначейские облигации РА с 2014 по 2020 год утроились, составив 11 процентов активов банковской системы. В данной статье авторы попытались выявить факторы этого роста с точки зрения стимулов для банков. Сначала были проанализированы тенденции в финансовой системе РА, которые коррелируют с ростом инвестиций в государственные облигации, затем были оценены панельные регрессионные модели на основе квартальных данных на уровне банков, которые включают 2015-2020 годы. В результате анализа было выявлено, что ключевыми факторами роста инвестиций банков в государственные облигации были решения ЦБ РА по денежно-кредитной и макропруденциальной политике, снижение суверенной риск-премии, наличие периодов низкого или отрицательного экономического роста, а также наличие банков – дилеров первичного рынка. Результаты исследования показывают, что правительство может столкнуться с трудностями в финансировании бюджетного дефицита за счет казначейских облигаций во время ужесточения денежно-кредитной политики, особенно с учетом сильной неоднородности банковских стратегий на рынке государственных облигаций РА.

Ключевые слова: *монетарные условия, панельные данные, первичные дилеры, кривая доходности, внутренний долговой рынок.*

JEL: G21, G24, E52

DOI: 10.52174/1829-0280_2021_4_29

EDGAR AGHABEKYAN

*Associate professor of the Chair of Finance of ASUE,
PhD in Economics*

NAREK KARAPETYAN

PhD Student of the Chair of Finance of ASUE

Why Did Armenian Banks Increase Investments in the Government Bonds? Evidence From Bank-Level Estimates.–

The investments of the RA commercial banks in the RA treasury bonds tripled from 2014 to 2020, amounting to 11 percent of banking system assets. In this paper, the authors attempted to reveal the drivers of the growth from the viewpoint of the banks' incentives. First, the trends in the RA financial system, which correlate with the growth of government bond investments, were analyzed, then panel regression models were estimated based on bank-level quarterly data which includes 2015-2020. As a result, the authors have found out that the key drivers of growth of bank investments in government bonds were monetary and macroprudential policy decisions by the CBA, declining country risk premium, the existence of the periods with low or negative economic growth, and the existence of primary dealer banks. The results of the research emphasize that the government may face difficulties in financing the budget deficit with treasury bonds during monetary tightening – particularly given the strong heterogeneity of bank strategies in the RA government bond market.

Keywords: *monetary conditions, panel data, primary dealers, yield curve, domestic debt market.*

JEL: G21, G24, E52

DOI: 10.52174/1829-0280_2021_4_29