



ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ
ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ
ՎՃԱՐԱԿԱՆ

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ
ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ
ՎՃԱՐԱԿԱՆ

ISSN 1829-0280

ԲԱՆԲԵՐ

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՎՃԱՐԱԿԱՆԻ



ВЕСТНИК

АРМЯНСКОГО ГОСУДАРСТВЕННОГО
ЭКОНОМИЧЕСКОГО УНИВЕРСИТЕТА

MESSENGER


OF ARMENIAN STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS

2022 [1]
ԵՐԵՎԱՆ



ՆԱՐԵԿ ԿԱՐԱՊԵՏՅԱՆ

ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի ասպիրանտ

 <https://orcid.org/0000-0003-4978-6107>

**ՀՀ ՊԵՏԱԿԱՆ ՊԱՐՏԱՏՈՄՍԵՐԻ
ՇՈՒԿԱՅԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ
ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ. ԱԽՏՈՐՈՇՈՒՄ ԵՎ
ՀԻՄՆԱԿԱՆ ՈՒՂԵՆԻՇՆԵՐ**

ՀՀ Կառավարությունը նպատակադրում է ավելացնել պետական պարտքի կառուցվածքում ներքին պարտքի մասնաբաժինը, ինչը ենթադրում է պարտավորումների շուկայի խորրոթյան հեղափոխություն: Դրա հնարավորությունները, ինչպես նաև այս ուղղությամբ պետական պարտքի կառավարման քաղաքականության արդյունավետության բարձրացման ուղիները բացահայտելու համար սույն հոդվածում ակտիվորոշվել է ՀՀ պետական պարտավորումների շուկայի զարգացումը՝ հիմք ընդունելով ԱՄՀ մշակած շեմային ցուցանիշները և փնտեսաչափական եղանակով գնահատելով առաջնային և երկրորդային շուկայի վրա ազդող գործոնները, քննարկելով նաև ոչ ռեզիդենտ ներդրողների ներգրավման հնարավորությունները: Արդյունքում՝ բացահայտվել է, որ ՀՀ-ում պետական պարտավորումների առաջնային շուկան զարգացման բարձր մակարդակի է հասել, մինչդեռ երկրորդային շուկան ավելի թույլ մակարդակում է գնահատվում, ինչի պատճառ կարող են լինել ոչ բանկ ներդրողների զարգացման ցածր աստիճանը և ոչ ռեզիդենտ ներդրողների խիստ փոքր մասնակցությունը: Հեղափոխության արդյունքներով առաջարկվել է ուշադրություն դարձնել ոչ ռեզիդենտ ներդրողների ներգրավմանն ուղղված միջոցառումներին, ինչը թույլ կտա մեծացնել երկրորդային շուկայի իրացվելիությունը և ապահովել զարգացման դրական շղթա:

Հիմնաբառեր. ներքին պետական պարտք, առաջնային շուկա, փնտեսաչափական մոդել, երկրորդային շուկա, ներդրողների համախումբ, շուկայական եկամտաբերություններ

Ներածություն: Վերջին մեկուկես տասնամյակում ՀՀ տնտեսության ստացած ցնցումների պայմաններում Կառավարության պարտքը և վերջինիս բեռը շարունակաբար ավելացել են, մինչդեռ պարտքի շուրջ երեք քառորդը կենտրոնացած է մնում արտաքին (և արտարժութային) գործիքների վրա: Նման իրավիճակը խոցելիության կրկնակի աղբյուր է ստեղծում, քանի որ պարտքի կառուցվածքում արտարժութային գործիքների մեծ կշիռը տնտեսագիտական գրականությունում համարվում է ֆինանսական ճգնաժամի հավանական աղբյուր: Միաժամանակ, տնտեսագետները զարգացող երկրների պետական պարտատոմսերի շուկաների զարգացումը սովորաբար բարդ և համալիր բարեփոխումների ճանապարհով են տեսնում՝ համարելով, որ վերջիններս հաճախ ի բնե «դատապարտված են» պարտք ներգրավելու արտարժույթով:

Թերևս այդ դժվարությունները աստիճանաբար հաղթահարելով՝ ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի խորությունը վերջին տասնամյակում շուրջ եռակի ավելացել է՝ հասնելով ՀՆԱ 16%-ի: Սակայն դա դեռ բազմապատիկ պետք է ավելանա՝ ապահովելու պարտքի կայունությունը ամրապնդող՝ փոխարժեքի տատանումների նկատմամբ ցածր խոցելի պարտքի պորտֆել, ինչը և թիրախավորվում է պարտքի կառավարման ռազմավարություններով¹:

Սույն հոդվածի նպատակն է դիտարկել ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային և երկրորդային շուկաների զարգացման մակարդակի և դրանց վրա ազդող գործոնների գնահատումը՝ ուրվագծելով հետագա զարգացման համար կարևոր ուղենիշները: Հետազոտության նպատակի իրականացումը կարող է օժանդակել պետական պարտատոմսերի շուկայի հետագա խորացման հնարավորությունների բացահայտմանը, ինչպես նաև պարտքի կառավարման արդյունավետ քաղաքականության մշակմանն ու իրականացմանը:

Գրականության ակնարկ: Պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացումը և ներքին պետական պարտքի կշռի ավելացումը Այչենգրինը և Հաուսմանը համարում են ֆինանսական ճգնաժամերից խուսափելու կարևոր գործոն, քանի որ արտարժութային փոխառությունները երկրի հաշվեկշռում ստեղծում են արժութային անհամապատասխանության իրավիճակ²: Արժույթի միջազգային հիմնադրամի և համաշխարհային բանկի կողմից պարտքային շուկաների զարգացմանը վերագրվում են հետևյալ հնարավոր օգուտները. ա) կապիտալի անկայուն հոսքերի նկատմամբ երկրի դիմակայունության աստիճանի բարձրացում, բ) արտաքին փոխառություններից կախվածության և արժութային անհամապատասխանության հետ կապված ռիսկերի նվազեցում, գ) ընթացիկ հաշվի անհաշվեկշռվածությունների նվազում, դ) նախազգուշական մեծ պահուստների ձևավորման անհրաժեշտության նվազում, ե) ավելի սահուն և օպերատիվ կերպով փոխառությունների ներգրավման միջոցով

¹ Տե՛ս **Կարապետյան Ն.**, Ինչպես հաղթահարել «սկզբնական մեղքի» հիմնախնդիրը. ներքին պետական պարտքի միտումները Հայաստանում. ՀՊՏՀ 28-րդ գիտաժողովի նյութեր, բաժանմունք 1, 2021, էջ 92-107:

² Տե՛ս **Eichengreen B., Hausmann R.**, Exchange rates and financial fragility (No. w7418). National bureau of economic research, 1999, էջ 11-15:

մակրոտնտեսական ցնցումներին արձագանքելու արդյունավետության բարձրացում³: Ըստ Մեծ քսանյակի երկրների ֆինանսների նախարարների համատեղ ընդունած հայտարարության՝ ազգային արժույթով արտահայտված պարտատոմսերի շուկաները տեղական և միջազգային ֆինանսական շուկաների անկայունության պայմաններում կարող են «պահուստային անվադողի» դեր կատարել՝ ապահովելով կառավարություններին անհրաժեշտ ֆինանսավորմամբ: Դրանով կնպաստեն կառավարության հակապարբերաշրջանային հարկաբյուջետային քաղաքականության իրականացմանը, փոխարժեքի՝ որպես տնտեսության կայունարարի օգտագործման հնարավորության ընդլայնմանը, միջազգային շուկաների միջոցով տնտեսական «վարակի» փոխանցման կանխարգելմանը և այլն⁴:

Այլեւգրինը, Հաուսմանը և Պանիզան բացահայտում են, որ պետական պարտքի կառուցվածքում արտարժույթային գործիքների մեծ մասնաբաժին ունեցող երկրների համար բնութագրական է մակրոտնտեսական անկայունությունը, ֆինանսական հոսքերի տատանողականությունը և ցածր ինքնավար վարկանիշը⁵: Տարբեր հեղինակներ պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացման և պարտքի կառուցվածքի բարելավման բանալին տեսնում են ամուր ինստիտուտների և օրենսդրական ավանդույթի⁶, տնտեսության բացության⁷, ինչպես նաև ճգնաժամային իրավիճակներում պետության փոխառությունների կարիքի⁸ մեջ: Այլեւգրինը, Հաուսմանը և Պանիզան մեկ այլ հոդվածում այն թեզն են առաջ տանում, որ առանձին երկրների ձեռնարկած բարեփոխումները բավարար չեն՝ հաղթահարելու հիմնախնդիրը, ուստի միջազգային մակարդակով նախաձեռնություն է անհրաժեշտ⁹:

Պարկը, քննարկելով ասիական զարգացող երկրներում պարտատոմսերի շուկաների զարգացումը, նշում է, որ 1997–1998 թվականների ֆինանսական ճգնաժամից հետո ասիական երկրները ազգային քաղաքականությունների և տարածաշրջանային նախաձեռնությունների միջոցով էական հաջողությունների են հասել շուկաների զարգացման հարցում: Այսպես՝ զարգացող ասիական երկրների՝ ազգային արժույթով պետական պարտատոմսեր/ՀՆԱ ցուցանիշը 1996 թվականի 8.9 տոկոս մակարդակից 2016 թվականին հասել է 42.2 տոկոսի, իսկ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկան՝ 1.8 տոկոսից 22.1 տոկոսի: Փորձառական գնահատումները ցույց են տվել, որ

³ Տե՛ս International Monetary Fund and World Bank, Staff Note for The G20 IFAWG Development of Local Currency Bond Markets Overview of Recent Developments and Key Themes SEOUL, KOREA, JUNE 20, 2016, էջ 5:

⁴ Տե՛ս G20 Action Plan to Support the Development of Local Currency Bond Markets as endorsed by G20 Finance Ministers and Central Bank Governors. October 15, 2011, էջ 1–15:

⁵ Տե՛ս **Eichengreen B., Hausmann R., Panizza U.**, The pain of original sin. Other people's money: Debt denomination and financial instability in emerging market economies, 2003, էջ 25–26:

⁶ Տե՛ս **Burger J. D., Warnock F. E.**, Local currency bond markets. IMF Staff papers, 53(1), 2006, էջ 144:

⁷ Տե՛ս **Forslund K., Lima L., Panizza U.**, The determinants of the composition of public debt in developing and emerging market countries. Review of Development Finance, 1(3–4), 2011, էջ 222:

⁸ Տե՛ս **Bordo M. D., Meissner C., Redish A.**, How "Original Sin" was Overcome: The Evolution of External Debt Denominated in Domestic Currencies in the United States and the British Dominions (No. w9841). National Bureau of Economic Research, 2003, էջ 5:

⁹ Տե՛ս **Eichengreen B. J., Hausmann R., Panizza U.**, Original sin: the pain, the mystery, and the road to redemption, 2002, էջ 2–4:

աճին նպաստող գործոններ են եղել մակրոտնտեսական կայունությունը, ինստիտուտների բարելավումը, պարտքային ֆինանսավորման պահանջի բարձրացումը և վարկանիշների բարելավումը¹⁰:

Հատկապես զարգացող երկրների պարտքային շուկայի զարգացման համար կարևոր դեր կարող է ունենալ օտարերկրյա ներդրողների ներգրավումը: Բյուրգերը և Վարնոքը վերլուծում են ԱՄՆ-ի ներդրողների մասնակցությունը զարգացող երկրների ազգային արժույթներով պարտատոմսերի շուկային և բացահայտում, որ վերջիններս խուսափում են եկամտաբերությունների բարձր տատանողականություն և բացասական ասիմետրիա ունեցող շուկաներից, ինչը պայմանավորված է տնտեսական անկայունությամբ¹¹:

Ըստ Ջոնասոնի և Պապայոննաուի՝ պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացումը հնարավոր է միայն փոլ առ փոլ: Այսպես՝ նախ պետք է սաղմնավորվեն պարտատոմսերի առաջնային և երկրորդային շուկաները, ապա ապահովվի առաջնային շուկայի բնականոն գործունեությունը և դրանից հետո միայն հնարավոր կլինի ապահովել երկրորդային շուկայի գործունակության անհրաժեշտ տարրերն ու անցնել շուկաների «հասունության», երբ արդեն վերջիններս գործում են զարգացած երկրներին բնորոշ մակարդակով¹²:

Հետազոտության մեթոդաբանություն: Արժույթի միջազգային հիմնադրամը, Համաշխարհային բանկը և Տնտեսական համագործակցության և զարգացման կազմակերպությունը, Մեծ քսանյակի երկրների ֆինանսների նախարարների նախաձեռնության շրջանակներում, 2013 թվականին մշակել և հրապարակել են մեթոդական ուղեցույց, որը թույլ է տալիս գնահատել ներքին պարտքային շուկաների զարգացման աստիճանը կոնկրետ երկրում կամ տարածաշրջանում՝ թույլ տալով մշակել շուկայի զարգացման ռազմավարություն, որն առավել արդյունավետ կերպով կսահմանի բարեփոխումների առաջնահերթությունները¹³: ԱՄՀ-ի կողմից մեթոդաբանությունն արդիականացվել է 2021 թվականին՝ ներառելով քանակական որոշակի չափորոշիչներ, որոնք թույլ են տալիս ավտորոշել պետական պարտատոմսերի առաջնային և երկրորդային շուկաների, ինչպես նաև ներդրողների համախմբի զարգացման մակարդակն ըստ չորս փուլերի.

- զարգացման գլոբալական մակարդակ («սաղմնավորում»),
- առաջնային և երկրորդային շուկաների գործողության որոշակի մակարդակի առկայություն, սակայն լուրջ խնդիրներով («ձևավորում»),
- շուկաների գործող լինելու հիմնական տարրերն ապահովված են («զարգացում»),
- շուկաները համադրելի են զարգացած երկրի պարտատոմսերի շուկայի հետ («հասունություն»)՝¹⁴:

¹⁰ Տե՛ս **Cyn-Young Park**, Developing Local Currency Bond Markets in Asia, Emerging Markets Finance and Trade, 53:12, 2826-2844, DOI: 10.1080/1540496X.2017.1321539, 2017, էջ 2827-2840:

¹¹ Տե՛ս **Burger J. D., Warnock F. E.**, Foreign participation in local currency bond markets. Review of Financial Economics, 16(3), 2007, էջ 303:

¹² Տե՛ս **Jonasson T., Papaioannou M. M. G.**, A primer on managing sovereign debt-portfolio risks. International Monetary Fund, 2018, էջ 101-111:

¹³ Տե՛ս IMF, World Bank, EBRD, and OECD, Local currency bond markets: A diagnostic framework. Washington, DC: IMF, 2013, էջ 1–39:

¹⁴ Տե՛ս IMF, Guidance Note for Developing Government Local Currency Bond Markets, 2021, էջ 19–20:

«Այս պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացումն ախտորոշելու համար մենք կիրառում ենք ԱՄՀ-ի կողմից մշակված այս մեթոդաբանությունը՝ քանակական շեմերի օգնությամբ գնահատելով առաջնային և երկրորդային շուկան, ինչպես նաև ներդրողների համախումբը: Մասնավորապես՝ գնահատվում է դրանց զարգացման մակարդակն ըստ փուլերի՝ բացահայտելով առավել թույլ կետերը, որոնք պետք է լինեն շուկայի զարգացման քաղաքականության առանցքում:

Միաժամանակ, գնահատվում են առաջնային շուկայում հարաբերական պահանջարկի և երկրորդային շուկայում շրջանառության ծավալների վրա ազդող գործոնները, այնուհետև, որպես զարգացման կարևոր ուղենիշ, քննարկվում են հատկապես ոչ ռեզիդենտների հաշվին ներդրողների համախմբի ընդլայնման խոչընդոտները և հնարավորությունները:

Ախտորոշման և փորձառական գնահատումների համար ներքին պետական պարտքի և պարտատոմսերի առաջնային շուկայի վերաբերյալ տվյալների աղբյուրը «Ֆինանսների նախարարությունն է»¹⁵, երկրորդային շուկայի տվյալների մասով՝ «Կենտրոնական բանկը»¹⁶ և Հայաստանի ֆոնդային բորսան¹⁷, ներդրողների համախմբի և մոդելներում կիրառված ժամանակային շարքերի առումով՝ «ԿԲ տվյալները»¹⁸, «Ֆինանսների նախարարության և ՀՀ առևտրային բանկերի ֆինանսական հաշվետվություններից հեղինակի հավաքագրած տվյալները»¹⁹:

Վերլուծություն: ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկան սկսել է գործել 1995 թ-ից: Մինչև 2000 թ. թողարկվել են միայն կարճաժամկետ պարտատոմսեր, իսկ 2000 թվականից՝ նաև միջնաժամկետ մասնակի մարումներով արժեկտրոնային պարտատոմսեր²⁰: 2004 թվականից սկսել են թողարկվել միջնաժամկետ արժեկտրոնային և երկարաժամկետ արժեկտրոնային պարտատոմսեր²¹: 2017 թ.՝ առաջին անգամ, տեղաբաշխվել են նաև 30 տարի մարման ժամկետով պետական գանձապետական երկարաժամկետ արժեկտրոնային պարտատոմսեր²²: Այս ընթացքում շուկայի ծավալները

¹⁵ Պետական պարտքի կառուցվածքի առումով տե՛ս «Ամսական վիճակագրական տեղեկագրեր» (https://minfin.am/hy/page/amsakan_vichakagrakan_teghekagrer/), պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկայի վերաբերյալ՝ «Տեղաբաշխումների և հետգնումների աճուրդների ամփոփ տվյալներ»

(https://minfin.am/hy/page/teghabashkhumneri_ev_hetgnumneri_achurdneri_ampop_tvyalner/):

¹⁶ Տե՛ս ՀՀ ԿԲ տեղեկագրեր, 2010 թ. դեկտեմբեր–2021 թ. հոկտեմբեր

(<https://www.cba.am/am/SitePages/ppperiodicals.aspx>):

¹⁷ Տե՛ս Առևտրի տվյալներ (<https://old.amx.am/am/9/trading/12/market-data>):

¹⁸ Տե՛ս Ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն (<https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>) և Արտաքին հատվածի վիճակագրություն (<https://www.cba.am/am/SitePages/statexternalsector.aspx>):

¹⁹ Տե՛ս **Աղաբեկյան Է., Կարապետյան Ն.**, Ինչո՞ւ են հայաստանյան բանկերը ավելացրել պետական պարտատոմսերում ներդրումները. փաստեր բանկերի մակարդակով գնահատումներից, «Բանբեր ՀՊՏՀ», N4, 2021, էջ 29–48:

²⁰ Տե՛ս ՀՀ պետական պարտքը, Հաշվետվություն, 2000, ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, https://minfin.am/website/images/files/2000_hashvetvutyun_tarekan.pdf

²¹ Տե՛ս ՀՀ պետական պարտքը, Հաշվետվություն, 2004, ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, https://minfin.am/website/images/files/2004_hashvetvutyun_tarekan.pdf

²² ՀՀ Կառավարության պարտքի կառավարման 2018–2020 թթ. ռազմավարական ծրագիր, ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, <https://minfin.am/website/images/files/9de827fb.doc>

աստիճանաբար ավելացել են, տոկոսադրույքները՝ նվազման ընդհանուր միտում ցուցաբերել, իսկ գործիքների միջին ժամկետայնությունը երկարել է:

Արդյունքում՝ ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկան զարգացման շոշափելի մակարդակի է հասել, ինչը ցույց է տալիս նաև հողվածում կիրառվող մեթոդական շրջանակով կատարված ախտորոշումը: Այսպես՝ չնայած Կառավարության պարտքում ազգային արժույթով պարտատոմսերի կշռի ցուցանիշով ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկան գնահատվում է երկրորդ («ձևավորման») փուլում, պարտատոմսերի ժամկետայնության ցուցանիշներով զարգացման գնահատականը չորրորդ («հասունության») փուլի մակարդակում է (աղյուսակ 1): Միջինացման եղանակով գնահատումների ամփոփմամբ՝ ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկան գնահատվում է զարգացման չորրորդ՝ «հասունության» փուլի մակարդակում:

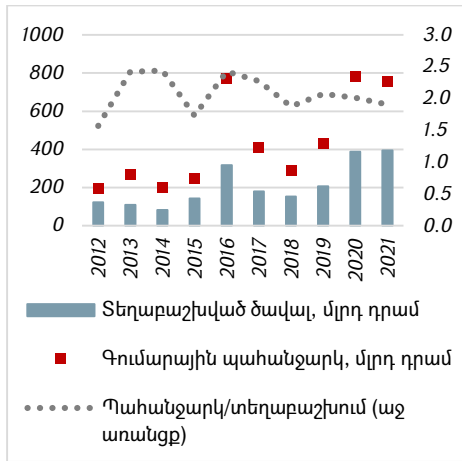
Աղյուսակ 1

Առաջնային շուկայի գնահատման արդյունքներն ըստ ազգային արժույթով արտահայտված պարտավորումների ցուցանիշների

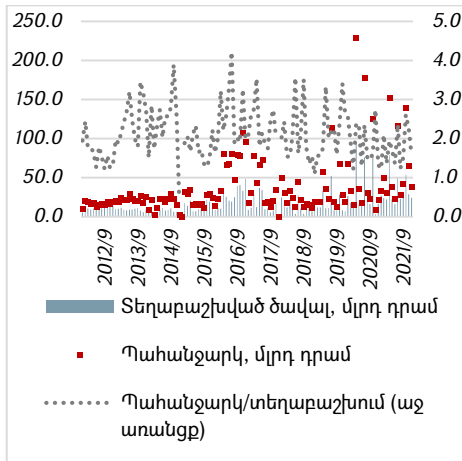
	Չափանիշ				ՀՀ ցուցանիշ, 2021 թ. դեկտեմբեր	Փուլի գնահատականը
	Փուլ 1	Փուլ 2	Փուլ 3	Փուլ 4		
Կշիռը Կառավարության պարտքում	<25%	25-50%	50-75%	>75%	28.8%	2
Մինչև մարումը մնացած միջին կշռված ժամկետը, տարի	<1 տ.	1-3 տ.	3-5 տ.	>5 տ.	10.3	4
Առաջիկա 365 օրվա ընթացքում մարման ենթակա պարտքի տեսակարար կշիռը, %	>50%	25-50%	15-25%	<15%	10.5	4
Մինչև տոկոսադրույքի վերաֆիքսումը մնացած միջին կշռված ժամկետը, տարի	<1 տ.	1-3 տ.	3-5տ.	>5տ.	10.3	4
Առաջիկա 365 օրվա ընթացքում վերաֆիքսվող պարտքի տեսակարար կշիռը, %	>70%	40-70%	20-40%	<20	10.5	4

Պարտատոմսերի տեղաբաշխումների պատկերը համահունչ է առաջնային շուկայի զարգացման մակարդակի գնահատականին: 2012–2021 թվականներին ՀՀ պետական պարտատոմսերի տեղաբաշխումների ժամանակ դրանց նկատմամբ ձևավորված պահանջարկը, միջին հաշվով, շուրջ 2.1 անգամ գերազանցել է տեղաբաշխման ցուցանիշը: Ընդ որում, հարաբերական պահանջարկն արտահայտող այս ցուցանիշը բարձր է եղել՝ անկախ տեղաբաշխումների ծավալից: Այսպես՝ 2012–2015 թվականներին, երբ տեղաբաշխումների միջին տարեկան ծավալը կազմել է 115 մլրդ դրամ, պահանջարկ/տեղաբաշխում գործակիցը, միջին հաշվով, կազմել է 2, իսկ 2016–2021 թվականներին, տեղաբաշխման 273.5 մլրդ դրամ միջին ծավալի պայմաններում, պահանջարկ/տեղաբաշխում գործակիցը միջինում կազմել է 2.1: Ընդ որում, ցուցանիշը, միջին հաշվով, նույն մակարդակում է՝ էլ ավելի մեծ (միջի-

նում՝ 367 մլրդ դրամ) ծավալներով աչքի ընկած 2016, 2020 և 2021 թվականներին (գծապատկեր 1 և 2):

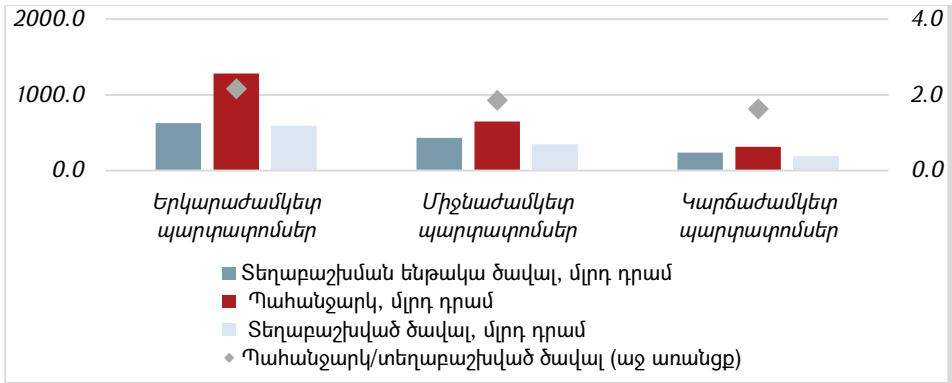


Գծապատկեր 1. ՀՀ պետական գանձապետական պարտավորումների տեղաբաշխումները, 2012–2021, տարեկան գումարային ծավալներ

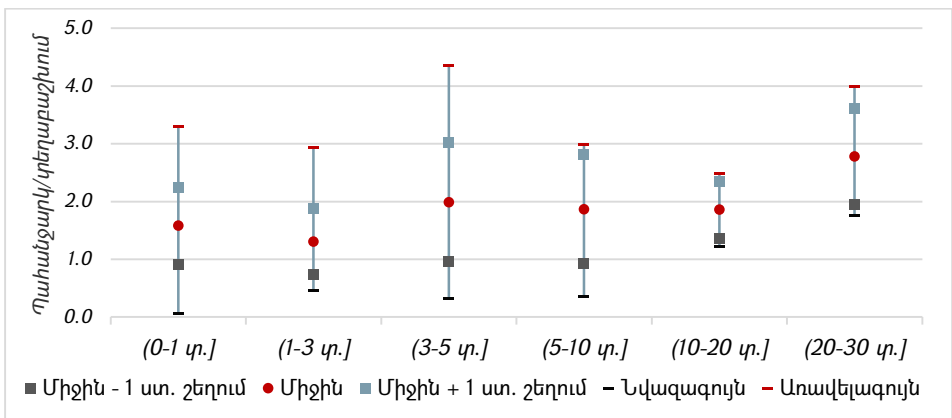


Գծապատկեր 2. ՀՀ պետական գանձապետական պարտավորումների տեղաբաշխումները, 2012–2021, ամսական գումարային ծավալներ

Ըստ ժամկետայնությունների տեղաբաշխումների նկատմամբ պահանջարկի պատկերի դիտարկումը ցույց է տալիս, որ վերջին տարիներին (2018–2021 թթ.) պահանջարկը համեմատաբար բարձր է եղել երկարաժամկետ պարտատոմսերի համար, որոնց բաժին է ընկել տեղաբաշխումների ամենամեծ ծավալը: Հարաբերական պահանջարկը համապատասխանաբար ավելի ցածր է եղել միջնաժամկետ և կարճաժամկետ պարտատոմսերի համար (գծապատկեր 3): Հարաբերական պահանջարկի ցուցանիշների բաշխումն ըստ պարտատոմսերի առանձին ժամկետայնությունների ցույց է տալիս, որ դա ամենաբարձրն է 20-ից 30 տարի ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի համար, որոնց դեպքում տատանման առավել հավանական (68% հավանականությամբ) միջակայքը 2-ից մինչև 3.6 կետերում է: 3–5 տարի ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի միջին պահանջարկը 2.0-ի շուրջ է, սակայն միջակայքն ամենալայնն է, մասնավորապես՝ հավանական միջակայքը 1.0-ից մինչև 3.0-ի սահմաններում է, իսկ առավելագույն և նվազագույն ցուցանիշներով միջակայքը շատ ավելի լայն է՝ 0.3-ից մինչև 4.4 կետերի միջև է: Տատանման ամենանեղ միջակայք ունեցել են 10–20 տարի ժամկետայնությամբ պարտատոմսերը, որոնց հավանական միջակայքը 1.4–2.4 կետերի սահմաններում է (գծապատկեր 4): Հարաբերական պահանջարկի նման բաշխվածությունը ցույց է տալիս, որ պարտատոմսերի ժամկետայնությունների երկարացման հետ աճող ժամկետայնության պարզևավճարը բավարար գրավչություն է ստեղծում այս գործիքների համար և ապահովում դրանց նկատմամբ բարձր պահանջարկը:



Գծապատկեր 3. 2018–2021 թթ. գանձապետական պարտադրումների տեղաբաշխումների ընդհանուր արդյունքները



Գծապատկեր 4. ՀՀ պետական գանձապետական պարտադրումների աճուրդների ժամանակ ձևավորված պահանջարկ/տեղաբաշխում գործակիցները 2018–2021 թվականներին

Ռեգրեսիոն մոդելի օգնությամբ գնահատելով պետական պարտատոմսերի հարաբերական պահանջարկի միտումների վրա ազդող գործոնները՝ պարզվել է, որ վիճակագրորեն նշանակալի գործոններ են բանկային համակարգի վարկեր/ավանդներ, բանկային համակարգի հաշվեկշռային կապիտալ/ակտիվներ ցուցանիշները և ԱՄՆ դոլար/ՀՀ դրամ փոխարժեքի տատանողականությունը²³: Առաջինը նշանակալիորեն բացասաբար է անդրադառնում առաջնային շուկայի տեղաբաշխումների պահանջարկի վրա, և դրա 1 տոկոսային կետով աճը, որը կարելի է մեկնաբանել որպես բանկային համակարգի իրացվելիության դիրքի վատթարացում, 1.5 տոկոսային կետով նվազեցնում է տոկոսային արտահայտությամբ հարաբերական պահանջարկը:

²³ Գանձապետական պարտատոմսերի տեղաբաշխումների վրա հնարավոր ազդեցություն ունեցող այնպիսի գործոններ, ինչպիսիք են միջբանկային վարկերի տոկոսադրույքների տատանողականությունը, բանկերի ակտիվների մեծության աճը, բանկային համակարգի ավանդների աճի տեմպը, բանկերի պահուստները կենտրոնական բանկում, ԿԲ-ի հետ կնքած ռեպո գործարքների ծավալը վիճակագրորեն ոչ նշանակալի են եղել: Այնուամենայնիվ, այս գործոնները հիմնականում փոխկապված են մոդելում ներառված գործոնների հետ, և դրանց ազդեցությունները հիմնականում արտահայտված են:

Բանկային համակարգի հաշվեկշռային կապիտալ/ակտիվներ ցուցանիշի 1 տոկոսային կետով աճը բարձրացնում է հարաբերական պահանջարկի ցուցանիշը 15.2 տոկոսային կետով, իսկ փոխարժեքի տատանողականության (նախորդող երեք ամիսների ստանդարտ շեղում) 1 միավոր աճը՝ նվազեցնում 3.7 տոկոսային կետով: Այնուամենայնիվ, մոդելի դետերմինացիայի գործակիցը կազմում է 0.2, ինչը նշանակում է, որ հարաբերական պահանջարկի տատանումների մեծ մասը չբացատրված է մնում, մինչդեռ՝ բացատրվում է դրանց ընդհանուր միտումը (աղյուսակ 2):

Աղյուսակ 2

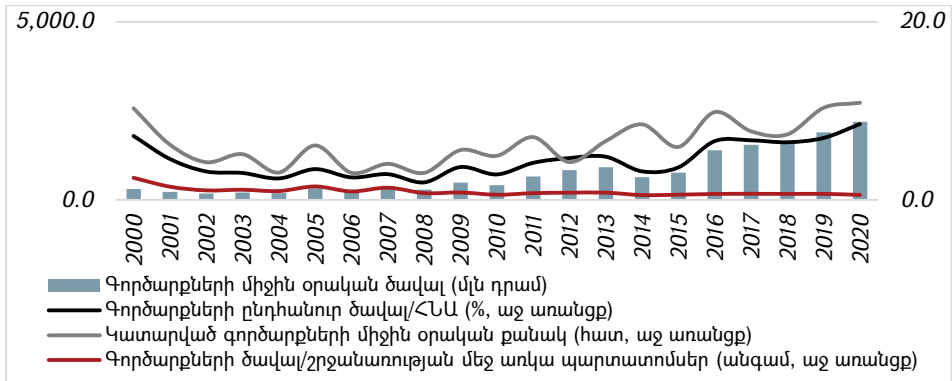
Պանծապետական պարտատոմսերի տեղաբաշխումների հարաբերական պահանջարկի վրա ազդող գործոնների գնահատումը

	Հարաբերական պահանջարկ, %
Բանկային համակարգի վարկեր/ավանդներ	-1.5**
Բանկային համակարգի հաշվեկշռային կապիտալ/ակտիվներ	15.2**
ԱՄՆ դոլար/ՀՀ դրամ փոխարժեքի տատանողականություն	-3.7**
Ազատ անդամ	161.4
Դետերմինացիայի գործակից	0.20
Ընտրանք (դիտարկումների թիվ)	2012 թ. հունվար – 2021 թ. օգոստոս (116 ամիս)

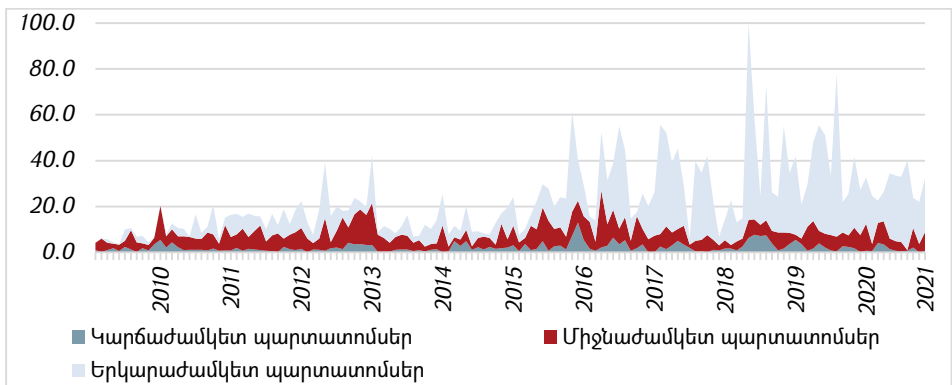
Առաջնային շուկայի բնականոն գործունեության համար կարևոր է խոր և իրացվելի երկրորդային շուկայի առկայությունը: Վերջին երկու տասնամյակում ՀՀ պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայի շրջանառությունն աճի ընդհանուր միտում է ունեցել, սակայն հարաբերական ցուցանիշների առումով պատկերը որոշակիորեն այլ է: Այսպես՝ ՀՆԱ համեմատությամբ երկրորդային շուկայի շրջանառության ցուցանիշը համեմատաբար բարձր է եղել 2000-ականների սկզբին, որից հետո աստիճանաբար նվազել է մինչև 2008 թվականը, այնուհետև վերականգնվել է և 2020 թ. հասել ՀՆԱ շուրջ 8 տոկոսի մակարդակին: Նմանօրինակ վարքագիծ է ունեցել նաև միջին օրական գործարքների թվի ցուցանիշը, իսկ երկրորդային շուկայի շրջանառության ծավալը, շրջանառության մեջ առկա պարտատոմսերի ծավալի համեմատությամբ, 1-ը գերազանցող մակարդակից շարունակաբար նվազել է մինչև 2010 թվականը, որից հետո կայունացել 0.5–0.8 միջակայքում, ինչը նշանակում է, որ երկրորդային շուկայի շրջանառության ծավալը տարեկան կտրվածքով մինչև կրկնակի չափով փոքր է եղել շրջանառության մեջ առկա պարտատոմսերի ծավալից:

Եթե դիտարկվող ժամանակահատվածի սկզբում (2010–2011 թթ.) երկրորդային շուկայի շրջանառության ծավալներում գերակշռել են միջնաժամկետ պարտատոմսերը, ապա հաջորդող տարիներին արդեն՝ երկարաժամկետ պարտատոմսերը, որոնց կշիռը շարունակաբար աճել է՝ մոտենալով ամբողջ շրջանառության ծավալների 80%-ին: Ընդ որում, գծապատկեր 6-ից տեսանելի է, որ ամսական կտրվածքով շուկայի շրջանառության ծավալները խիստ տատանողական են: Այսպես՝ շրջանառության ծավալի վարիացիայի գործակիցը կազմել է 70.6%, ընդ որում, կարճաժամկետ պարտատոմսերի դեպքում՝ շուրջ 92%, իսկ երկարաժամկետ պարտատոմսերի դեպքում՝ շուրջ 102%, մինչդեռ միջնաժամկետ պարտատոմսերի առևտրի ծավալները ժամա-

Նակի մեջ համեմատաբար ավելի կայուն են եղել, և վարիացիայի գործակիցը կազմել է 58%:



Գծապատկեր 5. ՀՀ պետական պարտավորումների երկրորդային շուկայի միտումները (ըստ տարիների, 2000–2020)



Գծապատկեր 6. ՀՀ պետական պարտավորումների ամսական շրջանառության ծավալներն ըստ պարտավորումների մինչև մարում մնացած ժամկետայնությունների, մլրդ դրամ (ըստ ամիսների, 2010/1 – 2021/10)

Երկրորդային շուկայի զարգացման մակարդակի ախտորոշումը հիմնվում է շուկայի իրացվելիությունն ու խորությունն արտահայտող ցուցանիշների վրա: Երկրորդային շուկան համարվում է իրացվելի, եթե ի վիճակի է ապահովելու բավարար չափով մեծ ծավալի պարտատոմսերի առևտուր, համարվում է խոր, երբ գործարքները տեղի են ունենում ցածր ծախսերով և փոքր սպրեդներով²⁴: ՀՀ պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայի ցուցանիշների համադրությունը իրացվելիությունը բնութագրող շրջանառության գործակցի և խորությունը բնութագրող առաջարկ-պահանջարկ սպրեդների շեմային ցուցանիշների հետ ցույց է տալիս, որ երկու ցուցանիշների գծով էլ ՀՀ պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկան գտնվում է զարգացման երկրորդ՝ «ձևավորման» փուլի մակարդակում (աղյուսակ 3):

²⁴ Տե՛ս IMF. Guidance Note for Developing Government Local Currency Bond Markets, 2021, էջ 40:

Աղյուսակ 3

ՀՀ պերական պարտավորումների երկրորդային շուկայի ախտորոշումը

	Չափանիշ				ՀՀ պարտավորումների շուկա	Փոլի գնահատականը
	Փոլ 1	Փոլ 2	Փոլ 3	Փոլ 4		
Երկրորդային շուկայի օրական շրջանառության գործակիցը	-	<0.5%	0.5-1%	>1%	0.2% (2018-2020 միջին)	2
10 տարի ժամկետայնությամբ պարտավորումսի միջին առաջարկ-պահանջարկ սպրեդ	առկա չէ կամ ավելին է 100 բազիսային կետից	100–20 բազիսային կետ	20–5 բազիսային կետ	5 բազիսային կետից փոքր	28.8 բազիսային կետ ²⁵ (2021)	2

Միաժամանակ, կարևոր է հասկանալ, թե որ գործոններն են պայմանավորում երկրորդային շուկայի շրջանառության ծավալների փոփոխությունները: Այս նպատակով կատարված տնտեսաչափական գնահատականների արդյունքում բացահայտվել է, որ վիճակագրորեն նշանակալի այդպիսի գործոններ են շրջանառության մեջ առկա պարտատոմսերի ծավալը, տվյալ ամսվա ընթացքում տեղի ունեցած գանձապետական պարտատոմսերի տեղաբաշխումների ծավալը և բանկային համակարգի հաշվեկշռային կապիտալ/ակտիվներ հարաբերակցությունը: Շրջանառության մեջ առկա պարտատոմսերի ծավալի 1 տոկոս աճը հանգեցնում է երկրորդային շուկայի շրջանառության ծավալների 0.7 տոկոսով աճի, տեղաբաշխումների ծավալի նույնչափ աճը՝ 0.3 տոկոսով աճի, իսկ բանկային համակարգի հաշվեկշռային կապիտալ/ակտիվներ հարաբերակցության 1 տոկոսային կետով աճը՝ 0.2 տոկոս աճի:

Աղյուսակ 4

Երկրորդային շուկայի շրջանառության ծավալների վրա ազդող գործոններն ըստ ռեգրեսիոն մոդելների գնահատման արդյունքների

	log (երկրորդային շուկայի շրջանառություն)	log (կարճաժամկետ պարտավորումներ)	log (միջնաժամկետ պարտավորումներ)	log (երկարաժամկետ պարտավորումներ)
log (շրջանառության մեջ առկա պարտավորումներ)	0.7***	0.0	0.0	1.1***
log (տեղաբաշխումների ծավալ)	0.3***	0.5**	0.3**	0.4***
Բանկային համակարգի կապիտալ/ակտիվներ	0.2***	0.1	0.2**	0.2**
Ազատ անդամ	-4.4***	-2.7	-2.2	-8.2***
Դերերմինացիայի գործակից	0.43	0.06	0.14	0.44
Ընտրանք (դիտարկումների թիվ)	2012 թ. դեկտեմբեր – 2021 թ. օգոստոս (103 ամիս)			

²⁵ Հաշվարկված է որպես 2021 թ. հունվարին 10 տարի ժամկետայնությամբ թողարկված պարտատոմսով (AMGB1129A316) 2021 թ. ընթացքում կատարված գործարքների առաջարկի և պահանջարկի եկամտաբերությունների սպրեդների միջին:

Սակայն մոդելի գնահատման արդյունքներն այլ են, երբ որպես բացատրվող գործոններ ընդունվում են կարճաժամկետ կամ միջնաժամկետ պարտատոմսերի շրջանառության ծավալները: Կարճաժամկետ պարտատոմսերի շրջանառության ծավալների վրա նշանակալիորեն ազդող միակ գործոնը տեղաբաշխման ծավալներն են, իսկ միջնաժամկետ պարտատոմսերի դեպքում՝ տեղաբաշխման ծավալները և կապիտալացման մակարդակը: Մինչդեռ, երկարաժամկետ պարտատոմսերի շրջանառության միտումները վիճակագրորեն հավաստի կերպով բացատրում են երեք գործոններն էլ, ընդ որում՝ շրջանառության մեջ առկա պարտատոմսերի ծավալից և տեղաբաշխումների ծավալից առաձգականությունն ավելի բարձր է: Սակայն, ընդհանուր առմամբ, ակնհայտ է, որ առաջնային շուկայում թողարկումների և շրջանառության ծավալների ազդեցությունը երկրորդային շուկայի վրա բավականին սահմանափակ է՝ հատկապես կարճաժամկետ և միջնաժամկետ պարտատոմսերի մասով, իսկ երկարաժամկետ պարտատոմսերի առումով կարող է բացատրվել շուկայի ծավալների փոփոխությունների կեսից ոչ ավելին:

Ինչպես առաջնային, այնպես էլ երկրորդային շուկաների զարգացման տեսակետից որոշիչ դեր ունի ներդրողների համախումբը և դրա կառուցվածքը: Ցանկալի ներդրողների համախումբը պետք է ներառի տնտեսության մեջ նշանակալի չափ ունեցող և չկենտրոնացված բանկային համակարգ, զարգացած ոչ բանկ ֆինանսական ինստիտուտներ, ինչպես նաև օտարերկրյա ներդրողների որոշակի մասնակցություն²⁶: ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի ներդրողների համախումբը, ըստ բանկային համակարգին վերաբերող ցուցանիշների, գնահատվում է չորրորդ («հասունության»), իսկ ոչ բանկային հատվածի ցուցանիշներով՝ երկրորդ («ձևավորման») փուլերում: Հետևաբար՝ միջինացված գնահատականը ցույց է տալիս երրորդ («զարգացման») փուլի մակարդակ (աղյուսակ 5):

Աղյուսակ 5

ՀՀ պետական պարտավորումների ներդրողների համախմբի ակտիվորոշումը

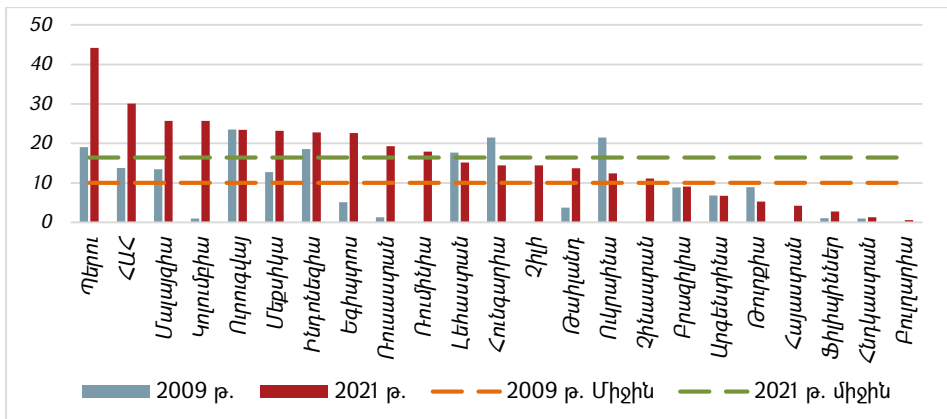
	Չափանիշ				ՀՀ ցուցանիշ, 2020 թ.	Փուլի գնահատականը
	Փուլ 1	Փուլ 2	Փուլ 3	Փուլ 4		
Բանկային համակարգի ակտիվներ/ՀՆԱ	<50%	50-75%	75-100%	>100%	108.3%	4
Խոշոր 3 բանկերի կշիռը բանկային համակարգում	>90%	75-90%	50-75%	<50%	43.8%	4
Ոչ բանկային հարվածի ակտիվներ/ՀՆԱ	<10%	10-25%	25-50%	>50%	18.8%	2
Ոչ բանկային հարվածի կշիռը ազգային արժույթով պարտավորումների ներդրողների կառուցվածքում	<10%	10-25%	25-40%	>40%	19.9%	2

Ներդրողների համախմբի ակտիվորոշումը մասնակիորեն լույս է սփռում նաև առաջնային և երկրորդային շուկաների գնահատականների վրա: Այսպես՝ «հասունության» փուլում գտնվող բանկային համակարգը ապահովում է կայուն և բարձր պահանջարկ պարտատոմսերի տեղաբաշխումների նկատմամբ՝ թույլ տալով շարունակաբար բարելավել պարտքի որակը, մինչդեռ զարգացման ավելի ցածր մակարդակում գտնվող ոչ բանկային հատվածի

²⁶ Sūu IMF. Guidance Note for Developing Government Local Currency Bond Markets, 2021, էջ 45:

պայմաններում երկրորդային շուկայի զարգացումը ևս ավելի ցածր մակարդակում է:

Միաժամանակ, բացի բանկերից և ոչ բանկ ներդրողներից, հատկապես երկրորդային շուկայի զարգացման համար կարևոր է ոչ ռեզիդենտ ներդրողների մասնակցությունը, որոնք նպաստում են երկրորդային շուկաների իրացվելիության աճին: ՀՀ դեպքում այդ մասնակցության աստիճանը խիստ ցածր է՝ 2003–2020 թվականներին, միջին հաշվով, կազմելով 0.6%²⁷: Ընդ որում, 2021 թ. այդ կշիռը որոշակիորեն ավելացել է, սակայն դեռ զգալիորեն զիջում է զարգացող երկրների միջին ցուցանիշներին (գծապատկեր 7):



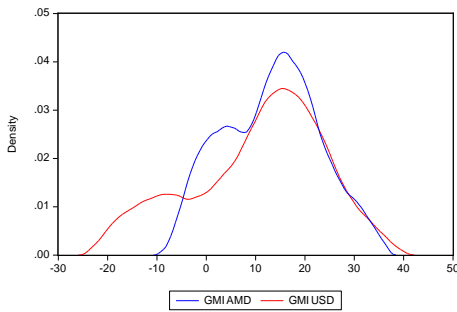
Գծապատկեր 7. Ոչ ռեզիդենտ ներդրողների կշիռը ազգային արժույթով պարտավորումների կառուցվածքում²⁸

Հայտնի է, որ զարգացող երկրների պարտատոմսերի շուկա մտնելու համար օտարերկրյա ներդրողներին անհրաժեշտ է իրացվելի երկրորդային շուկայի առկայություն և գործիքների գրավիչ եկամտաբերություն, ընդ որում՝ արտարժույթային արտահայտությամբ: Հետևելով Բյուրգերի և Վարնոքի հետազոտությանը²⁹՝ մենք դիտարկում ենք ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի դրամային և դոլարային եկամտաբերությունների միջին արժեքը, տատանողականությունը և անհամաչափությունը՝ հիմնվելով ՀՀ պետական պարտատոմսերի ինդեքսների տվյալների վրա: Արդյունքները ցույց են տվել, որ բոլոր ինդեքսների դեպքում դոլարային եկամտաբերությունների միջին մակարդակը ավելի ցածր է, տատանողականությունը՝ ավելի բարձր, քան դրամայինը: Միաժամանակ, դոլարային եկամտաբերությունների անհամաչափության գործակիցը բացասական է, ինչը բնութագրական է զարգացող երկրների համար ընդհանրապես (աղյուսակ 6)³⁰:

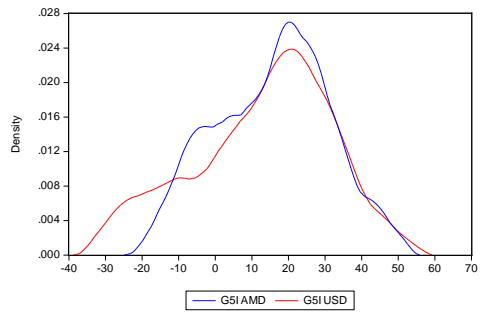
²⁷ Աղբյուրը՝ ՀՀ ՖՆ, https://minfin.am/hy/page/petakan_partqi_veraberyal_ampop_tvyalner/:
²⁸ Աղբյուրը՝ ԱՄՀ, <https://www.imf.org/~media/Websites/IMF/imported-datasets/external/pubs/ft/wp/2014/Data/wp1439.ashx>
²⁹ Տե՛ս **Burger J. D., Warnock F. E.**, Foreign participation in local currency bond markets. Review of Financial Economics, 16(3), 2007:
³⁰ Ասիմետրիայի բացասական գործակիցը նշանակում է՝ եկամտաբերությունները կենտրոնացած են բաշխման կորի աջ կողմում, մինչդեռ ձախ բաշխման ձախ հատվածը ավելի երկար է: Այսինքն՝ ներդրողների համար ավելի ցածր կամ բացասական եկամտաբերություններն ավելի քիչ հավանական են, սակայն տեղի ունենալու դեպքում՝ ավելի կորստաբեր:

ՀՀ պեդական պարտավորումների տարեկան դրամային և դոլարային եկամտաբերությունների բնութագրիչները (2014 թ. հունվար – 2021 թ. դեկտեմբեր)³¹

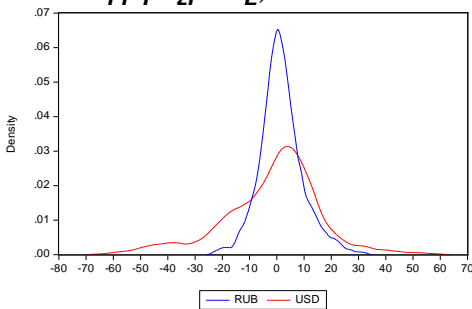
	TBI		G03		G05		G5I		GMI	
	Դրամային եկամտաբերություն	Դոլարային եկամտաբերություն	Դրամային եկամտաբերություն	Դոլարային եկամտաբերություն	Դրամային եկամտաբերություն	Դոլարային եկամտաբերություն	Դրամային եկամտաբերություն	Դոլարային եկամտաբերություն	Դրամային եկամտաբերություն	Դոլարային եկամտաբերություն
Միջին	8.1	5.2	9.8	7.0	10.6	7.8	15.6	13.0	13.2	10.5
Ստանդարտ շեղում	2.6	6.0	4.9	8.4	6.3	9.7	14.8	18.1	9.2	12.8
Անհամաչափության գործակից	1.2	-0.7	1.1	-0.3	0.9	-0.2	-0.1	-0.5	0.0	-0.5



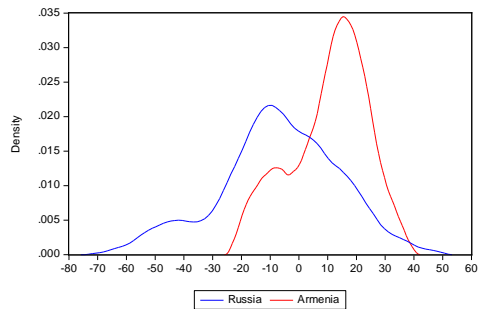
Փձապատկեր 8. 1 ամսից ավելի ժամկետայնությամբ ՀՀ պեդական պարտավորումների դրամային և դոլարային եկամտաբերությունների բաշխումը, 2014–2021



Փձապատկեր 9. ՀՀ երկարաժամկետ պեդական պարտավորումների դրամային և դոլարային եկամտաբերությունների բաշխումը, 2014–2021



Փձապատկեր 10. ՌԴ պեդական պարտավորումների ռուբլով և դոլարային եկամտաբերությունների բաշխումը, 2004–2021



Փձապատկեր 11. ՌԴ և ՀՀ պեդական պարտավորումների դոլարային եկամտաբերությունների բաշխումը, 2014–2021

³¹ Հաշվարկել է հեղինակը՝ ՀՀ ԿԲ տվյալների հիման վրա (<https://www.cba.am/am/sitepages/fmofinancialmarkets.aspx>): TBI՝ զեղչատոկոսային պարտատոմսեր, G03՝ 1 ամսից երեք տարի ժամկետայնությամբ արժեկտրոնային պարտատոմսեր, G05՝ 1 ամսից 5 տարի ժամկետայնությամբ արժեկտրոնային պարտատոմսեր, G5I՝ 5 տարի և ավելի ժամկետայնությամբ արժեկտրոնային պարտատոմսեր, GMI՝ 1 ամսից ավելի ժամկետայնությամբ արժեկտրոնային պարտատոմսեր: Ինդեքսների հաշվարկման մեթոդաբանության համար տե՛ս ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2015, Պետական պարտատոմսերի ինդեքսներ, <https://www.cba.am/am/sitepages/fmoregulation.aspx>

Ըստ 8-րդ և 9-րդ գծապատկերների՝ ինչպես բոլոր ժամկետայնությունների, այնպես էլ երկարաժամկետ պարտատոմսերի դոլարային եկամտաբերությունների բաշխման ճախ հատվածը («պոչը») ավելի երկար է, ինչը նշանակում է, որ ոչ ռեզիդենտ ներդրողները, որոնք եկամտաբերությունն ակնկալում են դոլարային տեսքով, կարող են կրել քիչ հավանական, սակայն չափերով մեծ կորուստներ: Միաժամանակ, ՌԴ դեպքում, որը ոչ ռեզիդենտ ներդրողների ավելի էական մասնակցություն ունի, ազգային արժույթով և դոլարով եկամտաբերությունների շեղվածությունն ավելի բարձր է (գծապատկեր 10): Արդյունքում ՀՀ և ՌԴ պետական պարտատոմսերի շուկաների դոլարային եկամտաբերությունների համեմատության մեջ ՀՀ շուկայի եկամտաբերության պատկերը շատ ավելի նպաստավոր է, ինչը նշանակում է, որ, այլ հավասար պայմաններում, եկամտաբերության բնութագրիչները չպետք է էական խոչընդոտ հանդիսանան ոչ ռեզիդենտների մասնակցության համար (գծապատկեր 11):

Այդ տեսակետից, ոչ ռեզիդենտ ներդրողների ներգրավման տարբեր մեխանիզմների կիրառումը կարող է դրական դերակատարում ունենալ: Միջազգային փորձի ուսումնասիրության հիման վրա զարգացող երկրների պետական պարտատոմսերի շուկաներ ոչ ռեզիդենտ ներդրողների ներգրավման համար կարելի է առանձնացնել հետևյալ մեխանիզմները.³²

- **Վարկային մուրհակներ.** միջազգային բանկը ձեռք է բերում պարտատոմսերը և ոչ ռեզիդենտ ներդրողներին վաճառում վարկային մուրհակներ, որոնց վերաբերմամբ գործարքները տեղի են ունենում ազատ փոխարկելի արժույթներով, և ներդրողները, միաժամանակ, կրում են պարտատոմսի հետ կապված արժույթային և վարկային ռիսկեր: Այս գործիքը կիրառել են Դոմինիկյան Հանրապետությունը, Կոստա Ռիկան, Մեքսիկան, Գվատեմալան, Թուրքիան, Վիետնամը, Ղազախստանը և այլ երկրներ:
- **Ազգային արժույթով պարտատոմսերի թողարկում միջազգային շուկայում.** այս դեպքում ազգային արժույթով պարտատոմսերը թողարկվում են եվրոբոնդերի նման՝ սովորաբար, 0.5–1 մլրդ ԱՄՆ դոլարին համարժեք ծավալներով: Նման գործիքներ կիրառել են Բրազիլիան, Կոլումբիան, Ուրուգվայը:
- **Կամուրջ տեղական և միջազգային դեպոզիտարիաների միջև.** դա հնարավորություն է տալիս ոչ ռեզիդենտ ներդրողներին մասնակցություն ունենալու տեղական շուկաներում՝ միջազգային դեպոզիտար համակարգի իրենց հաշիվներով: Նման մեխանիզմներ կիրառել են Չիլին, Պանաման, Մեքսիկան, Պերուն:
- **Միջազգային դեպոզիտար ծառայություններ տեղական շուկայում.** սա հնարավորություն է տալիս ոչ ռեզիդենտ ներդրողներին առավել դյուրին կերպով հաշիվ բացելու տեղական դեպոզիտարիայում և մուտք գործելու շուկա:

Ընդ որում, այս մեթոդներից առաջին երկուսը տեղական պարտատոմսերի շուկայի և ոչ ռեզիդենտ ներդրողների հետ հարաբերությունների առա-

³² St'u **Velandia A., Secunho L.**, How to Attract Non-Resident Investors to Local Currency Bonds. WorldBank, 2021, էջ 15-19:

վել վաղ, իսկ երրորդը և չորրորդը՝ ավելի ուշ փուլերին են բնորոշ: Միևնույն ժամանակ, առաջին երեքի կիրառման ժամանակ պետական պարտատոմսերի շուկայի որոշակի սեզոնացում է առաջանում, և ձևավորվում է նաև պետական պարտատոմսերի արտաքին («օֆշորային») շուկա, սակայն դրանք առավել արդյունավետ են ոչ ռեզիդենտ ներդրողներ ներգրավելու համար³³: Ինչ վերաբերում է չորրորդ մեխանիզմին, ապա դա ավելի արդյունավետ է գործում, երբ ոչ ռեզիդենտ ներդրողների հետ հարաբերությունների որոշակի մակարդակ է արդեն ձևավորվել: ՀՀ-ում, ըստ էության, գործում է հենց այս մեխանիզմը՝ ի դեմս «Clearstream» միջազգային կենտրոնական դեպոզիտարիայի ընձեռած հնարավորությունների, որը 2016 թ. արժեթղթերի անվանատիրոջ հաշիվ է բացել Հայաստանի կենտրոնական դեպոզիտարիայում³⁴: Սակայն փորձը ցույց է տվել, որ այս կապուղու հնարավորությունները մինչև 2021 թվականը գրեթե չեն օգտագործվել ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկա ոչ ռեզիդենտ ներդրողների ներգրավման համար: Սա ցույց է տալիս, որ ոչ ռեզիդենտների ներգրավման համար ՀՀ-ում կամ պետք է ուսումնասիրվեն զարգացման ավելի վաղ փուլին բնորոշ գործիքների կիրառման հնարավորությունները (ինչպես օրինակ՝ միջազգային շուկայում դրամային պարտատոմսերի թողարկումը), կամ գործող մեխանիզմները զուգորդվեն ոչ ռեզիդենտների ներգրավմանն ուղղված ակտիվ տեղեկատվական գործիքների կիրառմամբ: Վերջինս ենթադրում է համապատասխան վեր ոեսուրսների և ուղեցույցների առկայություն, road-show-ների կազմակերպում և այլն, որոնք մեծ մասամբ նախատեսված են նաև կապիտալի շուկայի զարգացման ծրագրով:

Եզրակացություն: Վերջին երկու տասնամյակի ընթացքում ինչպես տնտեսագետները և պարտքային քաղաքականություն մշակողները, այնպես էլ միջազգային կառույցները կարևորում են զարգացող երկրների՝ ազգային արժույթներով արտահայտված պարտքային շուկաների զարգացումը, որը պետք է երաշխիք դառնա պարտքային ճգնաժամերից խուսափելու համար՝ միաժամանակ, ցնցումների պարագայում, ստանձնելով նաև տնտեսական «պահեստային անվադողի» դերակատարում: Սակայն այդ ճանապարհը հեշտ չէ, և, ըստ տարբեր հետազոտությունների, դրա ընթացքը կախված է այնպիսի գործոններից, ինչպիսին են ինստիտուտները, օրենքի ավանդույթը, մակրոտնտեսական կայունությունը, տնտեսության բացությունը և այլն:

Հայաստանի դեպքում դա դեռ զգալիորեն պետք է բարելավվի՝ ապահովելու համար պարտքի ցանկալի կառուցվածք: Գնահատելու համար պետական պարտատոմսերի շուկայի զարգացման ուղղությամբ գրանցված արդյունքները, սույն հոդվածում կիրառվել են ԱՄՀ-ի կողմից մշակված շեմային ցուցանիշները, որոնք թույլ են տալիս հասկանալ, թե առաջնային և երկրորդային շուկաները, ինչպես նաև ներդրողների համախումբը զարգացման որ փուլում են գտնվում: Այդ գնահատումները ցույց են տվել, որ ՀՀ պետական պարտատոմսերի առաջնային շուկան ամենաբարձր՝ «հատունության» փուլին

³³ Տե՛ս նույն տեղը, 34-35:

³⁴ Տե՛ս Կապիտալի շուկայի զարգացման ծրագիր. վերլուծությունը և զարգացման ռազմավարական ուղղությունները. ՀՀ Կառավարության 2020 թվականի հուլիսի 16-ի N 1202-Լ որոշման հավելված, էջ 50-51:

է հասել՝ ապահովելով պարտքի ժամկետայնությունների այնպիսի երկարացում, որը բնորոշ է զարգացած շուկաներին: Միաժամանակ, պարտատոմսերի տեղաբաշխումները բարձր պահանջարկ ունեն, ընդ որում, առավել բարձր և կայուն պահանջարկ է դրսևորվում հենց երկարաժամկետ (հատկապես՝ 30 տարի ժամկետայնությամբ) պետական պարտատոմսերի նկատմամբ: Տեղաբաշխման պահանջարկի մեծության վրա ազդող գործոններ են գնահատվել բանկային համակարգի իրացվելիության դիրքը բնութագրող վարկեր/ավանդներ հարաբերակցության մակարդակը, կապիտալացվածությունը և արժույթային շուկայի տատանողականությունը:

Մինչդեռ, երկրորդային շուկան գնահատվել է «ձևավորման» փուլում՝ հիմնվելով ցածր շրջանառության գործակիցների և առևտրի բարձր սպրեդների ցուցանիշների վրա: Միաժամանակ, բացահայտվել է, որ երկրորդային շուկայի շրջանառության վրա առաջնային շուկայի ազդեցությունը սահմանափակ է, իսկ կարճաժամկետ և միջնաժամկետ պարտատոմսերի դեպքում այդպիսի տնտեսագիտորեն նշանակալի ազդեցություն գրեթե չի դիտվում: Այս համատեքստում, կարևորվել է ներդրողների համախմբի ախտորոշումը, որը բանկային հատվածի համար ցույց է տվել «հասունության», իսկ ոչ բանկային հատվածի համար «ձևավորման» փուլի մակարդակ, ինչը մասամբ բացատրում է նաև առաջնային և երկրորդային շուկաների ախտորոշման արդյունքները: Միաժամանակ, հատկապես երկրորդային շուկայի համար կարևոր է նաև ոչ ռեզիդենտ ներդրողների մասնակցությունը, որը ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի դեպքում բազմապատիկ զիջում է զարգացող երկրների միջին ցուցանիշներին: Որպես ոչ ռեզիդենտ ներդրողների մասնակցությունը խոչընդոտող գործոն, սովորաբար, դիտվում են դոլարային եկամտաբերությունների բարձր տատանողականությունը և բացասական անհամաչափությունը, ինչը հաստատվել է նաև ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի դեպքում: Այնուամենայնիվ, այս գործոնները շատ ավելի նպաստավոր են ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի, քան, օրինակ, ՌԴ շուկայի դեպքում, որը ոչ ռեզիդենտ ներդրողների նշանակալի մասնակցություն ունի: Այդ համատեքստում, իրականացվել է միջազգային պրակտիկայում կիրառելի՝ ոչ ռեզիդենտ ներդրողների ներգրավման տարբեր մեխանիզմների ուսումնասիրություն: Վերջինս ցույց է տվել, որ ավելի վաղ փուլերում զարգացող երկրները կիրառում են այնպիսի մեխանիզմներ, որոնք ձևավորում են ազգային արժույթով պարտատոմսերի արտաքին (օֆշորային) շուկաներ, և չնայած արդյունավետ են ոչ ռեզիդենտ ներդրողների ներգրավման տեսակետից, առաջացնում են պարտատոմսերի շուկայի սեզմենտավորում: Դրանց՝ ՀՀ-ում գործող մեխանիզմների այլընտրանքը միջազգային դեպոզիտար համակարգի հետ առկա կապուղու առավել արդյունավետ օգտագործումն է, ինչին կարող է նպաստել տեղեկատվության տարածման ակտիվ միջոցառումների իրականացումը: Ընդհանուր առմամբ, ոչ ռեզիդենտ ներդրողների ներգրավումը կավելացնի երկրորդային շուկայի իրացվելիությունը, ինչը, իր հերթին, էլ ավելի գրավիչ կդարձնի շուկան՝ ստեղծելով զարգացման բարենպաստ շղթա:

Օգտագործված գրականություն

1. ՀՀ Կառավարության պարտքի կառավարման 2018–2020 թթ. ռազմավարական ծրագիր, ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, <https://minfin.am/website/images/files/9de827fb.doc>
2. ՀՀ կենտրոնական բանկ, 2015, Պետական պարտատոմսերի ինդեքսներ, <https://www.cba.am/am/sitepages/fmoregulation.aspx>
3. ՀՀ պետական պարտքը, Հաշվետվություն, 2000, ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, https://minfin.am/website/images/files/2000_hashvetvutyun_tarekan.pdf
4. ՀՀ պետական պարտքը, Հաշվետվություն, 2004, ՀՀ ֆինանսների նախարարություն, https://minfin.am/website/images/files/2004_hashvetvutyun_tarekan.pdf
5. Bordo M. D., Meissner C. & Redish A., How "Original Sin" was Overcome: The Evolution of External Debt Denominated in Domestic Currencies in the United States and the British Dominions (No. w9841). National Bureau of Economic Research, 2003.
6. Burger J. D., Warnock F. E., Local currency bond markets. IMF Staff papers, 53(1), 2006.
7. Burger J. D., Warnock F. E., Foreign participation in local currency bond markets. Review of Financial Economics, 16(3), 2007.
8. Cyn-Young Park, Developing Local Currency Bond Markets in Asia, Emerging Markets Finance and Trade, 53:12, 2826-2844, DOI: 10.1080/1540496X.2017.1321539, 2017.
9. Eichengreen B. J., Hausmann R., Panizza U., Original sin: the pain, the mystery, and the road to redemption, 2002.
10. Eichengreen B., Hausmann R., Exchange rates and financial fragility (No. w7418). National bureau of economic research, 1999.
11. Eichengreen B., Hausmann R., Panizza U., The pain of original sin. Other people's money: Debt denomination and financial instability in emerging market economies, 2003.
12. Forslund K., Lima L., Panizza U., The determinants of the composition of public debt in developing and emerging market countries. Review of Development Finance, 1(3-4), 2011.
13. G20 Action Plan to Support the Development of Local Currency Bond Markets as endorsed by G20 Finance Ministers and Central Bank Governors. October 15, 2011.
14. IMF, World Bank, EBRD, and OECD. Local currency bond markets: A diagnostic framework. Washington, DC: IMF, 2013.
15. International Monetary Fund and World Bank, Staff Note for The G20 IFAWG Development Of Local Currency Bond Markets Overview Of Recent Developments And Key Themes SEOUL, KOREA, 2016.
16. Jonasson T., Papaioannou M. M. G., A primer on managing sovereign debt-portfolio risks. International Monetary Fund, 2018.
17. www.minfin.am
18. www.cba.am
19. www.amx.am
20. www.cbr.ru

НАРЕК КАРАПЕТЯН

Аспирант кафедры финансов АГЭУ

Актуальные проблемы развития рынка гособлигаций РА: диагностика и основные ориентиры. – Правительство РА нацелено на увеличение доли внутреннего долга в структуре государственного долга, что предполагает дальнейшее углубление рынка государственных облигаций. Чтобы раскрыть его возможности и наметить пути совершенствования политики управления долгом в этом направлении, в данной статье диагностировано развитие рынка государственных облигаций РА. В частности, были применены количественные пороги, разработанные МВФ, факторы, влияющие на развитие первичных и вторичных рынков, были оценены с помощью эконометрических моделей, были рассмотрены предпосылки участия иностранных инвесторов на местном рынке. В статье сделан вывод о том, что первичный рынок достиг значительного уровня развития, тогда как вторичный рынок развит слабо, что можно объяснить низким уровнем развития небанковского финансового сектора и низким участием иностранных инвесторов. В результате исследования автор выступает с предложением придавать большее значение инициативам по привлечению иностранных инвесторов на долговой рынок, что может привести к повышению ликвидности вторичного рынка и обеспечить положительный цикл развития рынка.

Ключевые слова: *внутренний государственный долг, первичный рынок, эконометрическая модель, вторичный рынок, база инвесторов, рыночная доходность.*

JEL: H63, H68

DOI: 10.52174/1829-0280_2022.1-33

NAREK KARAPETYAN

PhD Student of the Chair of Finance of ASUE

Issues of RA Government Bond Market Development: Diagnostics and the Key Benchmarks. – The RA Government targets increasing the share of domestic debt in the structure of public debt, which implies further deepening of the government bond market. To reveal its possibilities and outline the ways of improving debt management policy towards this aim, in this paper RA government bond market development has been diagnosed. Particularly, quantitative thresholds designed by the IMF were applied, the factors affecting the development of primary and secondary markets were estimated with econometric models, and prerequisites of participation of

foreign investors in the local market were discussed. The research concludes that the primary market has reached a significant level of development, whereas the secondary market is weakly developed, which can be attributed to the low level of development of the non-bank financial sector and low participation by foreign investors. As a result of the research, the author offers to attach much importance to initiatives towards involving foreign investors into the debt market, which may result in higher liquidity of the secondary market and ensure a positive cycle of market development.

Keywords: *domestic public debt, primary market, econometric model, secondary market, investor base, market returns.*

JEL: H63, H68

DOI: 10.52174/1829-0280_2022.1-33