ՀՀ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության անկման միտումները և բանկերի ներդրումային պորտֆելներում դրանց գրավչությունը

Իսրայելյան Անահիտ Ջ.
Կիրառական ֆինանսների ֆակուլտետի ասպիրանտ,
Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարան (Երևան, ՀՀ)
https://orcid.org/0009-0006-8768-9606
anahit.israyelyan22@gmail.com

ՀՏԴ՝ 336.7; **EDN:** XHELKW; **JEL:** G12, G21, E58
DOI: 10.58587/18292437-2026.5-298
Հանգուցաբառեր և բառակապակցություններ՝ պետական պարտատոմսեր, ներդրումային պորտֆել, բանկեր, նվազող տոկոսադրույքներ, իրացվելիություն

Привлекательность государственных облигаций Республики Армения в инвестиционном портфеле банков в условиях снижения процентных ставок

Исраелян Анаит Дж.
Аспирант, Факультет прикладных финансов,
Армянский государственный экономический университет (Ереван, РА)

Аннотация. В статье рассматривается динамика доходности государственных облигаций Республики Армения в последние годы, обсуждаются факторы, способствующие ее снижению, и в условиях снижения процентных ставок, в какой степени государственные облигации продолжают оставаться привлекательным инвестиционным активом в инвестиционном портфеле банков. Среди факторов, влияющих на доходность облигаций, в частности, изучаются ожидания инвесторов, соотношение спроса и предложения, а также избыточная ликвидность банковской системы, и обсуждается их вероятное влияние на снижение. В условиях снижения процентных ставок рассматривается вопрос о том, продолжают ли государственные облигации оставаться привлекательным инвестиционным активом в инвестиционном портфеле банков, уделяя особое внимание краткосрочным альтернативным инвестиционным возможностям, проводится сравнительное обсуждение с банковским кредитованием, а также сравнение с процентными ставками по депозитам, являющимся основным источником финансирования. Результаты исследования показали, что в результате снижения доходности облигаций разрыв по отношению к цене задействованных ресурсов сузился, а в некоторые периоды даже стал отрицательным. В то же время спрос на государственные облигации не только не снизился, но и постоянно увеличился, в частности, возрос их удельный вес в активах банков, а также наблюдается более быстрый рост объема инвестиций в государственные облигации по сравнению с кредитным портфелем. Результаты исследования показывают, что инвестиционная привлекательность государственных облигаций не ограничивается только их номинальной процентной ставкой. Для банков их значение шире, например, ликвидность, управление балансом, низкий риск, благоприятный подход регулятора и другие аспекты. Поэтому, несмотря на снижение рыночных процентных ставок, государственные облигации Республики Армения продолжают сохранять и укреплять свои позиции в качестве важной составляющей инвестиционного портфеля банков.
Ключевые слова и словосочетания: государственные облигации, инвестиционный портфель, банки, снижение процентных ставок, ликвидность

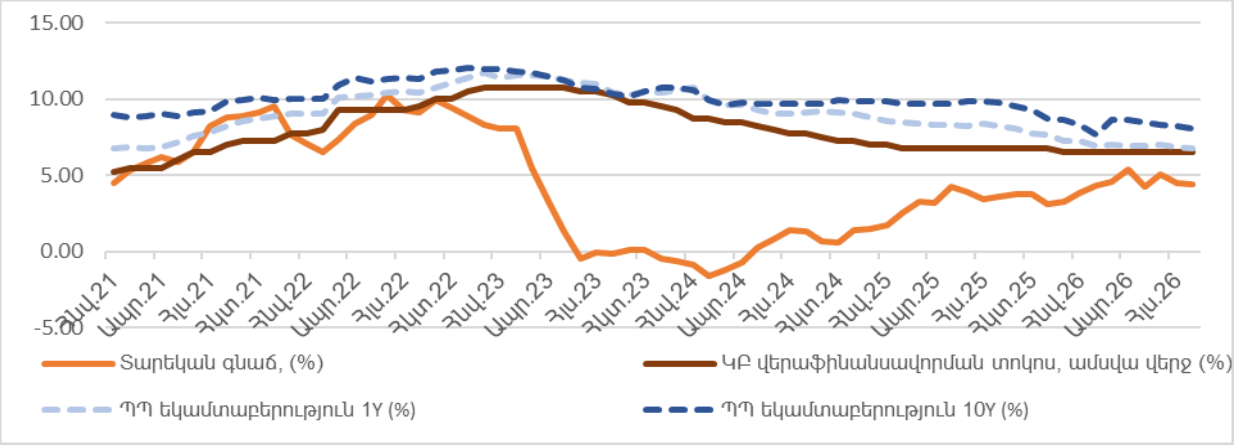
The Attractiveness of Armenian Government Bonds in Banks' Investment Portfolios in a Declining Interest Rate Environment

Israyelyan Anahit J.
PhD Student, Faculty of Applied Finance,
Armenian State University of Economics (Yerevan, RA)

Abstract. This article examines the yield dynamics of Republic of Armenia government bonds in recent years, discusses the factors contributing to the downward trend in yields, and assesses the extent to which government bonds remain an attractive investment asset within banks' investment portfolios amidst these declining interest rates. Specifically, the study analyzes factors influencing bond yields such as investor expectations, the balance of supply and demand, and the excess liquidity of the banking system. Amidst declining interest rates, the study examined whether government bonds remain an attractive investment asset within banks' portfolios, paying particular attention to short-term alternative investment opportunities, comparisons with bank lending, and comparisons with interest rates on deposits as a primary source of funding. The results indicated that the decline in bond yields caused the margin relative

to the cost of funds to compress, turning negative during certain periods. At the same time, demand for government bonds did not decline but rather continued to rise; specifically, their share within bank assets increased, and the volume of investments in government bonds grew at a faster pace than the loan portfolio. The study results indicate that the investment attractiveness of government bonds is not limited solely to their nominal interest yield. For banks, their significance is far broader, encompassing aspects such as liquidity, balance sheet management, low risk, favorable regulatory treatment, and other factors. Consequently, despite the decline in market interest rates, Armenian government bonds continue to maintain and strengthen their position as a key component of banks' investment portfolios.
Keywords & phrases: government bonds, investment portfolio, banks, declining interest rates, liquidity

Վերջին տարիներին ՀՀ ֆինանսական շուկայում դիտվում է տոկոսադրույքների ոչ համաժամանակյա շարժ, որը առանձնապես նկատելի է պետական պարտատոմսերի շուկայում: Այսպես, պետական պարտամսերի եկամտաբերությունները դրսևորում են նվազման միտում այն պայմաններում, երբ գնաճային միջավայրը որոշ ժամանակահատվածներում դրսևորում է հակառակ դինամիկա, իսկ ՀՀ ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը վերջին շրջանում պահպանվում է անփոփոխ մակարդակում: Նման տարամիտումը ինքնին չի ենթադրում գնաճի և պարտատոմսերի եկամտաբերության միջև պատճառահետևանքային կապի խախտում, սակայն առաջ են գալիս հետևյալ հարցադրումները՝ ինչ գործոններով է պայմանավորված պարտատոմսերի եկամտաբերության շարունակական անկումը, և արդյոք այս շարժընթացը փոխում է պետական պարտատոմսերի նկատմամբ ներդրումային գրավչությունը հատկապես բանկերի համար:



Գծապատկեր 1: *ՀՀ գնաճի, պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների և ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի դինամիկան, 2021-2026 թթ.* [**5**]

ԿԲ-ի Դրամավարկային քաղաքականության ծրագրի կատարման հաշվետվություններում գնաճի դինամիկան 2023 թվականի սկզբին բացատրվում է որպես արտաքին շուկայական ազդակներից ածանցվող գնանկում, որը միաժամանակ ուղեկցվում էր դեռևս պահպանվող զսպող դրամավարկային քաղաքականությամբ: Այնուհետ այս արտաքին գնանկումային ազդակները աստիճանաբար թուլացել են՝ զուգորդվելով մեղմացող քաղաքականությամբ, ինչն էլ բերել է գնաճի որոշակի բարձրացման, և այդուհանդերձ, պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների դինամիկան շարունակել է ընդհանուր առմամբ պահպանել նվազող միտումը: [**1**; **2**; **3**]

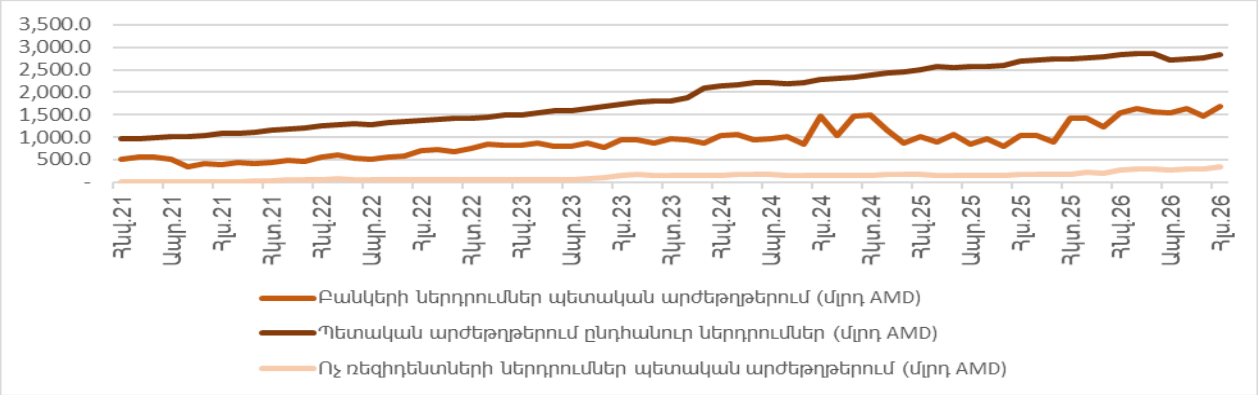
Այս անհամաժամանակյա շարժը թույլ է տալիս ենթադրել, որ պարտատոսերի եկամտաբերության անկման պատճառները հասկանալու համար պետք է դիտարկել այլ գործոններ ևս, մասնավորապես պարտատոմսերի նկատմամբ պահանջարկը, թողարկումների ծավալը, շուկայական սպասումներն ու դրամի շուկայում կարճաժամկետ իրացվելիության մակարդակը ու դրանց հնարավոր ազդեցությունները:

Միաժամանակ, բանկի ներդրումային պորտֆելում պարտատոմսերի գրավչությունը չի որոշվում միայն դրանց անվանական եկամտաբերությամբ: Այստեղ որոշիչ գործոններ են նաև եկամտաբերության հարաբերակցությունը ֆինանսական ռեսուրսների ներգրավման արժեքի նկատմամբ, վարկավորման այլընտրանքային եկամտաբերությունը, կարճաժամկետ իրացվելիության կառավարման հնարավորությունը ու ստանձնվող ռիսկի հավելավճարը: Հետևաբար, սույն հետազոտության նպատակն է գնահատել, թե ինչ գործոններով է պայմանավորված ՀՀ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության վերջին անկումային շարժընթացը, և արդյոք այս պայմաններում դրանք շարունակում են պահպանել իրենց ներդրումային գրավչությունը բանկերի ներդրումային պորտֆելում:

Ստորև քննարկենք պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության նվազումը պայմանավորող հավանական մի քանի գործոններ:

Սպասումներ: Պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների ժամանակային շարքերի դիտարկումը ցույց է տալիս, որ դրանք ոչ միշտ են համահունչ շարժվել ԴՎՔ տոկոսադրույքին: Մասնավորապես 2023 թվականի հունվարից մայիս ընկած ժամանակահատվածում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի 10.75% անփոփոխ մակարդակի պարագայում 1 տարի մարման ժամկետով պարտատոմսերի եկամտաբերությունը նվազել է 11.73-ից մինչև 11.26՝ 47 բազիսային կետով, իսկ 10 տարեկան պարտատոմսերինը՝ 11.99-ից 11.22՝ 77 բազիսային կետով: Համանման կերպով 2025 թվականի փետրվարից նոյեմբեր վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի 6.75%, իսկ 2025 թվականի դեկտեմբերից 2026 թվականի օգոստոս 6.5% անփոփոխ մակարդակների պարագայում մեկ և տասը տարեկան պարտատոմսերի եկամտաբերությունները նվազել են համապատասխանաբար առաջին միջակայքում 85 և 101 բազիսային կետով, երկրորդ միջակայքում՝ 53 և 59 բազիսային կետով, ընդ որում այս նվազումները ոչ միշտ են եղել սահուն, ուղեկցվել են տատանումներով:

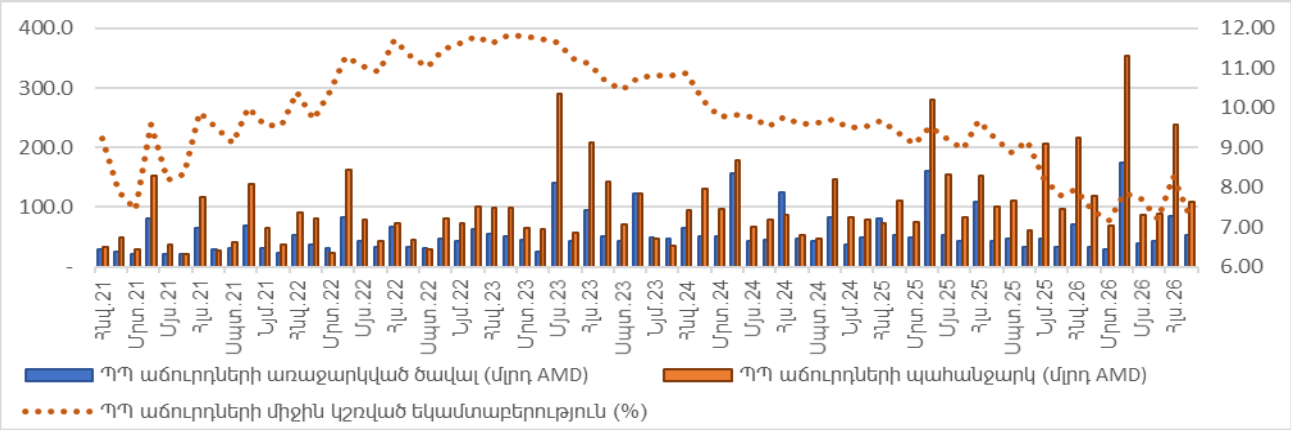
Հետևաբար կարող ենք արձանագրել, որ եկամտաբերության կորերը միայն ԴՎՔ-ին չէ որ արձագանքում են, և շուկայական տոկոսադրույքները կարող են առավել շուտ վերագնահատվել՝ իրենց մեջ ներառելով ապագա տոկոսադրույքների, գնաճի, ռիսկի հավելավճարի և այլ սպասումներ:



Գծապատկեր 2: *Բանկերի, ոչ ռեզիդենտների և ընդհանուր ներդրումների դինամիկան պետական արժեթղթերում, 2021-2026 թթ.* [**5**]

Պահանջարկ: Պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության նվազման հաջորդ հնարավոր պատճառը պահանջարկի ավելացումն է:

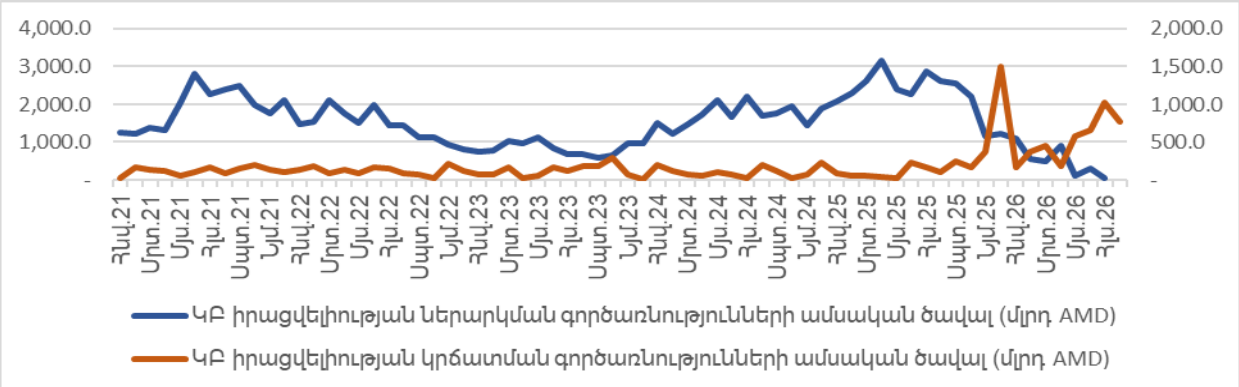
2023 թվականի հունվարին պետական արժեթղթերում ընհանուր ներդրումները կազմել են 1,498.3 մլրդ, 2026 թվականի հուլիսին՝ 2,839.1 մլրդ, իսկ ՀՀ բանկերի ներդրումները պետական պարտատոմսերում 2023 թվականի հունվարին կազմել են շուրջ 824 մլրդ, 2026 թվականի հուլիսին նույն ցուցանիշի արժեքը 1,693 մլրդ է եղել՝ նշված ժամանակահատվածի համար արձանագրելով կրկնակի աճ: Ի տարբերություն բանկերի ներդրումների, որոնց ծավալը չնայած ընդհանուր աճման միտման ուղեկցվել է տատանումներով, ոչ ռեզիդենտների կողմից ներդրումների ծավալը արձանագրել է կայուն ու բավական մեծ տոկոսային աճ՝ նույն ժամանակահատվածում 44.4 մլրդ-ից հասնելով 341.7 մլրդ-ի (շուրջ 7.7 անգամ) [**5**]:



Գծապատկեր 3: *ՀՀ պետական պարտատոմսերի աճուրդների առաջարկի, պահանջարկի և միջին կշռված եկամտաբերության դինամիկան, 2021-2026 թթ.* [**7**]

Պահանջարկի աճով պայմանավորված եկամտաբերության կորի նվազման վարկածին համահունչ է նաև ՊՊ աճուրդներին ներկայացված պահանջարկի ու առաջարկի հարաբերակցությունը: Վերջին մեկ տարվա ընթացքում հատկապես այս հարաբերակցությունը ամսական կտրվածքով գրեթե միշտ կրկնակիից ավելի է, երբեմն նույնիսկ ավելի: Օրինակ 2025 թվականի նոյեմբերին հայտարարված ընդհանուր 46.5 մլրդ առաջարկի դիմաց եղել է 206.1 մլրդ պահանջարկ՝ 4.4 անգամ ավելի, 2026 թվականի փետրվարին պահանջարկը գերազանցել է առաջարկը 3.6 անգամ, հուլիսին՝ 2.8 անգամ: Իսկ աճուրդների միջին կշռված եկամտաբերության ընդհանուր միտումը դիտարկված ժամանակահատվածում նվազող է: Եթե համեմատենք նախորդ տարվա սկզբի նկատմամբ, ապա 2025 թվականի հունվարի միջիջին կշռված 9.67% եկամտաբերությունից իջել է մինչև 2026 թվականի օգոստոսին 7.27%: Այնուամենայնիվ, միայն այս նկարագրական կապը չենք կարող համարել եկամտաբերության անկման միակ գործոն, աճուրդների եկամտաբերության վրա ազդում են նաև մարման բաշխվածությունը, ընդհանուր տոկոսադրույքային միջավայրը, սպասումները և այլ գործոններ [7]:

Բանկային համակարգի իրացվելիություն: Պետական պարտատոմսերի նկատմամբ պահանջարկի աճը դիտարկելիս կարևոր է գնահատել նաև դրա ֆինանսավորման աղբյուրը: Այս համատեքստում կարևոր է դիտարկել ԿԲ կողմից բաց շուկայական գործառնությունների միջոցով դրամական միջոցների ներարկման կամ կրճատման գործառնությունների ծավալը, ինչը ինքնին շուկայական իրացվելիության մակարդակի կարևոր ցուցիչ է:



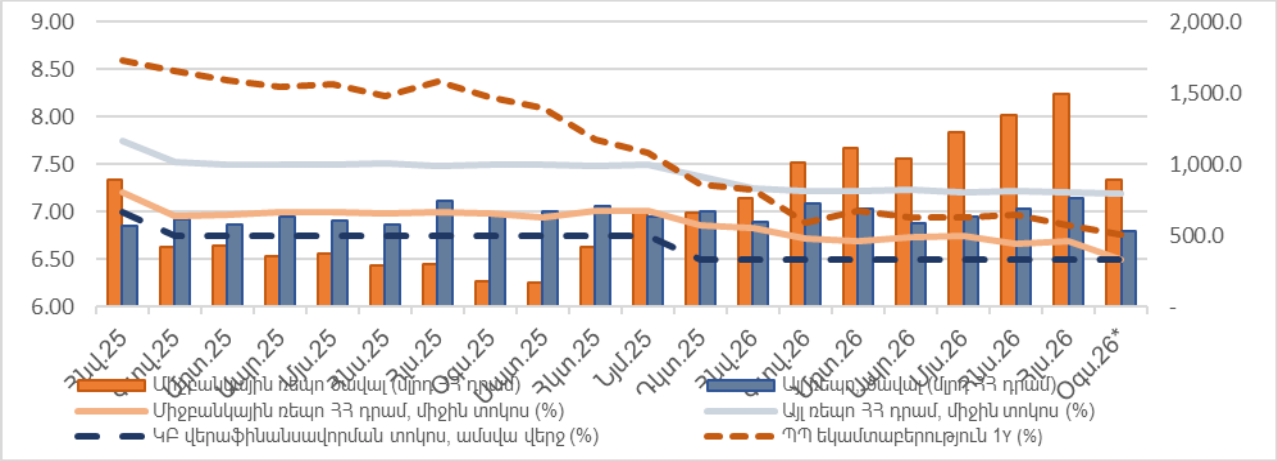
Գծապատկեր 4: *ԿԲ իրացվելիության ներարկման և կրճատման գործառնությունների ամսական ծավալների դինամիկան, 2021-2026 թթ.* [**6**]

Եթե 2025 թվականի ընթացքում մեծամասամբ իրացվելիության ներարկման գործառնությունների համախառն ծավալները գերազանցում էին իրացվելիության կրճատման գործառնություններին, ապա 2025 թվականի վերջից պատկերը փոխվում է: ԿԲ-ի կողմից դրամական միջոցների կրճատման գործառնությունների նման աճը համատեղելի է բանկային համակարգում լրացուցիչ իրացվելիության աճի վարկածի հետ: Ընդ որում ԿԲ-ը 2025 թվականի Դրամավարկային քաղաքականության հաշվետվողականության զեկույցում եկամտաբերության կորի անկումը բացատրող ոչ կառուցվածքային գործոններում առանձնացնում է պարտադիր պահուստավորման նորմատիվի նվազեցումից հետո դրամական իրացվելիության աճի արդյունքում պետական պարտատոմսերի նկատմամբ պահանջարկի հնարավոր աճ՝ չնայած նկատառումով, որ ի տարբերություն կառուցվածքային գործոնների, այս գործոնի ազդեցությունը կարող է կրել կարճաժամկետ բնույթ [**1**, էջ 51; **4**]:

Հատկանշական է, որ այս ժամանակահատվածը համընկել է բանկերի կողմից պետական պարտատոմսերում ներդրումների աճի հետ: 2026 հունվարին 1.54 տրլն-ից հուլիսին 1.69 տրլն, գրեթե 10% աճ, իսկ 10 տարի մարման ժամկետ ունեցող պարտատոմսերի եկամտաբերությունը հունվարից օգոստոս նվազել է 8.34%-ից մինչև 8.22%, օգոստոսին՝ մինչև 8.05% [**5**]:

Այսպիսով, քննարկված ցուցանիշների դինամիկայի ուսումնասիրության արդյունքում իրացվելիության ավելցուկով պայմանավորած պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության նվազման վարկածը ստանում է զգալի նկարագրական աջակցություն:

Բանկային համակարգում լրացուցիչ իրացվելիության առկայությունը ինքին չի նշանակում, որ այդ ազատ դրամական միջոցները պետք է ուղղվեն պետական պարտատոմսերի շուկա: Այստեղ զուգահեռ պետք է դիտարկենք ներդրումային այլ ակտիվներ ևս, որոնց հետ համեմատության մեջ կարելի է գնահատել պարտատոմսերի ներդրումային գրավչությունը: Կարճաժամկետում բանկերի համար այդպիսի գործիք է հակադարձ ռեպոն:



Գծապատկեր 5: *Ռեպո գործառնությունների ծավալների և տոկոսադրույքների համեմատությունը ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի և կարճաժամկետ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության հետ, 2025-2026 թթ.* [**5**; **6**]

2025-2026 թվականներին միջբանկային ռեպո գործարքների տոկոսադրույքները շարժվել են նույն ուղղությամբ՝ օգոստոսին հավասարվելով 6.50% մակարդակում:

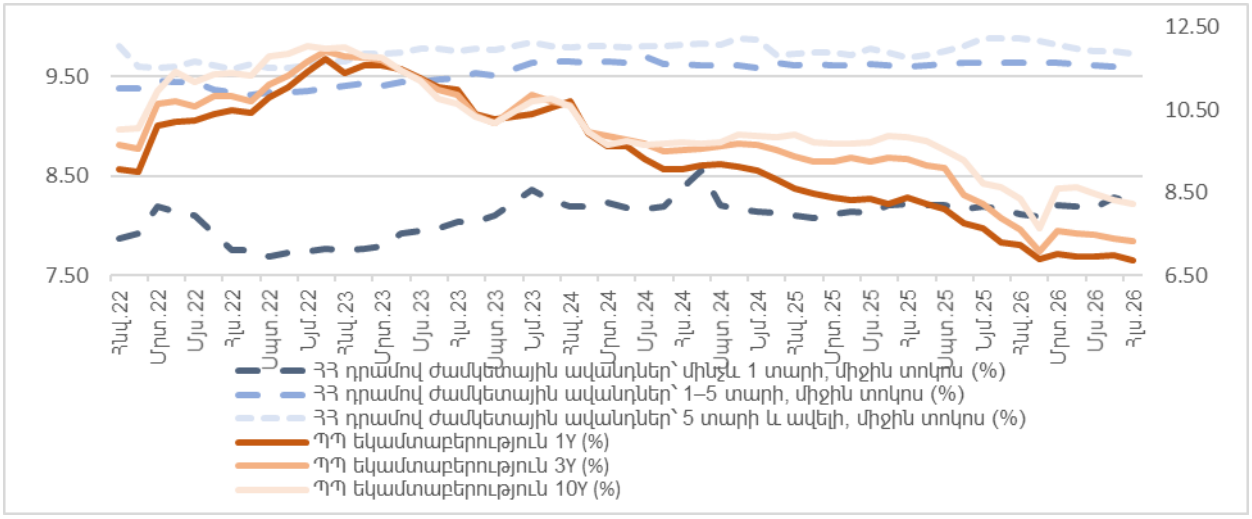
Այս պայմաններում պետական պարատոմսերի եկամտաբերության սպրեդը միջբանկային ռեպո տոկոսադրույքների համեմատ սեղմվել է. մեկ տարվա մարման ժամկետ ունեցող պարտատոմսերի եկամտաբերության սպրեդը 2025 թվականի հունվարին եղել է 138 բազիսային կետ, 2026 թվականի օգոստոսին կազմել է ընդամենը 25 բազիսային կետ, նույն ամսում հինգ և տասը տարի մարման ժամկետով պետական պարտատոմսերի սպրեդը միջբանկային ռեպոյի նկատմամբ կազմել է համապատասխանաբար 101 և 155 բազիսային կետ: Այս տարբերությունը, իհարկե, զուտ ժամկետային հավելվճարը չէ, այն իր մեջ ներառում է իրացվելիության, տոկոսադրույքի ռիսկի, սպասումների և այլ գործոնների հավելավճարը ևս: [**5**; **6**]:

Նվազող միտումը նկատվում է նաև բացի միջբանկից այլ ռեպո գործառնությունների տոկոսադրույքների պարագայում, այստեղ ևս դինամիկան հստակ է, սակայն պատմականորեն էլ սպասումների նկատմամբ արձագանքը փոքր ինչ ուշացած է միջբանկային ռեպո գործառնությունների տոկոսադրույքների համեմատ:

Բանկի տեսանկյունից կարճաժամկետ հորիզոնում ներդրումային որոշման հարցում կարևոր է սակայն ոչ միայն եկամտաբերությունը: Ռեպոն ապահովում է բարձր կարճաժամկետ իրացվելիություն և սահմանափակ դյուրացիայի ռիսկ, իսկ պետական պարտատոմսերի գինը, հատկապես առավել երկար ժամկետայնությամբ պարտատոմսերի դեպքում, ավելի զգայուն է տոկոսադրույքի փոփոխության նկատմամբ: Միևնույն ժամանակ պարտատոմսերը կարող են ծառայել որպես գրավի առարկա լրացուցիչ միջոցների ներգրավման նպատակով, դրանք բարձր իրացվելի ակտիվներ են, ինչպես նաև կարող են ծառայել ակտիվների և պարտավորությունների ժամկետային կառավարման նպատակով [**9**]:

Ակտիվի ներդրումային գրավչությունը գնահատելիս դրա բացարձակ եկամտաբերությունը ոչ բավարար ցուցիչ է: Բանկի տեսակետից պետք է հաշվի առնել նաև ֆինանսական ռեսուրսի ներգրավման ծախսը, որի հաշվին ձեռք են բերվում նոր ակտիվներ: Բանկի համար որպես դրամական միջոցների ներգրավման հիմնական աղբյուր հանդիսանում է ավանդների միջոցով ներգրավվող ռեսուրսը, ուստի համեմատական վերլուծություն ենք իրականացրել համապատասխան ժամկետայնության ավանդների ու պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների միջև: Ըստ այդ ժամկետայնությունները ընտրվել են հետևյալ կերպ՝ մինչև մեկ տարի ժամկետով ավանդները 1 տարվա ՊՊ-երի, 1–5 տարի ժամկետով ավանդները՝ 3 տարվա, իսկ 5 տարի և ավելի ժամկետով ավանդները 10 տարվա պետական պարտատոմսերի հետ:

Դիտարկված ժամանակահատվածում հարաբերակցությունը էականորեն փոփոխվել է: Ամենալայն սպրեդը դիտարկվող ժամանակահատվածում դիտվել է 2023 թվականի հունվարին, պետական կարճաժամկետ պարտատոմսերի եկամտաբերությունը ժամկետային ավանդների միջին տոկոսադրույքը գերազանցել է 363 բազիսային կետով, միջնաժամկետը՝ 237, իսկ երկարաժամկետում՝ 236 բազիսային կետով: Այսինքն այս փուլում պետական պարտատոմսերը ոչ միայն ապահովել են բարձր իրացվելություն ու ցածր վարկային ռիսկ, այլև ֆինանսավորման արժեքի նկատմամբ զգալի տոկոսային մարժա: Եթե դիտարկենք վերջին առկա ցուցանիշը, հուլիս ամսին այս տարբերությունը եղել է բացասական, ըստ ժամկետայնության համապատասխանաբար -137, -228 և -151 բազիսային կետ [**5**]:

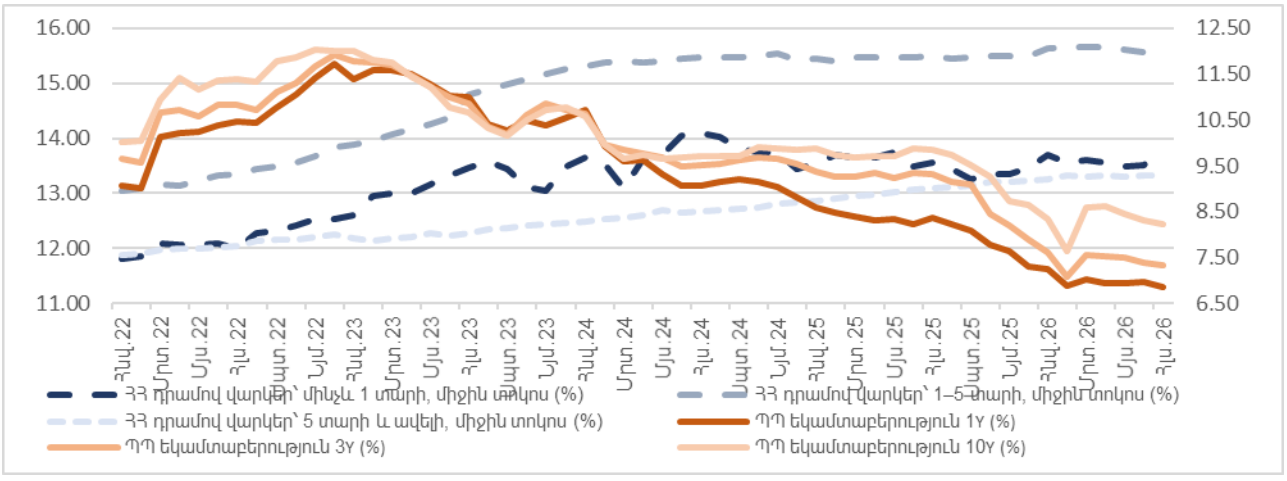


Գծապատկեր 6: *ՀՀ դրամով ժամկետային ավանդների և պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների համեմատական դինամիկան ըստ ժամկետայնության, 2022-2026 թթ.* [**5**]

Այս արդյունքը կարևոր ազդակ է պետական պարտատոմսերում ներդրումները պարզապես տոկոսային եկամտով չչափելու համար: Եթե բանկի ֆինանսական ռեսուրսի ներգրավման մոտավոր արժեքի համար հիմք ենք ընդունում համապատասխան ժամկետայնությամբ դրամային ժամկետային ավանդների պորտֆելի միջին տոկոսադրույքը, ապա պետական պարտատոմսերի մարժան ոչ միայն սեղմվել է, այլև որոշ ժամանակահատվածներում նույնիսկ բացասական է: Ուստի պետք է արձանագրենք, որ պետական պարտատոմսերի տնտեսական արժեքը չի սահմանափակվում սոսկ արժեկտրոնային կամ մինչև մարում եկամտաբերությամբ, դրանք ընդունելի գրավի առարկա են ԿԲ ռեպո գործառնությունների համար, ինչպես նաև կարգավորիչի տեսանկյունից համաձայն Կանոնակարգ 2-ի վարկային ռիսկի հաշվարկում ունեն 0% ռիսկի կշիռ [**8**; **9**]:

Հետևաբար բանկերի կողմից պետական պարտատոմսերի ներդրումային գրավչությունը գնահատելիս պարզ տոկոսային մարժայի գնահատումից անհրաժեշտ է անցնել առավել լայն՝ ռիսկով, իրացվելիությամբ, հաշվեկշռի կառավարմամբ ճշգրտված եկամտաբերության գնահատման:

Բանկի ակտիվների տեղաբաշխման գլխավոր ուղղություններից մեկը վարկավորումն է, ուստի որպես պարտատոմսերում ներդրումների գլխավոր այլընտրանք քննարկենք վարկերում ներդրումները: Այստեղ անվանական տոկոսադրույքների համեմատական ուսումնասիրությունը պետական պարտատոմսերի օգտին չէ, իսկ բացասական տարբերությունը վերջին ամիսներին ավելի է մեծացել:



Գծապատկեր 7: *ՀՀ դրամով վարկերի տոկոսադրույքների և պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների համեմատական դինամիկան ըստ ժամկետայնության, 2022-2026 թթ.* [**5**]

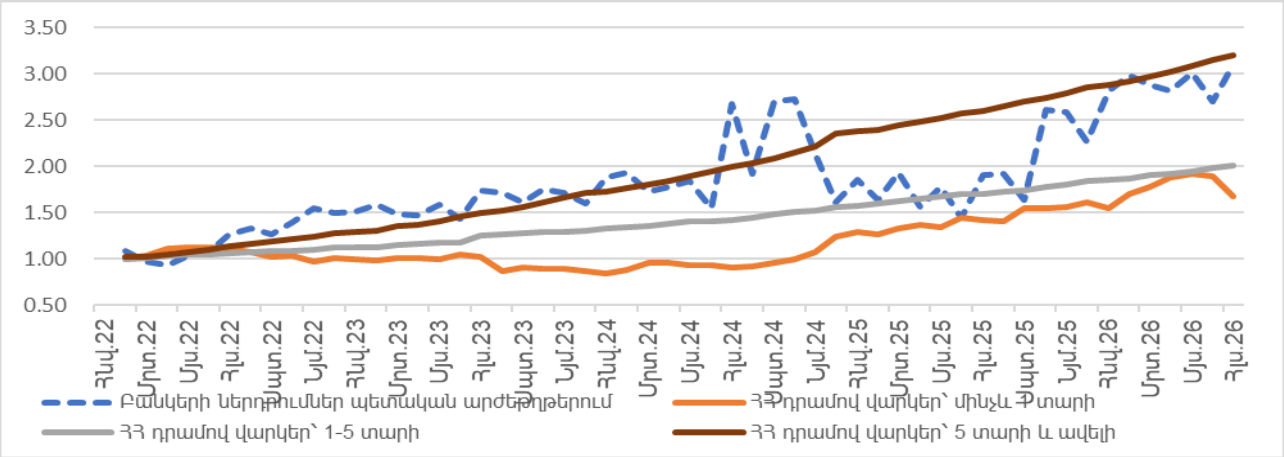
2026 թվականի հուլիսին մինչև մեկ տարի ժամկետով դրամային վարկերի միջին տոկոսադրույքը կազմել է շուրջ 13.84%, մինչդեռ մեկ տարի մարման ժամկետով պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը՝ 6.86%, այսինքն տարբերությունը մոտ 697 բազիսային կետ է, գրեթե կրկնակի: 1-ից 5 տարի ժամկետով վարկերի ու երեք տարի մարման ժամկետ ունեցող

պարտատոմսերի միջին եկամտաբերությունների տարբերությունը 824 բազիսային կետ է, 5 տարի և ավելի ժամկետով վարկերի միջին տոկոսադրույքի ու 10 տարի մարման ժամկետով պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության տարբերությունը՝ 511 բազիսային կետ: Հատկանշական է ոչ միայն հօգուտ վարկերի տարբերության առկայությունը, այլ նաև վերջին ամիսներին այդ տարբերության մեծացման փաստը [**5**]:

Առաջին հայացքից ցուցանիշների նման դինամիկան պիտի խրախուսեր բանկերին տեղափոխել կապիտալը պետական պարտատոմսերից դեպի վարկավորում, սակայն պետք է ի նկատի ունենալ, որ վարկերի ու պարտատոմսերի անվանական տոկոսադրույքները տնտեսապես համադրելի ցուցանիշներ չեն: Վարկային տոկոսադրույքը պետք է փոխհատուցի սպասվող վարկային կորուստները, գործառնական ծախսերը, վարկի ցածր իրացվելիությունը, կապիտալի օգտագործման ծախսերը և այլն: Մյուս կողմից դրամային պետական պարտատոմսերը ունեն ռիսկի զրոյական կշիռ ԿԲ կանոնակարգերի համաձայն մի շարք նորմատիվների հաշվարկում, դրանք բարձր իրացվելի են ու լրացուցիչմիջոցների ներգրավման համար ԿԲ կողմից ընդունելի գրավի առարկա են: [**8**; **9**]

Ուստի վարկավորման բարձր տոկոսադրույքները պետական պարտատոմսերի նկատմամբ ամբողջությամբ չենք բնութագրի որպես տնտեսական կորուստ, դրա մի մասը այն գինն է, որը վճարվում է ցածր իրացվելիության, բարձր վարկային ռիսկի, կապիտալի պահանջի ու հաշվեկշռային չկունության համար:

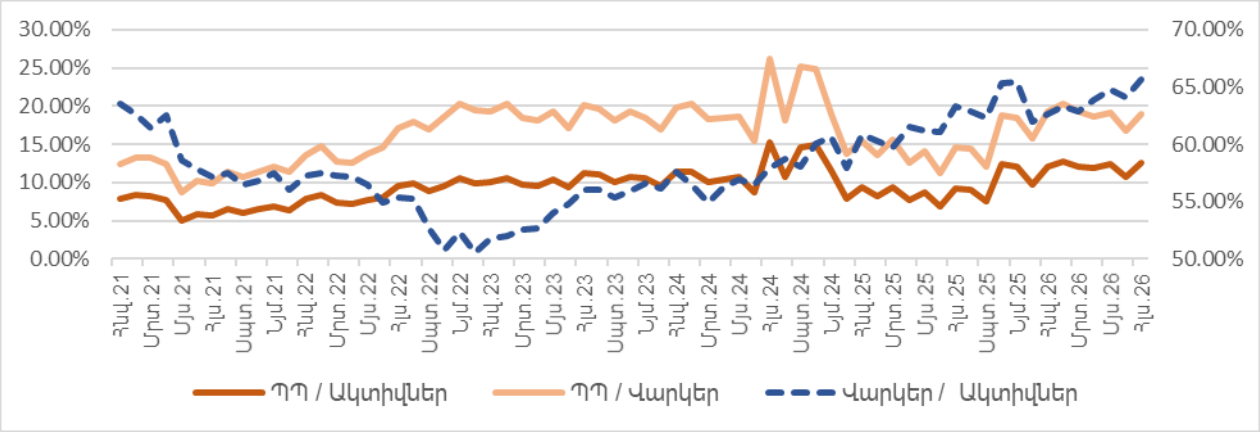
Միաժամանակ այս տարբերության շարունակական ընդլայնմանը զուգահեռ պետական պարտատոմսերի առկայությունը բանկերի պորտֆելում ու դրանց նկատմամբ պահանջարկի ավելացումը չենք կարող բացատրել դրանց եկամտաբերությամբ, ուստի անհրաժեշտություն է առաջանում ուսումնասիրել բանկերի իրական պորտֆելային վարքագիծը ըստ ներդրումային ուղղությունների:



Գծապատկեր 8: *Բանկերի պետական արժեթղթերում ներդրումների և ՀՀ դրամով վարկային պորտֆելի դինամիկան, 2022-2026 թթ.* [**5**]

2022 թվականի հունվարից մինչև 2026 թվականի հուլիս բանկերի՝ ՀՀ ռեզիդենտներին տրամադրված դրամային վարկերի դիտարկվող պորտֆելը շուրջ 2.0 տրլն դրամից աճել է մինչև 5.29 տրլն դրամ՝ մոտ 165%-ով: Նույն ժամանակահատվածում բանկերի՝ պետական պարտատոմսերում ներդրումները աճել է շուրջ 210%-ով՝ 547 մլրդ դրամից հասնելով 1.69 տրլն դրամի: Պետական պարտատոմսերում ներդրումները, սակայն, միատարր աճ չի արձանագրել և ուղեկցվել է տատանումներով: Այնուամենայնիվ, աճը հստակ է, և դինամիկայի ուսումնասիրությունը չի հանգեցնում այն եզրակացությանը, որ պարտատոմսերի եկամտաբերության նվազմամբ պայմանավորված կապիտալի արտահոսք է եղել դեպի վարկավորում: Ընդհակառակը, վերջին մեկ տարվա ընթացքում, երբ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը համեմատած և ներգրավվող ավանդների տոկոսադրույքների, և դրամային վարկային պորտֆելի միջին տոկոսադրույքների համեմատ վատթարացող դիրքերում է եղել, ներդրումները պետական պարտատոմսերում աճել են: 2025 թվականի հունվարից մինչև 2026 թվականի հուլիս պետական արժեթղթերում բանկերի ներդրումներն աճել են շուրջ 67%-ով, մինչդեռ վարկային պորտֆելը՝ շուրջ 36%-ով [**5**]:

Բացարձակ ծավալով աճը, այնուամենայնիվ, բավարար հիմք չէ պնդելու, որ բանկերը դրսևորում են աճող հետաքրքրություն պետական պարտատոմսերի համար: Այս առնչությամբ դիտարկենք ընդհանուր բանկային ակտիվների աճը և վարկային ու պետական պարտատոմսերի հարաբերական աճը ակտիվների կազմում:



Գծապատկեր 9: *Բանկերի ակտիվների կառուցվածքում պետական արժեթղթերի և վարկային պորտֆելի հարաբերական կշիռների դինամիկան, 2021-2026 թթ.* [**5**]

Դիտարկենք հինգ տարվա ժամանակային հորիզոնը ու համեմատականը անցկացնենք 2022 թվականի սկզբի նկատմամբ: 2022 թվականի հունվարին բանկային ակտիվներ, ընդհանուր վարկային պորտֆել ու պետական արժեթղթերում բանկերի ներդրումներ ցուցանիշները եղել են համապատասխանաբար 6.99 տրլն, շուրջ 4.00 տրլն և 547 մլրդ դրամ: Նույն ցուցանիշները 2026 թվականի հուլիսին կազմել են 13.55 տրլն, 8.90 տրլն և 1.69 տրլն դրամ: Այսինքն, դիտարկվող ժամանակահատվածում բանկային համակարգի ակտիվները աճել են շուրջ 94%-ով, ընդհանուր վարկային պորտֆելը՝ 122%-ով, իսկ պետական արժեթղթերում բանկերի ներդրումները՝ 210%-ով: Արդյունքում փոխվել է նաև ակտիվների կառուցվածքը: Պարտատոմսերում ներդրումները ընդհանուր ակտիվներում 2022 թվականի սկզբին կազմել է 7.82%, իսկ այս տարի հուլիսին արդեն 12.50%: Նույն ժամանակահատվածում վարկերի կշիռը ակտիվներում 57.25%-ից հասել է 65.69%, իսկ համեմատական եթե դիտարկենք պետական պարտատոմսերում նեդրրումների ու վարկերի հարաբերակցությունը, ապա փոփոխությունը եղել է 13.66%-ից 19.03% [**5**]:

Այս արդյունքները վկայում են այն մասին, որ չնայած բանկային համակարգի ակտիվները աճել են ու պետական արժեթղթերում աճի մի մասն էլ կարող ենք բացատրել դրանով, սակայն հատկապես նվազող տոկոսադրույքների մակարդակում հատկանշական է պետական պարտատոմսերում ներդրումների առաջանցիկ աճը: Եկամտաբերության անկումը ոչ միայն չի թուլացրել հետաքրքրությունը դրանց նկատմամբ, այլև արձանագրվել է ակտիվներում դրանց տեսակարար կշռի աճ ու վարկային պորտֆելի նկատմամբ առաջանցիկ աճի տեմպ:

Ուշագրավ է պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության անկումային ֆոնին ու ավանդների տոկոսադրույքների համեմատ բացասական սպրեդի պայմաններում 2025 թվականի հունվարից մինչև 2026 թվականի հուլիս ընկած ժամանակահատվածը, երբ բանկային համակարգի ընդհանուր ակտիվներն աճել են շուրջ 26%-ով, վարկային պորտֆելը՝ շուրջ 36%-ով, իսկ պետական արժեթղթերում ներդրումները՝ շուրջ 67%-ով: Դիտարկված ժամանակահատվածում ՊՊ/ակտիվներ հարաբերակցությունը 9.44%-ից հասել է 12.50%, ՊՊ/վարկեր հարաբերակցությունը՝ 15.52%-ից 19.03%: Հետևաբար պետական պարտատոմսերում բանկերի կոմոից ներդրումների աճը սոսկ բանկային ակտիվների աճի մեխանիկական հետևանք չէ [**5**]:

Վերոշարադրյալից հետ ենք գալիս հետազոտության գլխավոր հիմնահարցին՝ արդյոք պետական պարտատոմսերը շարունակում են մնալ նախընտրելի ներդրումային ակտիվ նվազող տոկոսադրույքների պայմաններում:

Կատարված վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ պետական արժեթղթերը շարունակում են մնալ ներդրումային պորտֆելի կարևոր բաղադրիչ, սակայն շուկայական իրավիճակի ազդեցությամբ փոփոխվել է դրանց գրավչության բնույթը: Եթե կորի բարձր մակարդակի պարագայում պետական արժեթղթերը գրավիչ ներդրումային ակտիվ էին իրենց անվանական տոկոսադրույքի շնորհիվ, և հնարավոր էր ապահովել ներգրավվող միջոցների նկատմամբ ապահովել նաև դրական տոկոսային մարժա, ապա այսօր դրանց հիմնական առավելությունը ցածր վարկային ռիսկն է, բարձր իրացվելիությունը, գրավի առարկա կիրառելիությունը, կապիտալի ցածր պահանջը, ակտիվների ու պարտավորությունների ժամկետային կառավարման ճկուն գործիք լինելը: Կարճաժամկետում տոկոսադրույքների տատանումների դեպքում պետական պարտատոմսերը հարմար ակտիվ են մեծածավալ միջոցների տեղաբաշխման համար, որպես հարաբերականորեն անվտանգ ու բարձր իրացվելի ներդրումային ուղղություն:

Հետևաբար, կարելի է եզրակացնել, որ նվազող տոկոսադրույքների միջավայրում պետական պարտատոմսերի տոկոսային եկամտաբերության վրա հիմնված գրավչությունը նվազել է, սակայն ընդհանուր պորտֆելային գրավչությունը ոչ միայն չի նվազել, այլև աճ է արձանագրել: Այդ մասին են վկայում ոչ միայն պետական պարտատոմսերում բանկերի ներդրումների բացարձակ աճը, այլև բանկային համակարգի ակտիվների ու վարկային պորտֆելի նկատմամբ հարաբերական աճը:

Այսպիսով, պետական պարտատոմսերի ներդրումային գրավչությունը չի սահմանափակվում միայն տոկոսային եկամտաբերությամբ, այլ ռիսկայնության, իրացվելիության, կապիտալի կառավարման բազմագործոն համակարգում: Նվազող տոկոսադրույքները պակաս գրավիչ են դարձնում պետական պարտատոմսերում ներդրումները որպես տոկոսային եկամտի աղբյուր, սակայն դրանց հաշվեկշռային ու գործառնական արժեքը մնում է բարձր: Այս հանգամանքը կարող է բացատրել, թե ինչու տոկոսադրույքների նվազման պարագայում բանկերի պորտֆելում պետական պարտատոմսերը շարունակում են ունենալ նշանակալի ու աճող մասնաբաժին:

Օգտագործված գրականության ցանկ

1. Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկ, «Դրամավարկային քաղաքականության հաշվետվողականության զեկույց. 2025», 2026: https://www.cba.am/hy/Reports/9781/ https://www.cba.am/file_manager/Monetary%20policy/Reports/Accountability_Report_Arm.pdf (Մուտք՝ 13.09.2026):
2. Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկ, «Դրամավարկային քաղաքականության զեկույց. 2026, I եռամսյակ»: https://www.cba.am/file_manager/Monetary%20policy/Reports/MPR_2026_Q1_ARM.pdf (Մուտք՝ 13.09.2026):
3. Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկ, «Դրամավարկային քաղաքականության զեկույց. 2026, II եռամսյակ»: https://www.cba.am/file_manager/Monetary%20policy/Reports/MPR_2026_Q2_Arm.pdf (Մուտք՝ 13.09.2026):
4. Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհուրդ, ՀՀ ԿԲ խորհրդի 2007 թվականի փետրվարի 9-ի թիվ 39-Ն որոշման մեջ փոփոխություններ և լրացումներ կատարելու մասին, թիվ 168-Ն որոշում, 23.09.2025: https://www.cba.am/hy/Publications/8981/ (Մուտք՝ 13.09.2026):
5. Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկ, Վիճակագրական տվյալների բազա: Օգտագործվել են պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության կորերի, պետական պարտատոմսերում ներդրումների ըստ ռեզիդենտայնության, ֆինանսական շուկայի տոկոսադրույքների, վարկերի և ժամկետային ավանդների ծավալների ու տոկոսադրույքների, բանկային համակարգի հիմնական հաշվեկշռային ցուցանիշների և վարկային պորտֆելի տվյալները: https://www.cba.am/hy/statistics/ (Մուտք՝ 13.09.2026):
6. Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկ, Ֆինանսական շուկայում ՀՀ ԿԲ գործառնությունների վերաբերյալ տվյալներ՝ ռեպո, հակադարձ ռեպո, ավանդային աճուրդներ և մշտական հնարավորություններ: https://www.cba.am/hy/financial-operations/ (Մուտք՝ 13.09.2026):
7. Հայաստանի Հանրապետության ֆինանսների նախարարություն, ՀՀ պետական պարտքի և պետական գանձապետական պարտատոմսերի վիճակագրական տվյալներ: https://minfin.am/hy/page/amsakan_vichakagrakan_teghekagrer/ https://www.minfin.am/hy/page/teghabashkhumneri_ev_hetgnumneri_achurdneri_ampop_tvyalner (Մուտք՝ 13.09.2026):
8. Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհուրդ, «Բանկերի գործունեության կարգավորումը, բանկային գործունեության հիմնական տնտեսական նորմատիվները» Կանոնակարգ 2-ի՝ ՀՀ պետական գանձապետական պարտատոմսերի վարկային ռիսկի կշռին վերաբերող դրույթներ: https://www.cba.am/hy/Publications/5872 (Մուտք՝ 13.09.2026):
9. Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկ, «Արժեթղթերի շուկա»: ՀՀ պետական (գանձապետական) պարտատոմսերը՝ ԿԲ-ի հետ ռեպո/հակադարձ ռեպո գործառնությունների համար ընդունելի գործիքներ: https://www.cba.am/hy/securities-market/ (Մուտք՝ 13.09.2026):

Сдана/Հանձնվել է՝ 21.09.2026
Рецензирована/Գրախոսվել է՝ 28.09.2026
Принята/Ընդունվել է՝ 05.10.2026