

ԵՐԵՎԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ԱՐԶՈՒՄԱՆՅԱՆ ԴԻԱՆԱ ԱՇՈՏԻ

ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՄԻՋՆՈՐԴՈՒԹՅԱՆ ԳՈՐԾԸՆԹԱՑՆԵՐԻ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ

Ա Տ Ե Ն Ա Խ Ո Ս ՈՒ Թ Յ ՈՒ Ն

Ը.00.02 - «Տնտեսության, նրա ոլորտների տնտեսագիտություն և կառավարում»
մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի համար

Գիտական ղեկավար՝

Տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
Սարգսյան Հայկ Լևոնի

ԵՐԵՎԱՆ 2017

Բովանդակություն

Ներածություն.....	2
Գլուխ 1. Ֆինանսական համակարգի բնութագիրը և զարգացման ժամանակակից միտումները.....	7
1.1 Ֆինանսական համակարգի տեսամեթոդական հիմքերը և զարգացման գործընթացները.....	7
1.2 Միջազգային ֆինանսական համակարգերի զարգացման միտումները.....	23
1.3 Ֆինանսական համակարգերի ինտեգրման և կարգավորման գործող մոտեցումներ....	37
Գլուխ 2 . ՀՀ ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների գործնեության և կարգավորման հիմնախնդիրները.....	47
2.1 Հայաստանի Հանրապետության մակրոտնտեսական իրավիճակը զարգացող երկրների համատեքստում.....	47
2.2 Հայաստանի Ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների գործնեության արդյունավետության բարձրացման հիմնահարցերը.....	60
2.3 ՀՀ Ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների ռիսկերի կառավարման համակարգը.....	80
Գլուխ3. ՀՀ Ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների գործունեության կարգավորման և վերահսկողության կատարելագործման ուղիները.....	98
3.1 ՀՀ մակրոտնտեսական կայունության բարձրացման ուղիները հեռանկարային զարգացման ռազմավարական ծրագրի համատեքստում.....	98
3.2 Ֆինանսական համակարգի գործունեության արդյունավետության բարձրացման ուղիները ՀՀ-ում.....	115
3.3 ՀՀ ֆինանսական միջնորդության հարաբերություններից ծագող ռիսկերի կառավարման ժամանակակից մոտեցումները.....	126
Եզրակացություններ և առաջարկություններ.....	136
Օգտագործված մասնագիտական գրականություն.....	144
Հավելվածներ.....	154

ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ

Ատենախոսության թեմայի արդիականությունը: Համաշխարհային տնտեսությունում վերջին տարիներին տեղի ունեցող գործընթացներն իրենց համապատասխան անդրադարձն ունեցան նաև ֆինանսական միջնորդության վրա, որից զերծ չմնացին անգամ զարգացած երկրները: Ֆինանսատնտեսական ճգնաժամը, իր մեջ ընդգրկելով կենսագործունեության գրեթե բոլոր ոլորտները, ծանր իրավիճակ ստեղծեց տարբեր երկրների տնտեսական համակարգի բոլոր օղակների, այդ թվում նաև ֆինանսաբանկային համակարգերի համար: ԱՄՀ-ի գլխավոր տնտեսագետ Օ.Բլանշարի գնահատմամբ՝ «համաշխարհային տնտեսությանը անհրաժեշտ է ամենաքիչը 10 տարի մինչև ճգնաժամային իրավիճակին վերադառնալու համար»¹, սակայն ճգնաժամից անցել է գրեթե տաս տարի, իսկ համաշխարհային տնտեսությունը, չնայած միջազգային կառույցների ձեռնարկած հակաճգնաժամային բազում միջոցառումներին, դեռ չի վերադառնում նախկին վիճակին:

Նոր ճգնաժամերի կանխարգելման նպատակով ֆինանսաբանկային ոլորտը կարգավորող մարմինների կողմից սահմանված խիստ պահանջները շատ դեպքերում նպաստեցին տնտեսական աճի զսպմանը: Ավելին, մի շարք երկրներում կենտրոնական բանկերը հարկադրված անցան կարգավորման արտասովոր ռեժիմի՝ կիրառելով բացասական տոկոսադրույքների և տնտեսական աճի խթանման (Quantitative easing, **QE**) քաղաքականություն: Նման գործիքների կիրառման արդյունքում խորացավ ճգնաժամի հետևանքով առաջացած անջրպետը իրական և ֆինանսական հատվածների միջև՝ նպաստելով համաշխարհային տնտեսության աճի տեմպերի դանդաղեցմանը և գրեթե բոլոր երկրներում մակրոտնտեսական միջավայրերի վատթարացմանը:

Անշուտ, մի շարք օբյեկտիվ և սուբյեկտիվ գործոններով պայմանավորված, նման զարգացումների անբարենպաստ հետևանքներից զերծ չէր կարող մնալ նաև Հայաստանի Հանրապետությունը: Միջազգային շուկաներում ֆինանսական ռիսկերի առկայությունը, համաշխարհային տնտեսության վերականգնողական դանդաղ տեմպերը, աշխարհաքաղաքական անբարենպաստ զարգացումները, Ռուսաստանի նկատմամբ կիրառվող տնտեսական պատժամիջոցները, արտաքին աղբյուրներից

¹ No recovery until 2018, IMF warns. The Guardian. 2012. October 3.

վերաֆինանսավորման հնարավորությունների կրճատումը զգալիորեն սահմանափակում են հանրապետությունում տնտեսական աճի ապահովման հնարավորությունները՝ հանգեցնելով գործազրկության և աղքատության մակարդակի աճին, ինչպես նաև ստեղծելով արտաքին պետական պարտքի սպասարկման լուրջ և վտանգավոր ռիսկեր: Արդյունքում, ձևավորված մակրոտնտեսական ոչ բարենպաստ միջավայրի պայմաններում ֆինանսական միջնորդության համակարգի կատարելագործումը, տնտեսական գործընթացների արդյունավետ կառավարումը, դրանք խոչընդոտող գործոնների բացահայտումը ու դրանց կարգավորման ուղիների մշակումը և կիրառումը հանրապետությանում չափազանց կարևոր և հրատապ լուծումներ պահանջող հիմնախնդիրներ են, որոնց լուծումը ենթադրում է այդ ուղղությամբ համապատասխան ուսումնասիրությունների և հետազոտությունների իրականացում: Աշխատանքը նվիրված է նշված հարցերի ուսումնասիրությանը, ինչով էլ պայմանավորված է թեմայի արդիականությունն ու հրատապությունը:

Հետազոտության նպատակը և խնդիրները: Ատենախոսության հիմնական նպատակը Հայաստանի Հանրապետությունում ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների գործունեության կառավարման արդյունավետության բարձրացմանն ուղղված մոտեցումների և առաջարկությունների մշակումն է, որին հասնելու համար աշխատանքում դրվել և լուծվել են հետևյալ խնդիրները.

- ուսումնասիրել ֆինանսական միջնորդության էությունը և տնտեսագիտական բովանդակությունը, դիտարկել ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների դերը երկրի զարգացման գործում,
- գնահատել հանրապետությունում ֆինանսական միջնորդության ներկա վիճակը, բացահայտել դրանում առկա ռիսկերը և դրսևորման առանձնահատկությունները,
- վերլուծել ՀՀ մակրոտնտեսական ցուցանիշների դինամիկան և գնահատել դրանց ազդեցությունը հանրապետությունում ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների գործունեության վրա,
- ուսումնասիրել ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների գործունեության միջազգային փորձը և գնահատել ՀՀ-ում դրա տեղայնացման հնարավորությունները,

- բացահայտել Հայաստանում ֆինանսական միջնորդության հարաբերություններում ծագող ռիսկերը, մշակել դրանց գնահատման և կառավարման մոդել,
- մշակել տնտեսության զարգացմանը նպաստող դրամավարկային քաղաքականության նոր մոտեցումներ,
- ներկայացնել ՀՀ-ում ֆինանսական միջնորդության գործընթացների կառավարման արդյունավետության բարձրացմանն ուղղված առաջարկություններ:

Հետազոտության օբյեկտը և առարկան: Ատենախոսության ուսումնասիրության օբյեկտը ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգն է, իսկ առարկան՝ ֆինանսական միջնորդության գործընթացների կառավարման հիմնախնդիրները:

Ատենախոսության տեսամեթոդական և տեղեկատվական հիմքերը: Ատենախոսության տեսամեթոդական հիմք են հանդիսացել տնտեսագիտության և ֆինանսական կառավարման դասական և ժամանակակից տեսությունների հիմնական դրույթները, հայեցակարգերը, մոդելներն ու մեթոդները, հայ և արտասահմանյան հետազոտողների կողմից ֆինանսական միջնորդության գործընթացների և տնտեսական համակարգում ձևավորվող բազմաբնույթ փոխհարաբերությունների կառավարմանը նվիրված հետազոտություններն, այդ ոլորտը կարգավորող ՀՀ օրենքները, իրավական այլ ակտերը:

Հետազոտության իրականացման համար տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել ՀՀ ազգային վիճակագրական ծառայության, ՀՀ կենտրոնական բանկի, ՀՀ ֆինանսների նախարարության, տարբեր գերատեսչությունների, ինչպես նաև միջազգային կազմակերպությունների, մասնավորապես ԱՄՀ-ի, Համաշխարհային բանկի, ՏՀՀԿ-ի հրապարակած պաշտոնական տվյալները, մեթոդական ցուցումները և ուղեցույցերը, հանրապետության ու արտասահմանյան երկրների օրենսդրական ակտերը, գիտական կազմակերպությունների և առանձին գիտնականների հրապարակած հետազոտությունները, համացանցի պաշտոնական կայքերում տեղադրված նյութերը:

Հետազոտության ընթացքում կիրառվել են տնտեսավիճակագրական, համեմատական և գրաֆիկական վերլուծության մեթոդներն ու մոդելները:

Հետազոտության արդյունքներն ու գիտական նորույթը: Աշխատանքի հիմնական գիտական արդյունքները, որոնք պայմանավորված են հետազոտությունում առաջադրված խնդիրների լուծմամբ, կայանում են հետևյալում.

- Ֆինանսական կայունության ապահովման և տնտեսական համակարգում մրցակցության խթանման տեսանկյունից գնահատվել է ՀՀ Կենտրոնական բանկի անկախության աստիճանը և դրա ազդեցությունը տնտեսական աճի, գնաճի, զբաղվածության վրա, որպես երկրի տնտեսական զարգացման և ֆինանսական հարաբերությունների արդյունավետ կառավարման գործընթացների կողմնորոշիչներ,
- մշակվել է Կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող դրամավարկային քաղաքականության համալիրության ու արդյունավետության ապահովման մոտեցում (Quantitative easing, QE)՝ ուղղված հանրապետության տնտեսական զարգացմանը և ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների գործունեության համակարգվածության աստիճանի բարձրացմանը, ելնելով ՀՀ տնտեսության առանձնահատկություններից,
- մշակվել է ֆինանսական միջնորդության գործունեությունից և մակրոտնտեսական հարաբերություններից ծագող ռիսկերի կառավարման մոդել, բազմագործոն վերլուծության մեթոդների կիրառմամբ, որը թույլ է տալիս էականորեն նվազեցնել որոշ չկանոնակարգված տնտեսական հարաբերություններով պայմանավորված սուբյեկտիվ ռիսկերը:

Ատենախոսության արդյունքների գործնական նշանակությունը:

Ատենախոսությունում ստացված արդյունքները, մշակված մոտեցումներն ու առաջարկությունները կարող են օգտագործվել ՀՀ կառավարության, Կենտրոնական բանկի, Ֆինանսների նախարարության կողմից՝ հանրապետությունում տնտեսական առաջնացի ապահովման, դրամավարկային քաղաքականության կատարելագործման, ֆինանսական միջնորդության զարգացման ուղղությամբ ծրագրերի մշակման ու իրականացման ընթացքում: Դրանք կարող են օգտագործվել նաև ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների և տվյալ ոլորտի մասնագետների կողմից՝ կառավարման գործընթացների արդյունավետությունը բարձրացնելու համար:

Ատենախոսության արդյունքների փորձաքննությունները և հրապարակումները: Ատենախոսության հիմնական արդյունքները և հեղինակի

մոտեցումները քննարկվել են ԵՊՀ տնտեսագիտության և կառավարման ֆակուլտետի գիտական սեմինարների, ֆինանսահաշվային ամբիոնի և ՀՀ ԿԲ հետ համատեղ կազմակերպված մասնագիտական քննարկումների ժամանակ:

Ատենախոսության հիմնական դրույթները, գործնական արդյունքները և կատարված վերլուծությունները հրապարակված են հեղինակի յոթ գիտական հոդվածներում, ինչպես նաև «International Conference Opportunities and Challenges of National Economic Development, Rezekne, Latvia, 2012» միջազգային գիտաժողովում:

Ատենախոսության կառուցվածքը և ծավալը: Ատենախոսությունը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլուխներից, եզրակացություններից, օգտագործված գրականության ցանկից և հավելվածներից: Ատենախոսությունը շարադրված է 166 էջի վրա՝ ներառյալ օգտագործված գրականության ցանկը և պարունակում է 30 հավելված:

ԳԼՈՒԽ 1. ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՄԻՋՆՈՐԴՈՒԹՅԱՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳԻ ԲՆՈՒԹԱԳԻՐԸ ԵՎ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՄԻՏՈՒՄՆԵՐԸ

1.1 Ֆինանսական միջնորդության համակարգի տեսամեթոդական հիմքերը և զարգացումը

Տնտեսագիտության ժամանակակից տեսությունում ֆինանսական միջնորդության համակարգի գործառույթների շրջանակների ու բովանդակության վերաբերյալ տեսակետները բավականին տարբերվում միմյանցից: Նման բազմակարծությունը հավանաբար պայմանավորված է համակարգ բառի բազմիմաստությամբ: Բառի օտար համարժեքը՝ հունարեն «sysntema»-ն, այլ լեզուներին է անցել հունարենից և մեկնաբանվում է հիմնականում որպես ինչ-որ մի ոլորտի կազմակերպչական ձև, իրենց խնդիրներով միատեսակ կազմակերպությունների համախումբ, որոնք միավորված են մեկը նդհանուր գաղափարի շուրջ և ունեն հասարակական-սոցիալական նույն կացութաձևը և այլն²:

Մասնագետների մեծ մասի կարծիքով ֆինանսական միջնորդության համակարգը կա՛մ «կազմակերպչական որևէ ձևի համախումբ է...», կա՛մ «կազմակերպման ձև ...»: Այսպես օրինակ, հայտնի ամերիկյան տնտեսագետ Ջոն Վան Հորնի դիտարկմամբ՝ ֆինանսական միջնորդության համակարգը ֆինանսական մի շարք կազմակերպությունների և շուկաների համախումբ է, որոնք ֆինանսական ծառայություններ են մատուցում պետությանը, քաղաքացիներին, կազմակերպություններին³: Լ.Ա. Դրոբոզինայի ձևակերպմամբ՝ ֆինանսական միջնորդության համակարգը տարբեր ոլորտներում ֆինանսական հարաբերությունների համախումբն է, որը ձևավորում և օգտագործում է դրամական միջոցների ֆոնդեր⁴: Ավելի ամբողջական սահմանում է տալիս Գ.Բ Պոլյակը: Նա ֆինանսական միջնորդության համակարգը դիտարկում է որպես ֆինանսական տարբեր հարաբերություններ, որոնք դրսևորվում են տարբեր մեթոդներով և ձևերով դրամական միջոցների բաշխման ու վերաբաշխման ժամանակ կառավարության, տնտեսվարող սուբյեկտների, տնային տնտեսությունների և պետության միջև⁵:

² <http://poiskslov.com/word/>

³ Ван Хорн Дж. К. Вахович-мл. Дж. М. Основы финансового менеджмента. 12-е изд. / Пер. с англ. М.: Вильямс, 2006.

⁴ Л. А. Дробозина, Финансы. Денежное обращение. Кредит, М.2000, с. 77

⁵ Коллектив авторов под редакцией Г.Б.Поляка, Финансы. Денежное обращение. Кредит, М.2001, с. 73

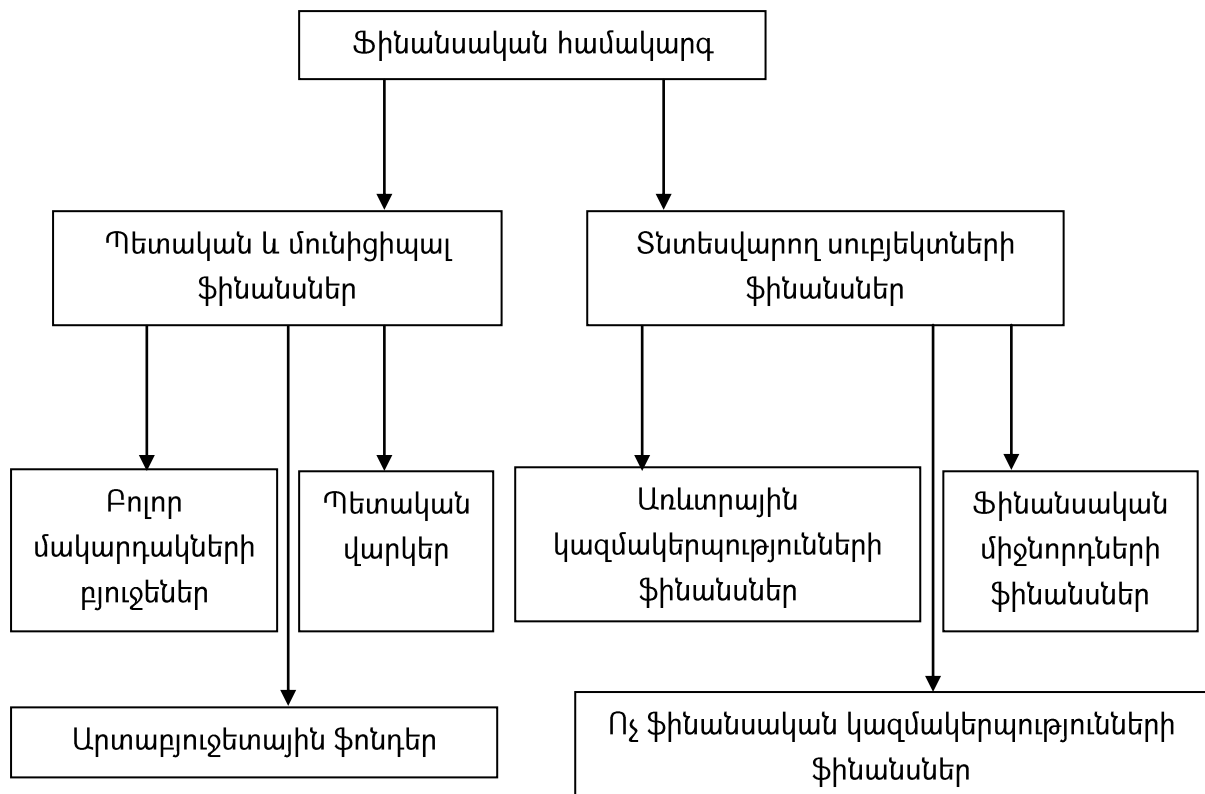
Առավել հաճախ ֆինանսական միջնորդության համակարգը նույնականացվում է ֆինանսական համակարգի օղակների հետ: Օրինակ՝ Ա.Բ. Լոսկուտովի սահմանմամբ՝ ֆինանսական միջնորդության համակարգը ներառում է առաջին հերթին երկրի ամբողջ դրամական միջոցները, այդ թվում՝ պետության, կազմակերպությունների և բնակչության, երկրորդ հերթին՝ հատուկ ինստիտուտների, որոնք իրականացնում են այս կամ այն ֆինանսական գործառույթները⁶: Ըստ այսպիսի մոտեցման՝ ֆինանսական միջնորդության համակարգի բոլոր ֆինանսական ինստիտուտները կարելի է բաժանել երկու ենթահամակարգերի՝ պետական և կազմակերպությունների ֆինանսների:

Փաստորեն, այս մոտեցմամբ ֆինանսական միջնորդության համակարգը նույնականացվում է ֆինանսների հետ՝ ի նկատի ունենալով ֆինանսական միջոցների գոյացման աղբյուրները:

Ըստ ֆինանսական միջոցների գոյացման աղբյուրների՝ ֆինանսական միջնորդության համակարգը դասական ֆինանսական տեսության մեջ բաժանվում է երկու կատեգորիայի. կենտրոնացած՝ հանձինս բյուջետային ֆինանսական միջոցների, և ապակենտրոնացած՝ հանձինս մասնավոր առևտրային կազմակերպությունների, տնային տնտեսությունների, քաղաքացիների և տնտեսվարող այլ սուբյեկտների ֆինանսական միջոցների:

Ի մի բերելով վերը նշված հեղինակների մոտեցումները՝ ֆինանսական միջնորդության համակարգը կարելի է ներկայացնել հետևյալ կերպ (տե՛ս գծապատկեր 1.1.1): Ըստ 1.1.1-ում ներկայացված բլոկ սխեմայի՝ ֆինանսական միջնորդության համակարգը դիտարկվում է համակարգային օղակների փոխկապվածության ներքո՝ ըստ երկրում շրջանառվող ֆինանսների և ըստ դրանց գոյացման աղբյուրների: Դիտարկենք այդ համակարգի օղակների գործառական կապերը:

⁶ http://www.loskutov.org/Osnova/chap_22.htm



Գծապատկեր 1.1.1 Ֆինանսական համակարգի կառուցվածքը ըստ ֆինանսական միջոցների գոյացման աղբյուրների

Ցանկացած երկրում շրջանառվող դրամական միջոցները որպեսզի դառնան ֆինանսներ, պետք է գտնվեն անընդհատ շարժման մեջ, այսինքն դառնան ֆունկցիա ժամանակից և այդ շարժի շնորհիվ ձեռք բերեն աճելու հատկություն: Դա նշանակում է, որ ֆինանսական միջոցների շարժից հանրային համախառն արդյունք ստանալու գործընթացը ենթադրում է տնտեսական այնպիսի հարաբերություններ, որոնց ընթացքում նոր ստացված վերջնական արդյունքը՝ արտահայտված փողով, ավելի մեծ պետք է լինի, քան սկզբնական միջոցները: Այստեղից հետևում է, որ հանրային համախառն ներքին արդյունք ստանալիս տնտեսական հարաբերությունների գործընթացներում տնտեսվարող սուբյեկտների մոտ մի կողմից տեղի է ունենում դրամական միջոցների աճ եկամուտների ձևով, մյուս կողմից այդ եկամուտներով ձևավորվում են կուտակային նոր ֆոնդեր վերարտադրությունը ընդլայնելու համար: Ըստ այդմ տնտեսական հարաբերություններում շրջանառվող ֆինանսական միջոցներից ստացվող եկամուտների աղբյուրները կարելի բաժանել երկու խմբի՝ սկզբնական և վերջնական:

Ըստ որում, համախառն ներքին արդյունքի ֆինանսավորման սկզբնական ազդեցություն է համարվում եկամուտների այն մասը, որն ուղղվում է այդ արդյունքը ստանալու համար կատարված այն ծախսերի և ծախսումների իրականացմանը, որոնցով ձևավորվում է նոր ստեղծված արդյունքի ինքնարժեքը (աշխատավարձ, հիմնական միջոցների մաշվածություն, հարկեր, տուրքեր): Ավելի հակիրճ ձևակերպմամբ, կարելի ասել, որ սկզբնական եկամուտները այն ֆինանսական միջոցներն են, որոնց հիման վրա իրականացվում է եկամուտների վերաբաշխողական հետագա գործընթացները (հարկային, վճարահաշվարկային, շահույթի) բաշխման համակարգերի ֆինանսական մեխանիզմներով: Այսպիսի վերաբաշխման արդյունքում ձևավորվում է վերջնական եկամուտը, որը դառնում է տնտեսվարող սուբյեկտների սեփական ապակենտրոնացված ֆինանսները և պետական ֆինանսական ռեսուրսները, որոնք ունեն միմյանցից էականորեն տարբեր օգտագործման նպատակներ:

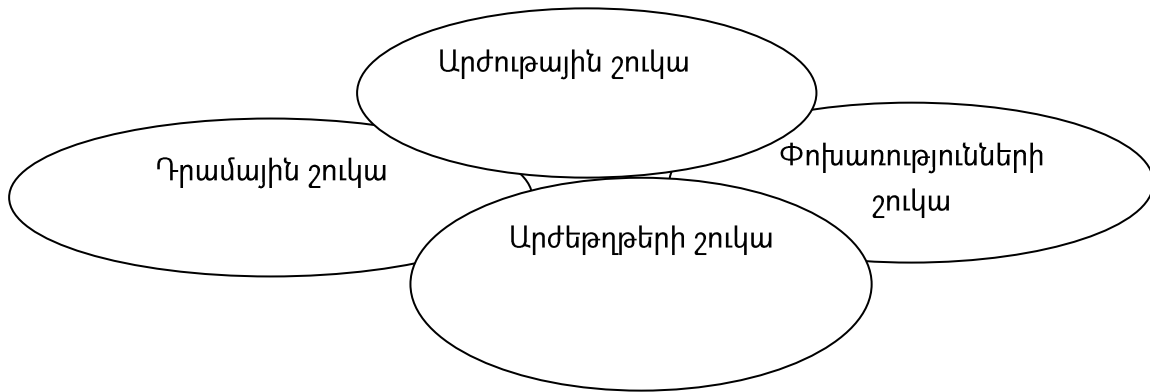
Հարկ է նշել որ յուրաքանչյուր երկրի ֆինանսական միջնորդության համակարգի հիմքում ընկած են երկրի ապակենտրոնացված ֆինանսները, քանի որ հենց այստեղ է առաջանում պետության կերտրոնացված ֆինանսական միջոցների գերակշիռ մասը՝ տվյալ երկրում իրականացվող հարկաբյուջետային քաղաքականության և սոցիալական ֆոնդերի ձևավորման իրավական նորմերի կիրառման միջոցով: Ըստ որում, կենտրոնացված ֆինանսական միջոցների մի զգալի մաս էլ հետագայում դարձյալ ուղղվում է ապակենտրոնացված ֆինանսների համալրմանը, մասնավորապես բյուջետային կազմակերպությունների ֆինանսավորմանը, պետության կողմից առևտրային կազմակերպություններին սուբվենցիաների և սուբսիդիաների տրամադրմանը, ինչպես նաև բնակչությանը հատկացվող տրանսվերտներին (կենսաթոշակ, նպաստ, կրթաթոշակ, վարկ և այլն):

Հարկ է նշել նաև, որ ապակենտրոնացված ֆինանսներում առանցքային դեր և նշանակություն ունեն ֆինանսական միջնորդ կազմակերպությունները՝ որպես ժամանակավորապես ազատ ֆինանսական միջոցների ներգրավմամբ և դրանց նպատակային տեղաբաշխմամբ զբաղվող մասնագիտացված կազմակերպություններ, որոնք ներգրավված դրամական միջոցները ուղղորդում են տնտեսության այն ճյուղերին, որտեղ կա դրանց պահանջարկը: Դրանով նրանք ապահովում են երկրում կայուն

տնտեսական աճին նպաստող ֆինանսական և ներդրումային համապատասխան ռեսուրսներ: Սրանով է պայմանավորված այն հանգամանքը, որ ցանկացած երկրի ֆինանսական միջնորդության համակարգը գնահատելիս առաջին հերթին անդրադարձ է կատարվում երկրի համախառն ներքին արդյունքի և տնտեսական աճի ցուցանիշերին: Ֆինանսական ծառայություններ մատուցող կազմակերպությունների հավաքական ամբողջականության հիման վրա ձևավորում է երկրում ֆինանսական շուկա, հետևաբար նաև ֆինանսական համակարգ: Ֆինանսական համակարգի այսպիսի ձևակերպումը համընկնում է միջազգային շատ կառույցների մոտեցումների հետ, որոնք տարբեր երկրների ֆինանսական համակարգը ներկայացնելիս առաջին հերթին դիտարկում են երկրի համախառն ներքին արդյունքի աճը, բանկային համակարգը, ֆինանսական ծառայություններ մատուցող ենթառուցվածքները, ինչպիսիք են արժեթղթերի շուկան, ապահովագրական ընկերությունները, ֆոնդային բորսաները և այլն: Չնայած ֆինանսական միջնորդների այսպիսի բազմազանությանը, նրանք բոլորն էլ կատարում են մեկ ընդհանուր գործառույթ. գնում և վաճառում են տարբեր «ֆինանսական գործիքներ»՝ ֆինանսական ռեսուրսների արդյունավետ տեղաբաշխման նպատակով: Դրանց արդյունավետ գործունեությունից են կախված երկրի ընդհանուր ֆինանսական վիճակը, տնտեսական աճը, ֆինանսական կայունությունը, իրացվելիության մակարդակը և այլ կարևորագույն կատեգորիաներ:

Ամփոփելով վերը նշված մոտեցումները՝ ձևակերպենք ֆինանսական միջնորդության համակարգի մեր տեսակետը, որի հիման վրա կառուցվել է սույն հետազոտության բովանդակությունը և խորությունը. *«Ֆինանսական միջնորդության համակարգը ֆինանսական բազմաբնույթ իստիտուտների համախումբ է, որոնցից յուրաքանչյուրը, իրականացնելով իր գործառույթները և խնդիրները, գտնվում է կոռփոխկապավածության մեջ, և դրանց առանձին-առանձին գոյությունը և գործունեությունը գրեթե անհնար են»:*

Ըստ նշված մոտեցման՝ ֆինանսական միջնորդության համակարգի կառուցվածքը կարելի է ներկայացնել 1.1.2 գծապատկերում բերված սխեմայով:



Գծապատկեր 1.1.2 Ֆինանսական միջնորդության համակարգի կառուցվածքը

Չնայած այն հանգամանքին, որ ամբողջ աշխարհում ֆինանսական միջնորդության համակարգին բնորոշ են միևնույն հատկանիշները, սակայն, այնուամենայնիվ, յուրաքանչյուր երկրի ֆինանսական համակարգ ունի իր առանձնահատկությունները, որոնք չեն կրկնվում մեկ այլ երկրում: Քանի որ այն այս կամ այն երկրում պատմականորեն ձևավորված և օրենսդրորեն ամրագրված տարբեր տեսակի փոխկապված ֆինանսական ինստիտուտների, այդ թվում բանկային և ոչ բանկային կազմակերպությունների ամբողջություն է, որոնք գործում են միասնական ֆինանսավարկային մեխանիզմի շրջանակներում:

Ֆինանսական միջնորդության համակարգում առանձնահատուկ տեղ է զբաղեցնում բանկային համակարգը: Բանկերի ծագման վերաբերյալ դարձյալ չկա մեկ միասնական մոտեցում: Մասնագետների մի մասի դիտարկմամբ՝ բանկերը ծագել են առևտրական հարաբերությունների զարգացման արդյունքում, մյուսների կարծիքով՝ ոսկերչական համքարությունների:

Ըստ առաջին տեսակետի՝ բանկերի նախատիպերը հենց այն մարդկանց գործունեության տեսակն են, որոնք մասնագիտացած են եղել առևտրային կապիտալի շրջանառության կազմակերպմամբ: Նրանք որպես միջնորդներ վաշխառուներից ներգրավվում էին տարբեր երկրների փողեր և որոշ ժամանակ հետո վերադարձնում այն տվյալ առևտրականին անհրաժեշտ երկրի արժույթով: Ժամանակի ընթացքում այդ այսպես կոչված «փող փոխանակողները» սկսեցին օգտագործել նաև ժամանակավորապես ներգրավված միջոցները՝ վարկեր տրամադրելու նպատակով, ինչը նշանակում էր նրանց փոխակերպումը «բանկիրների»: Արդյունքում տասնվեցից տասնյոթերորդ դարերում

առևտրական գիլդաները մի շարք քաղաքներում (Վենետիկ, Հենուի, Միլան, Ամստերդամ, Համբուրգ, Նյուրնբերգ) ստեղծվեցին մասնագիտացված ժիրոբանկեր՝ հաճախորդվաճառող առևտրական հարաբերություններում անկանխիկ հաշվարկներ իրականացնելու նպատակով: Ուշագրավ է այն փաստը, որ այդ հաշվարկները իրականացվում էին հատուկ դրամական միավորներով, որոնք արտահայտվում էին դրանցում պարունակած թանկարժեք մետաղների որոշակի կշիռներով, իսկ ազատ դրամական միջոցները տրամադրում էին պետությանը, քաղաքներին և արտաքին առևտրով զբաղվելու արտոնություններ ունեցող խոշոր ընկերություններին⁷:

Ըստ երկրորդ տեսակետի՝ բանկերն առաջացել են ոսկերչական գործունեության զարգացման արդյունքում: Այս երկու տեսակետներն էլ տրամաբանական են, քանի որ, օրինակ՝ Անգլիայում բանկային համակարգը ձևավորվել է տասնվեցերորդ դարի կեսերին, ըստ որում՝ առաջին բանկիրները կա՛մ ոսկերիչներ էին կա՛մ առևտրականներ: Առաջին բաժնետիրական բանկն Անգլիայում հիմնադրվել է 1694 թվականին և ստացել «Չայլդ» անվանումը⁸: Այս բանկը վարկավորում էր նաև Անգլիայի կառավարությանը, երբ պետությունը ֆինանսական միջոցների համալրման խիստ կարիք էր ունենում, սրանով է պայմանավորված այն հանգամանքը, որն այս բանկը կառավարության կողմից ստացավ փողի էմիսիա կատարելու մենաշնորհ, որը պարտադիր ընդունվում էր բոլոր վճարումների ժամանակ: Բացի դրանից, այն վերանվանվեց Անգլիայի բանկ և ստացավ պետական փոխառությունների տեղաբաշխման իրավունք, ինչի շնորհիվ էլ առաջին անգամ աշխարհում ձևավորվեց բանկերի կողմից պետական պարտքի կառավարման համակարգը: 1844 թվականին Ռ.Պիլի ակտով արդեն օրենսդրորեն ամրագրվեց Անգլիայի բանկի՝ փողի էմիսիայի իրականացման բացառիկ իրավունքը: Մինչ այդ թողարկված փողերը փոխվեցին նոթերով, որոնք 100 տոկոսով ապահովված էին ոսկով՝ բացառությամբ 14 միլիոն ֆունտ ստեռլինգ ֆուդիցիֆիկացված փողերի, որոնք ապահովված էին այլ արժեքներով: Երկրորդ համաշխարհային պատերազմից հետո՝ 1946 թվականին, Անգլիայի բանկը ազգայնացվեց, և բացի փողի էմիսիայից՝ օրենսդրորեն նրան

⁷ Под редакций проф. чл.-корр. РАЕН Е.Ф. Жукова, Банки и банковские операции, М.Банки и биржи. ЮНИТИ, 1997. Ст. 6.

⁸ <http://www.2uk.ru/business/bus59>, История Банка Англии

վերապահվեց նաև բանկերի նկատմամբ վերահսկողության բացառիկ իրավունք: Այսպիսով, առաջին անգամ աշխարհում ձևավորվեց կենտրոնական բանկ և առևտրային բանկեր երկմակարդակ բանկային համակարգը: Մեծ Բրիտանիայի բանկային համակարգը աշխարհի հարուստ և հին պատմություն ունեցողներից է: Երկար ժամանակ Անգլիայի բանկը խորհրդակցական գործառույթներ ուներ, այսինքն՝ բանկերն Անգլիայի բանկի հետ իրականացնում էին վերահսկողություն, ներկայացնում էին հաշվետվություններ և պատասխանատվություն կրում դրանց արժանահավատության համար: Այս ոչ ձևական համակարգն արդյունավետ գործում էր մինչև 20-րդ դարի 70-ական թվականները: Բանկերի քանակի և բանկային ծառայությունների տեսականու զգալի աճը անհրաժեշտություն առաջացրեց ստեղծել նոր երկկողմանի վերահսկողության համակարգ՝ ձևական բնույթ տալով բանկերի գործունեության վերահսկողությանը և բանկային գործունեությունը կարգավորող նորմատիվների սահմանմանը: Մեծ Բրիտանիայում, ի տարբերություն բազմաթիվ այլ երկրների, բանկային համակարգի գործունեությունը ուղղակի սերտ կապի մեջ է երկրի ողջ տնտեսական հատվածի հետ: Անգլիայի բանկից բացի՝ Մեծ Բրիտանիայի բանկային համակարգը ներառում է ավանդային «դեպոզիտային» բանկերը, որոնք այլ կերպ կոչվում են «քլիրինգային» կամ «փոխադարձ վճարահաշվարկային»: Համակարգի մաս են կազմում առևտրային բանկերը, որոնք սպասարկում են արտաքին առևտուրն ու միջազգային ֆինանսավարկային գործարքները, Բրիտանական համագործակցության բանկերը (թվով յոթը), որոնք նախկինում սպասարկել են երկրի գաղութներին, իսկ ներկայումս նոր միջազգային բանկեր են և տնօրինում են ավելի քան 5000 գործակալությունների: Դրանք համարվում են աշխարհում ամենատարածվածը: Երկրի ֆինանսական համակարգում առանձնահատուկ տեղ են զբաղեցնում բնույթով յուրահատուկ հաշվարկային տները, որոնք դրամական շուկայում հիմնականում իրականացնում են կարճաժամկետ գործարքներ և կարգավորում են գնային քաղաքականությունը: Դրանում յուրահատուկ տեղ են զբաղեցնում ապահովագրական ընկերությունները, խնայողական բանկերը ու փոխատվական-խնայողական միությունները, ֆինանսական տները (սպառողական վարկերի գծով), ֆինանսական ընկերությունները, վարկային և շինարարական

կոոպերատիվները (հիփոթեքային վարկերի գծով), կենսաթոշակային ու հավատարմագրային հիմնադրամները և նման այլ հաստատությունները:

ԱՄՆ-ում կենտրոնական բանկ ստեղծելու առաջին փորձը կատարվեց 1781 թվականին, երբ հիմնադրվեց Հյուսիսամերիկայի բանկը, սակայն այն գոյատևեց ընդամենը մի քանի տարի: 1791 թվականին Անգլիայի բանկի օրինակով ստեղծվեց ամերիկյան «Առաջին բանկը», որին վերապահվեցին կենտրոնական բանկի գործառույթներ ընդամենը 20 տարով, իսկ այդ ժամկետը լրանալուց հետո այն նույնպես դադարեցրեց իր գործունեությունը: Դրանից հետո ստեղծվեց «Երկրորդ բանկը»՝ դարձյալ 20 տարի ժամկետով: Մինչև 20-րդ դարի սկիզբը ԱՄՆ-ում բանկերը հաճախակի էին սնանկանում, ինչի հետևանքով անխուսափելի էին դառնում տնտեսական ճգնաժամերը: 1907թ. հերթական ծանր ճգնաժամը պատճառ դարձավ, որ ԱՄՆ Կոնգրեսը որոշում ընդունի ստեղծել Ազգային դրամավարկային հանձնաժողով: Դրամավարկային քաղաքականություն մշակելու և բանկային համակարգի գործունեությունը կարգավորելու խնդիրների շուրջ մի քանի տարի տևած բանավեճերից և քննարկումներից հետո 1913թ. դեկտեմբերի 23-ին ԱՄՆ նախագահ Վիլսոնը ստորագրեց Դաշնային պահուստային համակարգի մասին օրենքը, որով հիմք դրվեց նախադեպը չունեցող մի կառույցի՝ Դաշնային պահուստային բանկի ձևավորմանը⁹: Վերջինիս առանձնահատկությունն այն էր, որ լինելով խիստ կոնտրոնացված՝ միևնույն ժամանակ բաղկացած էր լայն ինքնուրույնություն ունեցող 12 Դաշնային պահուստային տարածքային բանկերից, որոնք մինչ այսօր էլ սպասարկում են ԱՄՆ-ը ողջ տարածքը՝ Բոստոն, Նյու Յորք, Ֆիլադելֆիա, Քիվլենդ, Ռիչմոնդ, Աթլանթա, Չիկագո, Սենթ Լուիս, Մինեապոլիս, Կանզաս Սիթի, Դալաս և ՍանՖրանցիսկո քաղաքներում գտնվող գլխամասերով: ԱՄՆ-ում նման համակարգի հիմնումը զգալիորեն առաջ մղեց երկրի բանկային համակարգը, որը մինչ այդ չունեի կենտրոնացված կարգավորող վերահսկողական կառույց: Բացի Դաշնային պահուստային բանկից՝ ԱՄՆ ֆինանսական համակարգը ներառում է նաև առևտրային կամ ներդրումային բանկեր, խնայողական բանկեր, փոխատվական-խնայողական ասոցիացիաներ, փոստային խնայողական դրամարկղեր, ֆինանսական ընկերություններ, վարկային կոոպերատիվներ, ապահովագրական ընկերություններ, կենսաթոշակային

⁹ <http://amerikos.com/usa/frb-x/> ФРБ - федеральные резервные банки США

հիմնադրամներ, սոցիալական ապահովության հիմնադրամներ, փոխադարձ վարկավորման ընկերակցություններ, ավանդների ապահովագրման հաստատություններ և նման բնույթի այլ կառույցներ՝ թվով ավելի քան 25 հազար¹⁰: ԱՄՆ բանկային համակարգը, ի տարբերություն մյուս երկրների երկմակարդակ համակարգից, բաղկացած է երեք տեսակիի բանկերից՝ դաշնային, նահանգային, մունիցիպալ: Առաջինները գործում են համապետական դաշնային օրենսդրության, երկրորդները՝ տվյալ բանկի գտնվելու նահանգի օրենսդրության շրջանակներում, իսկ երրորդների գործունեությունը կարգավորվում է բանկի գտնվելու տվյալ քաղաքի մունիցիպալիտետի օրենքներով: Այսինքն, առկա է ԱՄՆ բանկային համակարգի կարևորագույն առանձնահատկություններից մեկը, դա բանկերի՝ կրկնակի դաշնային և նահանգային ենթակայությունն է: ԱՄՆ-ը զարգացած երկրների շարքում առանձնանում է բանկերի մեծ քանակությամբ՝ մոտ 14 հազար, որոնցից շուրջ 2/3-ը նահանգային: Սրանց շարքում իրենց ուրույն տեղն ունեն նաև օտարերկրյա բանկերն ու դրանց մասնաճյուղերը:

Ի տարբերություն այլ տարածաշրջանների և երկրների՝ Եվրոպայի բանկային համակարգը գործունեության և դրամավարկային քաղաքականության իրականացման տեսանկյունից ունի կարևոր առանձնահատկություններ: Այստեղ բանկային գործունեությունը ինչպես միշտ, գտնվում են տվյալ երկրի իշխանությունների իրավասության ներքո՝ եվրոպական ընդհանուր տնտեսական համագործակցության շրջանակներում, մինչդեռ դրամավարկային քաղաքականությունը կենտրոնացված է և իրականացվում է Եվրոպական կենտրոնական բանկի՝ «Եվրաբանկի» կողմից¹¹:

1988 թվականի հունիսին Եվրոպայի խորհուրդի հռչակեց տնտեսական միություն ստեղծելու ծրագիրը: 1990 թ. հուլիսի 1-ին կայացավ տնտեսական և դրամական միավորման գործընթացի առաջին քայլը. անդամ երկրների միջև վերացվեցին կապիտալի շարժի արգելքները: 1994 թ. հունվարի 1-ից սկսեց գործել Եվրոպական դրամավարկային ինստիտուտը, որի երկու հիմնական խնդիրներն էին անդամ երկրների կենտրոնական բանկերի միջև համագործակցության ուժեղացումն ու ընդհանուր դրամավարկային քաղաքականության համակարգումը, հետագայում՝ միասնական կենտրոնական բանկի

¹⁰ <http://www.globfin.ru/articles/finsyst/us2.htm>

¹¹ <http://www.grandars.ru/student/finansy/denezhnaya-sistema-es.html>

ստեղծումը: Ներկայումս եվրոն որպես շրջանառության միջոց օգտագործող 12 եվրոպական երկրները (Գերմանիա, Ֆրանսիա, Իտալիա, Իսպանիա, Պորտուգալիա, Նիդերլանդներ, Բելգիա, Լյուքսեմբուրգ, Ֆինլանդիա, Ավստրիա, Իռլանդիա և Հունաստան) ձևավորում են «Եվրահամակարգը»¹²:

Եվրոպական բանկային համակարգում կարևոր տեղ ունի Գերմանիայի Դաշնային Հանրապետության բանկային համակարգը, որն աշխարհի ամենազարգացածներից է: Այն հարուստ ավանդույթներով, բնակչության կողմից ի դեմս կենտրոնական բանկ «Բունդեսբանկի», բարձր հեղինակություն վայելող արդյունավետ բանկային մոդել է, որը ծառայություններ է մատուցում երկրի ողջ տարածքում՝ բանկերի միջև խիստ մրցակցության առկայության պայմաններում¹³: «Բունդեսբանկի» և առհասարակ բանկերի բարձր հեղինակությունը հիմնականում պայմանավորված է բանկային համակարգի և տնտեսության իրական հատվածի միջև սերտ կապով, ինչպես նաև վերահսկողության արդյունավետությամբ և բանկային աշխատակիցների բարձր որակավորմամբ:

Գերմանիայի ֆինանսական համակարգում բացի «Բունդեսբանկից», լուրջ դերակատարում ունեն ունիվերսալ առևտրային բանկերը, խնայողական բանկերը, կոոպերատիվ կենտրոնական բանկերը, վարկային կոոպերատիվները, հատուկ նշանակության բանկերը՝ պետական հիփոթեքային բանկերը, փոստային, կոմունալ բանկերը և այլ մասնագիտացված բանկեր: Առևտրային բանկային համակարգի հիմքը կազմող ունիվերսալ բանկերն իրենց հերթին երեք տեսակի են՝ 1. ազգային նշանակության բանկեր՝ Deutsche Bank-ը, Dresdner Bank-ը, Commerzbank, 2. տարածաշրջանային բանկեր, 3. բանկային տներ, որոնց գործունեության հիմնական ոլորտներն են արժեթղթերով գործառնությունները, բնակչության միջոցների կառավարումը, անշարժ գույքի հետ կապված գործարքները և այլն: Գերմանիայում, ինչպես նշվեց, գոյություն ունեն ինչպես մասնավոր, այնպես էլ պետական բանկեր: Այստեղ մեծ է բանկային համակարգի կապը արդյունաբերության հետ: Գրեթե բոլոր խոշոր բանկերի ղեկավարները. ի տարբերություն Հայաստանի՝ միաժամանակ խոշոր արդյունաբերական ընկերությունների

¹² http://economicdefinition.com/Pan_European_institutions/Evropeskiy_central_nyy_bank.

¹³ <http://www.grandars.ru/student/finansy/denezhnaya-sistema-es.html>

ղեկավար մարմինների անդամներ են՝ օժտված վերջիններիս վրա ազդեցության հզոր լծակներով: Նման փոխկապակցվածության շնորհիվ տնտեսության մեջ բանկերի և այլ ընկերությունների շահերը սերտորեն փոխկապակցված են, ուստի բացառվում են տնտեսությանը և ազատ մրցակցությանը վնասող անբարեխիղճ միաձուլումները և մենաշնորհները: Այնտեղ խիստ զարգացած է նաև բանկերի ապահովագրական գործունեությունը, որը կազմում է ամբողջ ապահովագրական ոլորտի 25-30%:

Եվրոպական ֆինանսական համակարգում իր ուրույն տեղն ունի Ֆրանսիան: Մինչև 1936 թ. Այստեղ տեղի ունեցած հաճախադեպ քաղաքական անցուդարձերը ցնցումների էին ենթարկում երկրի ֆինանսական համակարգը: Ֆրանսիայի բանկային համակարգը երկաստիճան է և բացի Ֆրանսիայի կենտրոնական բանկից՝ ներառում է առևտրային բանկերն ու մասնագիտացված ֆինանսավարկային կազմակերպությունները (հիփոթեքային, արտաքին առևտրի բանկերը, ապահովագրական և ֆինանսական ընկերությունները, կենսաթոշակային հիմնադրամները և այլն): Ֆրանսիայի բանկային համակարգի առանձնահատկություններից են տասնամյակներ շարունակ խոշոր բանկերի ազգայնացումը և ապապետականացումը: Ընդհանուր առմամբ ի տարբերություն հայաստանյան բանկերի՝ ֆրանսիական բանկերին հատուկ է սեփականության ձևերի և սեփականատերերի բազմազանությունը: Ֆրանսիայի բանկային համակարգում իրենց գործունեությունն են ծավալում օտարերկրյա բանկերը, որոնք հիմնականում զբաղվում են արտաքին առևտրի ֆինանսական սպասարկմամբ և վարկավորմամբ:

Ճապոնիայի ֆինանսական համակարգը (բացի Ճապոնիայի բանկից) ընդգրկում է առաջատար դիրքեր զբաղեցնող քաղաքային բանկերը, որոնք տնօրինում են բանկային համակարգի ավանդների զգալի մասը, տարածաշրջանային բանկերը, որոնք հիմնականում զբաղվում են փոքր և միջին ձեռնարկությունների վարկավորմամբ, երկարաժամկետ վարկավորման բանկերը (Industrial Bank of Japan, Long Term Credit Bank և Nippon Credit Bank), հավատարմագրային բանկերը, որոնք զբաղվում են հավատարմագրային կառավարմամբ և երկարաժամկետ ներդրումների իրականացմամբ, պետական հատուկ բանկերը (Ճապոնիայի արտահանման-ներմուծման բանկը, Ճապոնիայի զարգացման բանկը), պետական ֆինանսական ընկերությունները, որոնք պատասխանատու են պետական միջոցների նպատակային օգտագործման համար,

պետական փոստային-խնայողական դրամարկղերը, մասնավոր վարկային ասոցիացիաները, վարկային կոոպերատիվները, ժամկետային խնայողական դրամարկղերը, ինչպես նաև օտարերկրյա բանկերը¹⁴: Ճապոնիան ոչ միայն Արևելքի, այլև համաշխարհային ֆինանսական կենտրոն է: Այն ունի զարգացած և հուսալի բանկային համակարգ: Ֆինանսական կենտրոն լինելուց բացի, Ճապոնիան համաշխարհային առևտրի ֆինանսավորման գծով նույնպես առաջիններից է աշխարհում: 20-րդ դարի երկրորդ կեսին այդ երկրի արդյունաբերական ընկերություններում ձևավորվեցին “ծայրացուները”: Դրանք արդյունաբերական ընկերությունների և նրանց սպասարկող (հիմնականում իրենց էլ պատկանող) բանկերի համախումբ են, որոնց շնորհիվ արդյունաբերական կապիտալը և ազատ միջոցները, շրջանառելով բանկերով, վարկերի և ներդրումների ձևով ուղղվում են այդ նույն ընկերությունները: Արդյունքում մի կողմից զարգանում և մեծանում է բանկային համակարգը, մյուս կողմից ընկերություններն ապահովվում են հիմնական և շրջանառու միջոցները համալրելու համար անհրաժեշտ ֆինանսական աղբյուրներով: Եվրոպայի ֆինանսական համակարգի համեմատությամբ Ճապոնիայի համակարգի առանձնահատկություններից է այն, որ մեծ է երկրի գործադիր իշխանության ազդեցությունը ֆինանսական համակարգի վրա և ֆինանսական միջնորդ կազմակերպությունների տեսակները հստակ տարանջատված են:

Զարգացող և անցումային տնտեսությամբ երկրներում բանկային համակարգերի զարգացումն արտահայտում է այդ երկրների քաղաքական և տնտեսական գործընթացների պատկերը: Տնտեսական բարեփոխումների շնորհիվ երկրների մի մասում հաջողվել է ապահովել ֆինանսական համակարգի կայունության և հուսալիության բարձր աստիճան: Այդպիսի երկրներից են, օրինակ, Ասիայի արագ զարգացող երկրները. Սինգապուրը, Չինաստանը, Հարավային Կորեան, Մալայզիան և այլն:

Ինչպես սոցիալիստական բոլոր նախկին երկրներում, այնպես էլ Լեհաստանում և Հունգարիայում շուկայական հարաբերությունների արմատավորումը տեղի է ունենում նոր ֆինանսաբանկային համակարգի ստեղծմամբ և զարգացման պայմաններում: Օտարերկրյա ներդրումների և արտասահմանյան բանկերի ներթափանցման շնորհիվ այս երկու երկրների բանկային համակարգերը ներկայումս Արևելյան Եվրոպայի առավել

¹⁴ <http://finance-credit.news/finansistam/finansovaya-sistema-yaponii-istoriya-55505.html>

զարգացածներից են: Դրան նպաստում է նաև այս երկրների՝ Արևմուտքը և Արևելքը միմյանց կապող աշխարհագրական դիրքը:

Լեհաստանի բանկային համակարգի կազմում ընդգրկված են Ազգային բանկը, պետական, մասնավոր, համատեղ, օտարերկրյա բանկային հաստատությունները, ինչպես նաև փոքր կոոպերատիվ բանկերը, որոնց թիվը երկրում 1500-ից ավելի է¹⁵:

Հունգարիայում 1980-ական թվականներին իրականացված բանկային բարեփոխումների շնորհիվ ստեղծվեց երկմակարդակ համակարգ, որը բաղկացած է կենտրոնական բանկից, առևտրային բանկերից և մասնագիտացված ֆինանսական հաստատություններից: Փաստորեն, դեռևս խորհրդային տարիներին սոցիալիստական ճամբարի երկրներից Հունգարիան միակն էր, որն ուներ ձևավորված երկաստիճան բանկային համակարգ և լիարժեք գործող կենտրոնական բանկ: Հունգարիան միջոցների պահանջարկը բավարարում էր օտարերկրյա աղբյուրներից, և տնտեսության զարգացումը խթանող արտաքին ներդրումների աճող ներհոսքը, անուշտ, իր դրական ազդեցությունն ունի բանկային համակարգի վրա: Վերջինս կազմված է խոշոր ունիվերսալ բանկերից՝ զարգացած մասնաճյուղային ցանցով, օտարերկրյա և տեղական բանկերից, որոնք ծառայությունների լայն տեսականի են առաջարկում շուկայում, սակայն հիմնականում տարածաշրջանային և մասնագիտացված նշանակության են՝ աշխատում են նեղ սեգմենտների հետ, փոքր կապիտալով բանկային կառույցներ են և ունեն գործունեության նեղ ոլորտ:

Բալթյան երկրների՝ Էստոնիայի, Լատվիայի և Լիտվայի տնտեսական, այդ թվում նաև բանկային ոլորտի զարգացման բնութագրերը բավականին նման են: Երեք երկրներն էլ որպես զարգացման ռազմավարական նպատակ ընտրեցին եվրոպական կառույցներին միանալը: Էստոնիայի և Լատվիայի կենտրոնական բանկերի խիստ վերահսկողական քաղաքականությունների շնորհիվ բանկերը զարգացում ապրեցին, և ներկայումս մեծանում է դրանց ազդեցությունը երկրում և տարածաշրջանում:

Իսկ ինչ վերաբերում է մեր տարածաշրջանին, ապա Վրաստանի, Ադրբեջանի և Հայաստանի բանկային համակարգերը էական տարբերություններ չունեն: Դրանք բոլորն էլ ընդգրկում են Ազգային բանկը և առևտրային բանկերը: Միայն տարբեր են երկներում

¹⁵ <http://zlata.ws/info/poland-bank/>

իրականացվող կարգավորման քաղաքականությունները: Օրինակ Ադրբեջանում կիրառվում է արժույթային կարգավորման ազատականացված քաղաքականություն. բանկի և՛ ռեզիդենտ, և՛ ոչ ռեզիդենտ հաճախորդներն իրավունք ունեն արտարժույթային հաշիվներ բացել և տնօրինել, բայց երկրում միջազգային հաշվարկներով հիմնականում զբաղվում է Միջազգային պետական բանկը: Վրաստանում՝ կապիտալի շարժի ազատականացված քաղաքականության կիրառման շնորհիվ մեծանում է երկրի բանկային համակարգի՝ տարածաշրջանի տնտեսական կառույցների հետ ինտեգրման աստիճանը: Հայաստանում՝ բոլոր բանկերը ունիվերսալ առևտրային են ու դրանց նկատմամբ որևէ բանկային գործառնության իրականացման սահմանափակում չի կիրառվում, իսկ պետական բանկեր ընդհանրապես չկան:

Բանկային բարեփոխումները, որոնք իրականացվեցին Ռուսաստանում 1860թ.՝ միասնական պետական բանկի հիմնադրումով, ֆինանսական համակարգի զարգացման լուրջ խթան դարձան: Թեև նորաստեղծ պետական բանկը ներառեց Ռուսաստանի տարածքում գործող բոլոր բանկային կառույցները, սակայն հնարավորություն ընձեռվեց նաև առևտրային բանկերի հիմնադրման և գործունեության համար: Առաջին առևտրային բանկը հիմնադրվել է 1864 թվականին Սանկտ-Պետերբուրգում: Ի տարբերություն եվրոպական երկրների՝ Ռուսաստանում բանկային գործունեությունը երկար ժամանակ պետական մենաշնորհ է եղել:

Ռուսաստանի դաշնության բանկային համակարգը երկաստիճան է. ներառում է Կենտրոնական բանկը, առևտրային բանկերն ու բանկային որոշակի գործառնություններ իրականացնող այլ ֆինանսավարկային կազմակերպություններ¹⁶: Ռուսաստանի ֆինանսական համակարգի կարևոր առանձնահատկություններից է 1998 թականի՝ ֆինանսական ճգնաժամից հետո Վարկային կազմակերպությունների վերակազմավորման գործակալության հիմնումը, որի գործունեությունն ուղղված է սոցիալապես մեծ նշանակություն ունեցող բանկերի ֆինանսական առողջացմանն ու վարկառուների շահերի պետական պաշտպանությանը: Արևելյան Եվրոպայի երկրների համեմատ Ռուսաստանի բանկային համակարգում առկա էին ավելի լուրջ խնդիրներ: 1998թ. տեղի ունեցած պետության ֆինանսական անվճարունակության «դեֆոլթի» հետևանքով ֆինանսական

¹⁶ <http://www.bibliotekar.ru/finansy-1/2.htm>

համակարգի հուսալիության մակարդակը կտրուկ անկում ապրեց, որի հաղթահարման համար պահանջվեց 4-5 տարի: Ռուսաստանի բանկային գործում պետական մենաշնորհի վերացումը, գործունեության ոլորտի որոշակի ազատականացումը նպաստեցին ֆինանսական համակարգի ամրապնդմանը¹⁷:

Ամփոփելով տարբեր երկրների ֆինանսական միջնորդության համակարգի ձևավորման գործընթացները, ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգի համար կարելի է առանձնացնել հետևյալ երկու առանցքային առանձնահատկությունները: Առաջինը, որ ի տարբերություն Հայաստանի դիտարկվող երկրներից մեծ մասում, հիմնականում զարգացած երկրների, ձևավորված են երկար փողեր ստեղծող այնպիսի ֆինանսական միջնորդության ենթակառուցվածքներ ինչպիսիք են ապահովագրական ընկերությունները՝ հատկապես կյանքի, ու կենսաթոշակային հիմնադրամները: Դրանց առկայությունը համակարգում նպաստում է երկրի ֆինանսական կայունության բարձրացմանը ինչպես մակրոտնտեսական, այնպես էլ միկրոտնտեսական մակարդակներում, քանի որ դրանք նվազեցնում են հանրային անհանգստությունը, մեծացնում են դիսկի արդյունավետ կառավարման հնարավորությունները, աջակցում են կապիտալի արդյունավետ բաշխմանը, խթանում են առևտուրն ու ապրանքաշրջանառությունը, թեթևացնում են վնասների բեռը և անենակարևորը՝ կարող են հանդես գալ որպես կառավարության սոցիալական ապահովության ծրագրերին օժանդակող կառույցներ: Երկրորդ՝ դիտարկված գրեթե բոլոր երկրները, բացառությամբ Հայաստանի, ֆինանսական միջնորդության համակարգում պահպանել են պետական բանկերը, որով հնարավորություն է ստեղծվում երկրի կարգավորող մարմնի կողմից պատշաճ հսկողության ու վերահսկողություն իրականացնել կենտրոնացված ֆինանսների շրջանառության նկատմամբ ևս:

¹⁷ Բագրատ Ասատրյան և ուրիշներ, «Բանկային գործ», Երևան 2014, էջ....

1.2 Միջազգային միջնորդության համակարգերի ներկա գործընթացները

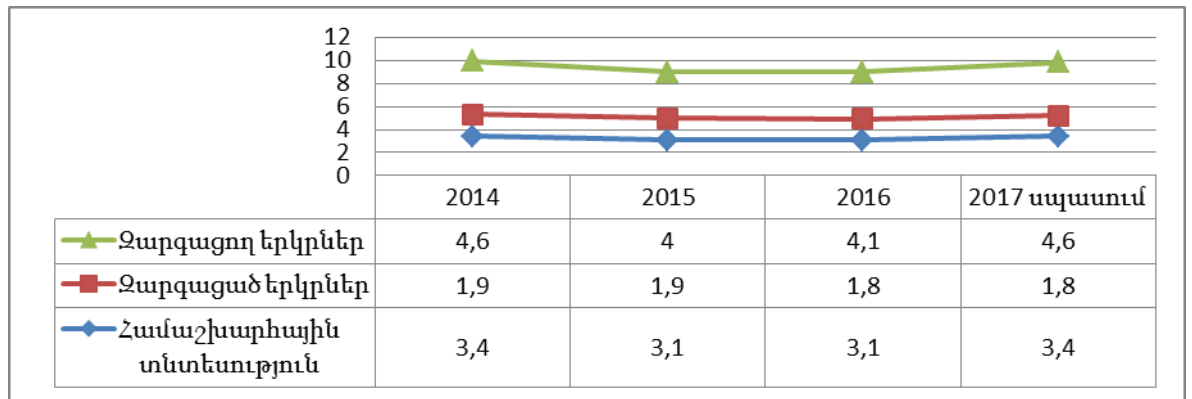
2008 թվականի համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամը ցույց տվեց, որ աշխարհաքաղաքական զարգացումների նոր դրսևորումներով պայմանավորված, միջազգային ֆինանսական համակարգն այսօր նոր զարգացումների շեմին է: Մասնավորապես՝ Տնտեսական համագործակցության և զարգացման կազմակերպության կարծիքով (OECD), առաջիկա 50 տարիների ընթացքում Չինաստանի և Հնդկաստանի համախառն ներքին արդյունքը միասին կգերազանցի Մեծ յոթնյակի երկրների ընդհանուր հանրագումարային ՀՆԱ-ն (տ՛ես հավելված 1)¹⁸:

Ավելին, միջազգային ներդրող հայտնի Մ. Ֆաբերի կանխատեսմամբ՝ առաջիկա 5-10 տարիների ընթացքում ամբողջ արևմտյան երկրները «կհայտնվեն ֆինանսական քաոսում», իսկ ԱՄՀ-ի գլխավոր տնտեսագետ Օ.Բլանշարի գնահատմամբ՝ «համաշխարհային տնտեսությանը անհրաժեշտ է ամենաքիչը 10 տարի, որպեսզի վերադառնանք մինչ ճգնաժամային իրավիճակին»¹⁹: Միևնույն ժամանակ, ԱՄՀ-ն, գնահատելով ֆինանսական շուկաների զարգացման հեռանկարները, գտնում է, որ ֆինանսական միջնորդության համակարգերի կայունության ռիսկերը, սկսած 2012 թվականից, աճում են. այն հիմնականում առավել ցայտուն է դրսևորվում եվրոգոտում՝ լուրջ անկայունություն ստեղծելով գլոբալ տնտեսության համար²⁰: Հատկանշական է, որ այս կանխատեսումները մասամբ կարծես թե իրականանում են: Այսպես, ճգնաժամից հետո արդեն անցել է գրեթե տաս տարի, սակայն համաշխարհային տնտեսությունը, չնայած միջազգային կառույցների կողմից ձեռնարկած բազում հակաճգնաժամային միջոցառումներին, դեռ չի վերադառնում տնտեսական նախկին վիճակին: Դա են վկայում գծապատկեր 1.2.1-ում ներկայացված՝ Համաշխարհային բանկի՝ 2014-2016 թվականների համաշխարհային տնտեսության փաստացի տնտեսական աճի վիճակագրական տվյալները, ինչպես նաև 2017 թվականի համար կանխատեսվող աճի սպասումները (տե՛ս գծապատկեր 1.2.1):

¹⁸ www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/

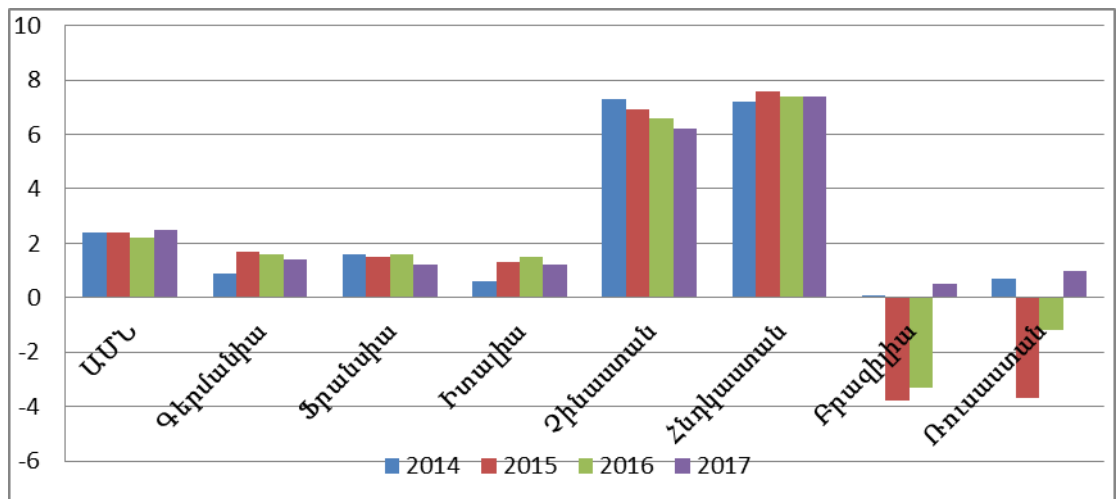
¹⁹ No recovery until 2018, IMF warns. The Guardian. 2012. October 3.

²⁰ www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/



Գծապատկեր 1.2.1 ՀՆԱ աճը ըստ տնտեսության զարգացման մակարդակի²¹

Տնտեսական աճի դիտարկումները ըստ երկրների 2013 թվականից հետո ընկած ժամակաշրջանում նույնպես էական փոփոխություններ չեն արձանագրում (տե՛ս գծապատկեր 1.2.2) :



Գծապատկեր 1.2.2 Համախառն ներքին արդյունքի աճը ըստ երկրների (2014-2017թթ.)²².

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 1.2.2-ից, աշխարհի երկրներից միայն Հնդկաստանն ու Չինաստանն են, որ դեռևս 2012 թվականից պահպանում են իրենց տնտեսական աճի առաջատար դիրքերը: Չինաստանի տնտեսական աճը թեև դանդաղում է, (2014-ի 7.2 տոկոսից իջնելով 2015-ին 6.9, 2016-ին՝ 6.6 և 2017-ին սպասվում է 6.2 տոկոս աճ), այնուամենայնիվ այն զարգացած երկրների համեմատությամբ բարձր է մնում: Այն միայն զիջում է Հնդկաստանին, որի տնտեսական աճը հիշյալ տարիներին կազմում է՝ համապատասխանաբար 7.6, 7.4 և 7.4 տոկոս: Բրազիլիան և Ռուսաստանը,

²¹ <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2016/update/02/pdf/0716r.pdf>

²² <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2016/update/02/pdf/0716r.pdf> 19 июля 2016 года для выпуска в Вашингтоне, США

պայմանավորված աշխարհաքաղաքական վերջին հայտնի զարգացումներով, 2015 թվականին արձանագրեցին տնտեսական անկում՝ համապատասխանաբար -3.8 և -3.7, 2016 թվականին՝ -3.3 և -1.2 տոկոսներով, ու միայն 2017 թվականի համար Համաշխարհային բանկը այդ երկրներում ակնկալում է տնտեսական աճ համապատասխանաբար՝ 0.5 և 1 տոկոսով: Զարգացած երկրներում տնտեսական աճը դեռևս էական տեղաշարժեր չի արձանագրում: ԱՄՆ-ում նշված տարիներին այն կազմել է՝ 2.4, 2.2 և 2.5, Գերմանիայում՝ 1.7, 1.6 և 1.4, Ֆրանսիայում՝ 1.5, 1.6, և 1.2, Իտալիայում՝ 1.3, 1.5 և 1.2 տոկոս²³:

Այս ամենը թույլ է տալիս արձանագրելու, որ համաշխարհային ֆինանսական համակարգում դեռևս տեղ են գտնում աննախադեպ զարգացումներ, որոնց հատուկ են անորոշ ռիսկերը: Վերջին ֆինանսական ճգնաժամը ցույց տվեց նաև, թե ինչպես են փոխկապված աշխարհի բոլոր երկրների ֆինանսական համակարգերը և ինչպիսի միասնական ջանքեր պահանջվեցին աշխարհի համարյա բոլոր երկրներից՝ կանգնեցնելու նախադեպը չունեցող այդ ֆինանսական աղետը, որը շատ արագ վերաճեց տնտեսականի: Հակաճգնաժամային այդ միջոցառումներում առանձնահատուկ դեր խաղացին ազգային այնպիսի հզոր կարգավորիչներ, ինչպիսիք են առաջին հերթին երկրների ֆինանսների նախարարությունները և կենտրոնական բանկերը: Նրանց՝ որպես կարճաժամկետ և երկարաժամկետ ֆինանսական միջոցների ձևավորման բացառիկ կառույցների դերը, ավելի կարևորվեց: Ավելին, նրանք տնտեսական աճը խթանելու նպատակով՝ անցան միջբանկային (վերաֆինանսավորման) ցածր տոկոսադրույքների, երբեմն նույնիսկ՝ գնաճի տոկոսադրույքից էլ ցածր: Այս երևույթը ֆինանսական միջնորդության համակարգում ստացավ «իրացվելիության ծուղակ» անվանումը (*liquidity trap*) և դեռևս շարունակում է ավելի ու ավելի լայն տարածում ստանալ զարգացած երկրների ԿԲ-ների գործունեության մեջ՝ որպես տնտեսության ակտիվացումը խթանող գործիք: Ավելին, տարբեր երկրների վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքների դիտարկումները ցույց են տալիս, որ դրանք միասնական չեն, և յուրաքանչյուր երկրի բանկ, ելնելով իր ազգային համակարգի զարգացման մակարդակից, սահմանում է իր տոկոսադրույքը: Զարգացած երկրներում այն

²³ <http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2016/update/02/pdf/0716r.pdf> 19 июля 2016 года для выпуска в Вашингтоне, США

որպես կանոն 2 տոկոս ցածր է գնաճի սահմանված թիրախից և միայն զարգացող երկրներում է, որ այն սահմանվում գնաճի տոկոսադրույքից բարձր տոկոսադրույքներով՝ 4-15 տոկոս: Ավելին, որոշ զարգացած երկրներ արդեն իսկ անցել են վերաֆինանսավորման բացասական տոկոսադրույք կիրառելու պրակտիկային (տ'ես հավելված 2)²⁴:

Հինգ երկրների կենտրոնական բանկեր՝ Եվրոպական կենտրոնական բանկը, Դանիայի ազգային բանկը, Շվեդարիայի ազգային բանկը, Շվեդիայի և Ճապոնիայի բանկերը արդեն 2016 թվականից սահմանել են առևտրային բանկերի դեպոզիտային հաշիվներում մնացորդային միջոցների պահպանության համար բացասական տոկոսադրույքներ: Փաստորեն ստացվում է, որ առևտրային բանկերը պետք է վճարեն այն միջոցների համար, որոնք պահվում են կենտրոնական բանկերում իրենց թղթակցային հաշիվներում: Կարգավորող մարմնի այսպիսի մոտեցումը հիմնականում բացատրվում է՝ մի կողմից տնտեսական աճը խթանելու, մյուս կողմից գնաճի ցածր մակարդակը և աճող դեֆլյացիայի վտանգը զսպելու նպատակով: Սա բոլորովին նոր մոտեցում է դրամավարկային քաղաքականություն իրականացնող մարմինների համար, իսկ թե որքանով դա արդյունավետ կլինի ֆինանսական միջնորդության համակարգի համար, դեռևս դժվար է կանխատեսել: Եվրոպական կենտրոնական բանկի հիմնական խնդիրը, ինչպես շատ երկրներում, միջնաժամկետ հատվածում գների կայունության ապահովումն է սահմանված 2 տոկոս գնաճի միջակայքում: Սակայն ներկայումս Եվրոգոտու երկրներում գնաճը նույնիսկ զրոյական մակարդակից ցածր է:

Սովորաբար, կենտրոնական բանկերը գնաճի ցանկալի մակարդակի հասնելու համար դրամավարկային քաղաքականություն մշակելիս ընտրում են գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը, որի համատեքստում դրամավարկային քաղաքականության միջանկյալ նպատակը՝ գնաճի մակարդակն է, իսկ գործառական նպատակը՝ կարճաժամկետ կամ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը: Ընդ որում դրամական իշխանությունները դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարության, միջանկյալ և գործառական նպատակների ընտրության հարցում լիովին անկախ են: Եթե

²⁴<http://www.fxstreet.ru.com/economic-calendar/interest-rates-table/>

բանկը գնահատում է, որ կանխատեսվող գնաճը շեղվում է նպատակային թիրախից, ապա սկսում է փոխել դրամավարկային քաղաքականության գործիքների տոկոսադրույքը, ինչն էլ փոխանցման մեխանիզմի միջոցով նվազեցնում է միջանկյալ նպատակի՝ կանխատեսված գնաճի շեղումը գնաճի նպատակային թիրախից: Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցման մեխանիզմներն այն ուղիներն են, որոնց միջոցով այն ազդում է ձեռնարկությունների, սպառողների և ֆինանսական միջնորդների տնտեսական գործունեություն իրականացնելու որոշումների, հետևաբար տնտեսական ակտիվության և գների վրա: Կարճաժամկետ հատվածում տոկոսադրույքների փոփոխությունը, որը տեղի է ունենում ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության գործիքների կիրառման միջոցով՝ հիմնականում կարճաժամկետ ռեպո գործառնությունների կիրառմամբ, որոշակի ժամանակահատվածում անդրադառնում են այլ տոկոսադրույքների վարքագծի վրա: Իսկ քանի որ վերջիններս առաջին հերթին փոխառության և սպառման այլընտրանքային ծախսեր են, իրենց ազդեցությունն են ունենում համախառն պահանջարկի վրա՝ ներդրումների և սպառման փոփոխությունների հետևանքով:

Եվրոպական կենտրոնական բանկը կիրառում է երեք այդպիսի գործիքներ՝ առևտրային բանկերի ուվերնայթ (*Overnight rate*) վարկային տոկոսադրույք, վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք և դեպոզիտային տոկոսադրույք: Ուվերնայթ տոկոսադրույքներից առևտրային բանկերը օգտվում են օրվա ընթացքում միայն մեկ անգամ, հիմնականում գիշերային ժամերին՝ առավոտյան մարելով պարտքը: Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը կենտրոնական բանկի՝ առևտրային բանկերին վարկավորելու հիմնական տոկոսադրույքն է, իսկ դեպոզիտային տոկոսադրույքը կենտրոնական բանկի կողմից առևտրային բանկերին վճարվող տոկոսներն են՝ նրանց միջոցները կենտրոնական բանկին ի պահ տալու դիմաց: Այսպիսի տոկոսադրույքներ հիմնականում կիրառում են զարգացած երկրների կենտրոնական բանկերը: Զարգացող և անցումային տնտեսությամբ երկրներում ոչ բոլոր կենտրոնական բանկերն են կիրառում այս փորձը, այդ թվում նաև՝ ՀՀ կենտրոնական բանկը:

Ելնելով Եվրոգոտու երկրների դանդաղ տնտեսական աճից և զրոյական գնաճի մակարդակից և այն համոզմունքից, որ դեռևս երկար ժամանակ գնաճը չի հասնի սահմանված 2 տոկոս ցուցանիշին, ԵԿԲ-ն որոշեց իջեցնել բոլոր երեք տոկոսադրույքները,

որոնք առանց այդ էլ աշխարհում ամենացածրն էին՝ դեռ 2008 թվականից սկսած. 2016 թվականի երկրորդ եռամսյակից վերավինանսավորման տոկոսադրույքը 0.05-ից իջեցվեց մինչև 0 տոկոսի, դեպոզիտայինը՝ ընդհանրապես ընդունվեց զրոյից ցածր -0.3-ից -0.04 միջակայքում: ԵԿԲ-ն միաժամանակ հայտարարեց, որ սա միջնաժամկետ հատվածում գների կայունացման և տնտեսության աշխուժացման համար անհրաժեշտ համալիր միջոցառումների մի մասն է միայն:

Այս մոտեցումներով կենտրոնական բանկերը փաստորեն առևտրային բանկերին կանգնեցնում են երկընտրանքի առջև. կամ իրենց միջոցները պահել կենտրոնական բանկերի հաշիվներում, կա՛մ սեփական պահպանության ներքո (կանխիկ), կամ էլ լավագույն դեպքում՝ տրամադրել միջբանկային կա՛մ առևտրային վարկեր՝ մեծացնելով վարկային ռիսկը: Հարկ է նշել, որ երկուսն էլ վերջին հաշվով հանգեցնում են բանկային գործնեության շահութաբերության անկման, քանի որ ներկայումս բանկերը չունեն ֆինանսական միջոցների համալրման կարիք և արդեն իսկ իրենց հաշիվներում ձևավորել են անհրաժեշտ պարտադիր պահուստների գումարը մի քանի անգամ գերաբանցող հավելուրդային միջոցներ, որոնց դիմաց ոչ թե ստանում, այլ վճարում են տոկոսներ: Իսկ իրական հատվածին ցածր տոկոսներով վարկավորումը կարող է ապահովել որոշակի եկամուտներ, բայց վարկի վերադարձելիության ռիսկերի աճի ուղեկցությամբ:

Շատ մասնագետների, այդ թվում նաև ԱՄՀ-ի կարծիքով, բացասական տոկոսների քաղաքականությունը կարող է հակառակ ազդեցությունը թողնել համաշխարհային ֆինանսական շուկաների վրա, քանի որ ներդրողների շրջանում լուրջ մտավախություն է առաջացնում համաշխարհային տնտեսությունում տեղ գտնող ներկայիս զարգացումները: Մասնավորապես, ամերիկյան հայտնի FactSet Research Systems ընկերությունը, որը դեռևս 1897 թվականից զբաղվում է տարբեր երկրների տնտեսական և ֆինանսական հատվածների վիճակագրական տվյալների հավաքմամբ և վերլուծությամբ, նշում է, որ 2016 թվականի առաջին չորս օրերին ԱՄՆ-ի և Չինաստանի ֆինանսական բորսաներում արժեթղթերի գնային անկումը աննախադեպ էր մինչև այդ գրանցված բոլոր ցուցանիշներից, երբ համաշխարհային ֆինանսական շուկան կորցրեց ավելի քան 2,5

տրիլիոն դոլար (տե՛ս հավելված 3)²⁵: Իսկ հայտնի ներդրող Ջորջ Սորոսի գնահատմամբ՝ ֆինանսական ակտիվների գնային այդպիսի անկումը կարող է պատճառ դառնալ 2008 թվականի ճգնաժամի կրկնման²⁶:

Համարյա բոլոր զարգացող և անցումային տնտեսությամբ երկրներում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքները ընդունվում են ավելի շատ ֆիսկալ, քան դրամական քաղաքականության կիրառման արդյունքում, սակայն որքան էլ դրանք ֆիսկալ կարգավորման բնույթ ունենան, միևնույնն է, այդ տոկոսադրույքները ներդրումային և վարկային տոքոսադրույքների ձևավորման համար ելակետային կողմնորոշիչ են: Ուստի տնտեսությունում գործարար ակտիվությունը բարձրացնելու նպատակով զարգացած երկրները նախընտրեցին անցնել դրամավարկային մեղմ քաղաքականության: Դրա շնորհիվ մեծացավ պահանջարկը վարկային ռեսուրսների նկատմամբ, ըստ որում՝ սկզբնական շրջանում կարճաժամկետ փոխառու միջոցների նկատմամբ, իսկ այդպիսի կարճաժամկետ ֆինանսավորման հիմնական գործիք են ՌԵՊՈ շուկաները: Միայն 2010 թվականին ԱՄՆ-ում ՌԵՊՈ շուկայում իրականացված գործարքները կազմեցին 12 տրիլիոն դոլար, իսկ ըստ Եվրոպական Կենտրոնական բանկի տվյալների, 2011 թվականի դեկտեմբերին Եվրոպայում դրանք հասան 6.2 տրիլիոն եվրոյի²⁷: Եվրոպական միության մի շարք երկրներ, մասնավորապես Հունաստանը, Իռլանդիան, Իտալիան, Պորտուգալիան, Իսպանիան, ստիպված եղան մեծացնել պետական պարտքի բեռը՝ վարկային հայտեր ներկայացնելով ԵԿԲ-ին և իրենց ազգային բանկերին: Պետությունների՝ վարկային ռեսուրսների նկատմամբ պահանջարկը հետզհետե այնքան մեծացավ, որ արդեն 2012 թվականի հոկտեմբերին ԵԿԲ-ն հայտարարեց, որ ԵՄ բանկային համակարգը այլևս այդպիսի պահանջներ բավարարելու ռեսուրսներ չունի, և վտանգի տակ են համակարգի իրացվելիության պահանջները, եթե գործի չդրվեն Եվրոհամակարգի վերաֆինանսավորման գործիքները: Արդյունքում Եվրոպական ֆինանսական միջնորդության համակարգի ակտիվները ավելացան ավելի քան 60 տոկոսով: Հատկանշական է, որ ակտիվների ավելացումը հիմնականում իրականացվեց ֆինանսական ենթակառուցվածքների ակտիվների մեծացմամբ, իսկ բանկային

²⁵ http://www.dp.ru/a/2016/01/08/Samij_silnij_obval_na_fo/

²⁶ <https://www.factset.com/about>

²⁷ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201204en.pdf>

համակարգի ակտիվները, ընդհակառակը նվազեցին շուրջ 2.5 տոկոսով (տե՛ս աղյուսակ 1.2.1): Ինչպես տեսնում ենք աղյուսակ 1.2.1-ում ներկայացված տվյալներից, զարգացած երկրներին բնորոշ են ֆինանսական միջնորդության զարգացած ենթակառուցվածքները, որոնց ֆինանսական ակտիվները 2011 թվականի երկրորդ եռամսյակի դրությամբ կազմում են ընդհանուր ֆինանսական ակտիվների շուրջ 48.5 տոկոսը և գերազանցում են այդ երկրների անվանական ՀՆԱ-ն չորսից վեց անգամ:

Աղյուսակ 1.2.1 Երոգոտու ֆինանսական համակարգի ակտիվների կառուցվածքը²⁸

Ֆինանսական միջնորդներ	2007թ. ապրիլ 2 եռամսյակ	2011թ. ապրիլ 2 եռամսյակ
	ընդհանուր ակտիվների նկատմամբ %	ընդհանուր ակտիվների նկատմամբ %
Բանկեր	54.0	51.5
Այլ ֆինանսական ենթակառուցվածքներ	17.9	19.9
Եվրոհամակարգ	3.5	5.8
Այլ	24.5	22.2

Հայաստանի Հանրապետությունում համապատասխան ենթակառուցվածքների ակտիվները կազմում են ընդհանուրի շուրջ 10 տոկոսը, մնացած 90%-ը բաժին է ընկնում առևտրային բանկերին, որոնք կազմում են, 2016 թվականի վերջի դրությամբ, Հայաստանի Հանրապետության անվանական ՀՆԱ-ի 88.4%, ինչը փաստում է ՀՀ ֆինանսական համակարգի թույլ զարգացվածության մասին:

Չնայած այս բոլոր միջոցառումներին, միևնույն է, ԵԿԲ-ի ֆինանսական վարկային միջոցները չէին բավարարում երկրների ֆինանսական պահանջները: Այս պայմաններում Եվրոպական ֆինանսական համակարգի, մասնավորապես Եվրաբանկի վարկային պահանջարկի բավարարման և միաժամանակ բանկերի իրացվելիության ապահովման համար խիստ կարևոր նշանակություն ձեռք բերեց երկար փողերի ներգրավվման գործիքների կիրառումը (LTRO, *long-term refinancing operations*): Ասվածով պայմանավորված՝ Եվրոպական կենտրոնական բանկը վարկավորման և ներդրումների ծավալների մեծացման նպատակով անցավ լայնամասշտաբ երկար փողեր ձևավորող գործիքների կիրառմանը՝ շնորհիվ այլ ֆինանսական միջնորդության

²⁸ ECB, April 2012. <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/mobu/mb201204en.pdf>

ենթակառուցվածքների: Ընդամենը երկու LTRO-ների տեղաբաշխմամբ հնարավոր եղավ ներգրավել ավելի քան մեկ տրիլիոն եվրո, որը հիմնականում ուղղվեց եվրոպական երկրների արդյունաբերական հիմնական գերակա ճյուղերի վարկավորմանը՝ ըստ որում պահպանելով դրամավարկային մեղմ քաղաքականության հայեցակարգային մոտեցումներ (տե՛ս հավելված 4): Վարկավորման այսպիսի ծավալները խորապես մեծացնում են եվրամիության երկրների կախվածությունը ԵԿԲ-ից, ինչը ակնհայտորեն նոր ռիսկերի առաջացման պատճառարձակ ինչպես վարկառու երկրների, այնպես էլ ԵԿԲ-ի համար հատկապես ներկայիս տնտեսական ցածր աճի պարագայում՝ պայմանավորված իրացվելիության և արտարժույթային փոխարժեքների տատանումներով: Եվրոպական բանկերը հիմնականում գործում են սինդիկակացված դոլարով, մինչդեռ տնտեսությունում միջոցները ներգրավում են եվրոյով²⁹: Այս գործոնը հատկապես լուրջ ազդեցություն ունի զարգացող երկրների ֆինանսական կայունության վրա:

Հարկ է նշել, որ ԱՄՆ-ում դեռևս չի քննարկվում բացասական տոկոսադրույքների կիրառման հարցը, այլ ընդհակառակը հակված են բարձրացնելու դրա, ինչը ոչ միայն միանշանակ կհանգեցնի՝ եվրոյի դիրքերի ավելի թուլացմանը միջազգային շուկաներում, այլև զարգացող երկրների արժույթների արժեզրկմանը: Մինչդեռ Անգլիայի բանկը հետևում է բացասական տոկոսադրույքների զարգացման ընթացքին, և եթե երկրի ֆինանսական համակարգում մեծանա վարկերի և սպառման մակարդակների արդեն իսկ տեղ գտնող անկումը, ապա կանցնի բացասական տոկոսադրույքի կիրառման:

Ակնհայտ է, որ տնտեսության աճի խթանման քողի տակ կարգավորողները հիմնականում ջանում են պահպանել ֆինանսական համակարգի կայունությունը: Նոր ճգնաճամից կամ դեֆոլթից խուսափելու համար նրանք բանկերին և ներդրողներին գրեթե ստիպում են դիմել ռիսկային գործողությունների՝ իրենց ֆինանսական միջոցները ուղղորդել իրական հատված՝ զբաղվածության բարձրացման նպատակով: Այս պայմաններում ֆինանսական շուկաներում դարձյալ մեծ թափով վերարտադրվում են նախկին ռիսկերից ամենավտանգավոր ֆինանսական գործիքները՝ ածանցյալ և անորակ արժեթղթերը, որոնք, մասնագետների կարծիքով, վերջին ճգնաժամի առաջացման հիմնական պատճառներից մեկն էին: Դրանց ներկայիս ծավալները գերազանցում են

²⁹ <https://newwindow=1&q=syndicated+Dolar>

նույնիսկ մինչ ճգնաժամային ժամակահատվածի ծավալները (տե՛ս հավելված 5)³⁰: Երևույթը բացատրվում է նրանով, որ այս արժեթղթերը ցածր եկամտաբերության պայմաններում ապահովում են համեմատաբար բարձր եկամուտներ, իսկ ածանցյալ արժեթղթերով, կազմակերպությունները ձգտում են օպտիմալացնել իրենց հաշվեկշիռը նվազեցնելով հնարավոր ռիսկերը: Այս նպատակին հասնելու համար սկսեցին շրջանառվել, այսպես կոչված «աղբային» պարտատոմսերը կամ «միջանկյալ» ֆինանսավորման գործիքները, որոնք ի հայտ եկան ԱՄՆ-ում, երբ մեծ թվով կորպորացիաներ լուծարվում էին կամ վերամիավորվում, քանի որ անհրաժեշտ էին միջոցներ պարտքերի մարման և դրանց ետգնման համար: Դրանով պայմանավորված այդպիսի հեղինակագուրկ կազմակերպությունների թողարկած պարտատոմսերը ստացան «աղբային» արժեթուղթ անվանումը: 80-ական թվականների ընթացքում վաճառվեցին հարյուր միլիոնների հասնող «աղբային» պարտատոմսեր, որոնցով ֆինանսավորվեցին հարյուրավոր այդպիսի գործարքներ³¹: Ընդհանրապես ամբողջ աշխարհում վերջին տարիներին ֆինանսական շուկաներում դարձյալ աննախադեպ աճի միտում են գրանցում ածանցյալ արժեթղթերը: Դրանք 2011-ի վերջին, ըստ ԱՄՆ արժեթղթերի վերահսկողության հանձնաժողովի հրապարակած տվյալների, աշխարհում կազմում են շուրջ 720, ճապոնիայում՝ 55, իսկ ԱՄՆ-ում՝ 238 տրլն դոլար³²: Ածանցյալ արժեթղթերը ֆինանսական շուկայում հայտնի են նաև որպես հեջավորման, այսինքն՝ որպես ռիսկի ապահովագրման գործիքներ, իսկ դրանց ծավալների աճը հուշում է ֆինանսական շուկաներում ռիսկերի աճի մասին: Սակայն, ինչպես ցույց տվեց վերջին ճգնաժամի փորձը, սրանք լավագույն լուծումները չեն ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովման առումով:

Հետճգնաժամային տարիներին համաշխարհային ֆինանսական համակարգում տեղ են գտնում նաև զարգացման այլ միտումներ ևս, որոնցից հատկապես ուշագրավ է այն փաստը, որ աստիճանաբար նվազում է Եվրոպական բանկերի մասնակցությունը միջազգային ֆինանսական շուկաներին, և ընդհակառակը՝ նկատվում են ֆինանսական շուկաների ազգայնացման միտումներ: Այսպես, Կանադայի բանկի նախագահ Մ.Կարնիի գնահատմամբ, ով նաև Եվրոպական ֆինանսական կայունության խորհրդի նախագահն է,

³⁰ <https://www.bofaml.com/en-us/content/trader-trends-new-liquidity-opportunities-in-etf-trading.html>

³¹ Finnerty J.D. Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview, *Financial Management*, pp. 14-33, Winter 1988.

³² US Comptroller of the Currency, June 2012. Ամն-ում ըստ վեց ամենախոշոր բանկերի տվյալների

«Եվրոպական ֆինանսական համակարգը վերջին ժամանակներս ակտիվորեն վերաազգայնացվում է»³³: Ասվածի վկայությունն է այն, որ եթե մինչ ճգնաժամը երեվրոպական տարածքում Եվրաբանկի կողմից վարկավորման ծավալները աճում էին տարեկան շուրջ 25 տոկոսով, ներկայումս այն նվազել է մոտ 1.5 անգամ՝ կազմելով շուրջ 10 տոկոս: Դրան հակառակ՝ մեծանում է զարգացող երկրներից կապիտալի արտահոսքը զարգացած երկրներ. միայն 2015 թվականին կապիտալի արտահոսքը կազմել է 600 մլրդ դոլար, միևնույն ժամանակ զարգացած երկրներից դեպի զարգացող երկրներ ներհոսքը կրճատվել է 800 մլրդ դոլարով: Վարկավորման ծավալների այսպիսի կրճատումը Ճապոնիայի Բանկի նախագահ Մ. Սիրակավան հիմնավորում է այն իրողությամբ, որ ներկայումս ֆինանսական ինստիտուտներից պահանջվում է բավարարել շուկաների ներքին պահանջարկը, ինչն էլ առաջացնում է ֆինանսական շուկաների ազգայնացման միտումներ³⁴:

Համաշխարհային ֆինանսական միջնորդության համակարգում տեղ գտնող այս զարգացումները նման արագ և անորոշ փոփոխություններով կարող են լուրջ հետևանքներ ունենալ զարգացող երկրների ֆինանսական համակարգերի վրա: Մասնավորապես կարող են կլանել համակարգի իրացվելիությունը՝ մեծացնելով փոխառությունների ներգրավման հնարավորությունները, նպաստել պարտքի սպասարկման ռիսկերի աճին՝ պայմանավորված ֆինանսական ակտիվների և ազգային արժույթների արժեզրկմամբ, ինչն էլ, անշուշտ, կարող է իր ուղղակի ազդեցությունը ունենալ զարգացող երկրների տնտեսական աճի վրա, այդ թվում նաև Հայաստանի: Այս պայմաններում Հայաստանի համար չափազանց կարևոր հիմնախնդիր է դառնում ազգային շուկաների ներդաշնակ գործունեության և համաշխարհային ֆինանսական համակարգին ինտեգրման կարգավորման նոր մոտեցումների մշակման ու կիրառման անհրաժեշտությունը՝ ելնելով երկրի տնտեսական ու աշխարհաքաղաքական առանձնահատկություններից:

³³ Carney M. Financing the global transition, Remarks at the Atlantic Institute for Market Studies. Halifax. Nova Scotia. 21 June 2012.

³⁴ Remarks by Mr Masaaki Shirakawa, Governor of the Bank of Japan, at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium. Jackson Hole. Wyoming. 2009. 21 August.

1.3 Ֆինանսական միջնորդության համակարգերի ինտեգրման և կարգավորման գործող մոտեցումները

Միջազգային ֆինանսական միջնորդության համակարգերի զարգացման նշված միտումների և զարգացած երկրների առջև ծառացած հիմնախնդիրների և ծավալների կատարված ուսումնասիրություններից ակնհայտ են դառնում ֆինանսական միջնորդության համակարգի ինտեգրման գործընթացներում ցանկացած երկրի ֆիսկալ կարգավորման, հսկողության և վերահսկողության ուժեղացման անհրաժեշտությունն ու հրատապությունը՝ ելնելով տվյալ երկրի ազգային առանձնահատկություններից:

Վերջին տարիներին միջազգային փորձագետները հատկապես Եվրոգոտու համար շատ էին կարևորում Բանկային Միության ստեղծելու անհրաժեշտությունը: Ավելին, նրանք կարծում էին, որ Եվրոգոտու հետագա գոյությունը մեծապես կախված է նրա՝ բանկային նոր միություն ձևավորելու ունակությունից, որը պետք է հստակորեն ներդաշնակեցնի կարգավորման, հսկողության և վերահսկողության գործառույթները Եվրամիության կազմի մեջ մտնող բոլոր երկրների բանկային համակարգերի նկատմամբ՝ հաշվի առնելով այդ երկրների ազգային առանձնահատկությունները³⁵: Այս ուղղությամբ առաջին քայլերն արդեն արված էին, իսկ 2012 թվականի դեկտեմբերին, երբ Եվրամիության բոլոր 27 երկրների Էկոնոմիկայի և ֆինանսների նախարարները կնքեցին համաձայնագիր իրենց երկրների բանկային համակարգի նկատմամբ միասնական բանկային վերահսկողական մեխանիզմ կիրառելու վերաբերյալ (*Single Supervisory Mechanism*), այդ գործառույթի իրականացման իրավունքը վերապահվեց Եվրոպական Կենտրոնական բանկին: Համաձայնագրով նախատեսվում էր նաև անհրաժեշտության դեպքում երկրների ազգային բանկերի ուղղակի ֆինանսավորման հնարավորություն Եվրոպական կայունության մեխանիզմի միջոցներից: Սակայն ոչ բոլոր բանկերի նկատմամբ էր վերահսկողություն իրականացնելու ԵԿԲ-ն: Նրա վերահսկողության գործառույթները տարածվում էին միայն այն ազգային բանկերի նկատմամբ, որոնց ակտիվները գերազանցում են 30 մլրդ եվրոն կամ համարժեք են իրենց երկրի ՀՆԱ-ի 20 տոկոսին և ավելին: Պարտադիր վերահսկողություն պետք է սահմանվեին Միության յուրաքանչյուր երկրի առնվազն երեք

³⁵ Europe's banking union: made in Brussels / The Economist. 2012. November 17.

խոշոր բանկերի վրա: Մնացած բանկերի նկատմամբ վերահսկողությունը պետք է իրականացնել տվյալ երկրի Կենտրոնական բանկը, ըստ որում այս դեպքում էլ ԵԿԲ-ն կարող էր միջամտել եվրոգոտու մեջ մտնող ցանկացած բանկի գործունեությանը, եթե նկատում էր, որ բանկում խնդիրներ են առաջանում: Հարկ է նշել, որ այս Եվրոպական միասնական վերահսկողության մեխանիզմին կարող էին միանալ նաև ոչ եվրոգոտու երկրներ:

ԱՄՆ-ում նույնպես ճգնաժամից հետո ֆինանսական միջնորդության համակարգի կայունության ապահովման նպատակով հատուկ կարևորվեց կարգավորման, հսկողության և վերահսկողության միջոցառումների խստացումը: 2011 թվականի հուլիսի 21-ին՝ 1929 թվականից Մեծ դեպրեսիայից հետո ընդունված օրենքը փոխարինվեց նոր օրենքով, որով, կարգավորման և վերահսկողության ուժեղացման անհրաժեշտությամբ պայմանավորված, լուրջ փոփոխություններ մտցվեցին Ուոլ-Սթրիթ-ի ֆինանսական գործունեության մեջ: Օրենքի հեղինակներն էին Բարնի Ֆրանկը և Քրիս Դոդդն, ի պատիվ որոնց էլ այն ստացավ Ֆրանկ-Դոդդի օրենք անվանումը: Օրենքի նպատակներն էին ապահովել ԱՄՆ-ի ֆինանսական միջնորդության համակարգի կայունությունը, խստացնել ֆինանսական սեկտորի, հատկապես բանկային համակարգի գործունեության նկատմամբ վերահսկողական պահանջները՝ բացառելու համար որևէ բանկի սնանկացումը՝ որպես պաշտպանություն սպառողների շահերի: Օրենքի ընդունման համար հիմք ծառայեց 2008 թվականի հայտնի իրադարձությունները, երբ «պայթեց» ԱՄՆ-ի ֆինանսական համակարգը, իսկ տնտեսությունը կորցրեց ավելի քան 8 մլն աշխատատեղ: Օրենքը ԱՄՆ-ի քաղաքացիներին և կազմակերպություններին արգելեց գնել կամ վաճառել թանկարժեք մետաղներ, ներառյալ ոսկի և արծաթ արտաբորսայական շուկաներում, այդ թվում նաև Ֆորեքս շուկայում: Սակայն տնտեսական ռիսկեր կարող են առաջանալ ոչ միայն բանկային համակարգում, այլ նաև ֆինանսական մյուս ենթակառուցվածքներում, ինչպիսիք են ապահովագրական, ներդրումային ինստիտուտները:

Կապիտալի սպեկուլյատիվ տեղաշարժերի նկատմամբ վերահսկողության իրականացման համար շատ երկրներում կիրառվեցին հարկաբյուջետային մեխանիզմներ: Օրինակ Ֆրանսիայում, Իտալիայում այս երևույթի դեմ պայքարի նպատակով մտցվել է Թոբինի հարկը: Այս հարկի կիրառումը առաջարկվել է ամերիկացի տնտեսագետ,

Նորբեյյան մրցանակակիր Ջեյմս Թոբինի կողմից 1972 թվականին, ընդամենը կապիտալի սպեկուլյատիվ հոսքերը մի արժույթից մեկ այլ արժույթի փոխանակային գործառնությունների կարգավորման նկատառումներով³⁶: Այն առաջին անգամ կիրառեց ԱՄՆ նախագահ Նիկսոնը՝ 1971 թվականին Բրետեն-Վուդսյան համաձայնագրի փլուզումից մեկ տարի անց: Սակայն 90-ական թվականներին այս հարկը շատ մեծ քննադատությունների ենթարկվեց հանրության և հարկատուների կողմից՝ որպես ֆինանսական համակարգի զարգացումը խաչընդոտող գործոն: Այդ քննարկումների արդյունքում ինքը՝ Թոբինը, առաջարկեց հրաժարվել այդ դրանից: Սակայն 40 տարի անց Եվրամիությունը նոր կյանք տվեց այդ հարկատեսակին՝ որպես ֆինանսական գործառնությունների հարկման գործիքի, բայց արդեն նոր ձևաչափով: 2013 թվականի փետրվարի 14-ին Եվրահանձնաժողովը օրենքով ընդունեց Թոբինի հարկը, որակելով այն կարևոր քայլ համաշխարհային ֆինանսական շուկաների կարգավորման գործում՝ հանուն համընդհանուր սոցիալական արդարության վերականգման³⁷:

Հարկ է նշել, որ Եվրոպական երկրներում, ինչպես նաև Հայաստանում, ֆինանսական գործառնությունները ազատված էին ավելացված արժեքի հարկից՝ չնայած այն հանգամանքին, որ վերջին 20 տարիներին ֆինանսական ոլորտը համարվում է բարձր շահութաբերություն ապահովող ոլորտներից մեկը, և ազատ կապիտալը շրջանառվում է հենց այս համակարգում, որը հաճախ նաև ֆինանսական սպեկուլյացիայի տարատեսակ հանդիսացող գործառնությունների հետևանքով ֆինանսական միջոցները դուրս է մղվում տնտեսության իրական հատվածից՝ վերածվելով «սպեկուլյատիվ կապիտալի»: Բացի դրանից, օրենքի ընդունման հիմք դարձավ նաև այն, որ Եվրամիության տարբեր երկրներում արդեն գործում էին նմանատիպ հարկատեսակներ օրինակ (Շվեդիան ֆինանսական գործառնությունները հարկում իրականցնում էր դեռևս 1984 թվականից): Հարկման այս բազմազանությունը Եվրամիության երկրներում անթույլատրելի էր, քանի որ այն հակասում էր միասնական հարկաբյուջետային քաղաքականության իրականացմանը Եվրոպայի ներքին շուկաներում: Ուստի Եվրամիությունը կարիք ուներ ներդաշնակեցնել

³⁶ St u Tobin James (1972), A Proposal for International Monetary Reform. Eastern Economic Journal 4: p.153-59.

³⁷ European Commission (2013) Proposal for a Council Directive implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax, Brussels, COM(2013) 71 final.

հարկային օրենսդրությունը ֆինանսական գործառնությունների հարկման միասնական մոտեցումներով և դրույքաչափերով, որպեսզի ապահովեր ֆինանսական միջնորդության համակարգի արդյունավետ գործունեությունը՝ ապահովելու ազատ մրցակցության համար բավարար պայմաններ Եվրամիության մեջ մտնող բոլոր երկրներում:

Այդ նպատակով, ձևակերպվեց հարկատեսակի ընդունման երեք հիմնական նպատակները՝

1. ներդաշնակեցնել ֆինանսական գործառնությունների հարկումը անուղղակի հարկի հարկային օրենսդրության պահանջներին այնպես, որ դրանով երաշխավորվի ֆինանսական ակտիվների արդյունավետ գործունեությունը ներքին շուկաներում, և ապահովվի առողջ մրցակցության միջավայր ֆինանսական գործիքների, ֆինանսական ինստիտուտների և ֆոնդային բորսաների համար ամբողջ Եվրոգոտու տարածքում,

2. համոզվել, որ դրանով ֆինանսական հաստատությունները կունենան էական ներդրում վերջին ճգնաժամի հետևանքների վերացման գործում, և որ այդ հարկի կիրառմամբ հնարավոր կլինի ապահովել հավասարաչափ հարկային դաշտ տնտեսության բոլոր հատվածների համար,

3. հնարավոր ճգնաժամերից խուսափելու նպատակով՝ ձեռնարկել վերահսկողության և կարգավորման այնպիսի մեխանիզմներ, որոնցով հնարավոր կլինի կիրառել համապատասխան արգելքներ բոլոր այն գործառնություններն իրականացնելիս, որոնց հետևանքով կխաթարվի ֆինանսական շուկաների արդյունավետ գործունեությունը:

Անշուշտ այս օրենքը պարունակում է ֆինանսական շուկաների դեմոկրատական վերահսկողության և կարգավորման սկզբունքային միտումներ, սակայն միանշանակորեն պնդել, որ այն բխում է բոլոր երկրների շահերից՝ սխալ կլինի, քանի որ դրանով չեն լուծվում զարգացող երկրների ֆինանսավորման խնդիրները և ընդհանրապես այն չի նպաստում դրանց ֆինանսական և տնտեսական ինտեգրացիոն գործընթացներին, այլ ընդհակառակը սահմանափակում է: Որոշ առումներով այն նույնիսկ վտանգավոր է նաև հենց Եվրամիության համար, քանի որ դա կարող է պատճառ դառնալ ներդրումների նվազման և ներդրողների կողմից դեպի ավելի գրավիչ պայմաններ ունեցող երկրներ կապիտալի տեղաշարժերի: Մասնագետների նախնական գնահատմամբ՝ հարկի

կիրառմամբ հնարավոր կլինի մեծացնել հարկային մուտքերը տարեկան շուրջ 30-35 մլրդ եվրոյով, որը կազմում է ընհանուր հարկային մուտքերի մոտավորապես 1% -ը³⁸:

Ուշագրավ է այն փաստը, որ ԱՄՆ-ի կառավարությունը, չնայած այն հանգամանքին, որ երկրի լայնածավալ ֆինանսական համակարգը պատճառ դարձավ հայտնի ֆինանսական ճգնաժամի համար դեռ ոչ մի կերպ չի արձագանքում կոնգրեսի օրենսդրական թիվ H.R.459 նախաձեռնությանը, որը վերաբերում է Դաշնային Ռեգերվային բանկի կողմից իրականացվող գործառնությունների, դրամավարկային քաղաքականության նկատմամբ աուդիտի իրականացմանը: Նախագծին կողմ են քվեարկել 327, դեմ 98 կոնգրեսականներ³⁹: Այդ նախաձեռնությանը դեմ է հիմնականում բանկի ղեկավարությունը՝ այդպիսի աուդիտի իրականացումը որակելով «գիշերային մզավանջ»⁴⁰: Չնայած այսպիսի բացասական դիմակայությանը, այնուամենայնիվ նախագիծը չի հանվել օրակարգից, և հնարավոր է, որ այն ընդունվի մոտ ապագայում:

Համանման միջոցառումներ սպասվում են, նաև մյուս երկրներում: Նույնիսկ ԱՄՀ-ն, կապիտալի տեղաշարժերի նկատմամբ ավանդաբար լինելով լիբերալ մոտեցումների կրող, այնուամենայնիվ նշում է, որ որոշ պայմաններում միայն՝ ֆինանսական կայունության ապահովման նպատակով, կապիտալի հոսքերի այսպիսի կարգավորումը կարող է արդյունավետ լինել⁴¹:

Պատահական չէ, որ ֆինանսական միջնորդության համակարգի կայուն գործունեության ապահովման համար առաջնային պլան է մղվում ֆինանսական շուկայում իրադարձությունների փոփոխությանը ժամանակին արձագանքելու և առաջացած անբարենպաստ հետևանքները հնարավորինս նվազեցնելու գաղափարը: Վերջին տասնամյակներում ռիսկի կառավարման փուլային գործընթացը հանգեցրեց ֆինանսական վերլուծական ներուժի քանակական և որակական զարգացման, որն էլ, անշուշտ, իր արտացոլումը գտավ ֆինանսական միջնորդության համակարգի կարգավորման և վերահսկողության մեխանիզմներում, մեթոդներում ու մոդելներում: Դրա օրինակներից էր ճգնաժամից հետո Բազելյան կոմիտեի կողմից մշակած «խաղի նոր

³⁸ European Commission (2013) Proposal for a Council Directive implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax, Brussels, COM(2013) 71 final.

³⁹ The Federal Banking Agency Audit Act, 1978 (31 U.S.C. 714).

⁴⁰ House passes Ron Paul's Fed audit measure/ The Washington Post. 2012. July 25.

⁴¹ The liberalization and management of capital flows: an institutional view. IMF. 2012. 14 November. P.18.

կանոնները», որոնք ստացան Բազել 3 անվանումը⁴²։ Վերջինս բանկերից մասնավորապես պահանջում է, որ նրանց բաժնետիրական կապիտալը կազմի ակտիվների առնվազն 4,5%-ը (նախկինում՝ 2%), ինչպես նաև, այսպես կոչված, Առաջին մակարդակի (Tier 1) կապիտալի համարժեքության 6%-անոց ցուցանիշ՝ նախկինի 4%-ի փոխարեն։ Այն ենթադրում է նաև կապիտալի կոնսերվացման 2,5%-անոց բուֆեր, ինչպես նաև հակացիկլիկ բուֆեր, որը վարկավորման բուռն աճի ժամանակ թույլ է տալիս կարգավորողներին պահանջել բանկերից պահուստավորելու իրենց կապիտալի ևս 2,5%-ը, այնպես, որ ընդհանուր կապիտալի համարժեքությունը կազմի 14-16%։ Սակայն Բազել 3-ը, ի տարբերություն նախկին կարգավորման ոժիմների, միանշանակ չընդունվեց համաձայնագրի անդամ երկրների կարգավորողների կողմից։ Մասնավորապես Տնտեսական համագործակցության և զարգացման կազմակերպության (OECD) գնահատականներով՝ կարգավորման խստացված պահանջների պատճառով բանկերի վարկային և ավանդային տոկոսադրույքների սփրեղը մոտակա տարիներին կավելանա 0,15-ից 0,5 տոկոսային կետով, ինչը կդանդաղեցնի գլոբալ տնտեսական աճը 0,05-0,15%-ով⁴³։ Քննադատների պնդմամբ, հենց բանկային խստացված վերահսկողությունն է պատճառ դարձել, որ հետճգնաժամային վերականգնումն աշխարհում դանդաղ է ընթանում։ Իսկ նոր ստանդարտների ջատագովներն էլ հակադարձում են՝ ասելով որ հենց բանկային թույլ կարգավորումն է վերջին ճգնաժամի պատճառը։ Այնուամենայնիվ, այս գործընթացին անմասն չի մնա նաև Հայաստանի ֆինանսական համակարգը, որն անցավ կարգավորման Բազել 2 ստանդարտներին 2006-2007թթ., իսկ սկսած 2015-ից՝ փուլային տարբերակով անցում է կատարում կարգավորման և վերահսկողության նոր կանոններին։ Համաձայնագրին անդամակցող երկրները, այդ թվում նաև Հայաստանը, կարող են դրանք տեղայնացնել իրենց ներքին ֆինանսատնտեսական պայմաններին համապատասխան՝ պահպանելով դրանց հաշվարկման մեթոդիկան։ Թե որքանով այն կծառայի աշխարհի գրեթե բոլոր երկրների և միջազգային ֆինանսական կազմակերպությունների գերխնդրի լուծմանը՝ ֆինանսական համակարգային ռիսկերը ժամանակին բացահայտելուն կամ գոնե նվազագույնի հասցնելու դրանք, միաժամանակ ծառայելով որպես ֆինանսական

⁴² <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>

⁴³ Stefan W Schmitz, Heiko Hesse, “Recent studies reinforce the case for the Liquidity Coverage Ratio” 08.04.14

կայունության ապահովման հուսալի գործիքներ, ցույց կտա ժամանակը: Սակայն արդեն իսկ ամերիկյան խոշորագույն ներդրումային ընկերություններից մեկի՝ «BlackRock»-ի բաժնետեր և գործադիր տնօրեն Լարի Ֆինկի գնահատմամբ, Եվրոգոտու երկրներում կիրառվող ցածր տոկոսադրույքների քաղաքականությունը չի բխում ավանդատուների շահերից, որն էլ իր հերթին թույլ է տալիս արձանագրելու, որ այդպիսի քաղաքականությունը հակառակ ազդեցությունն է թողնում տնտեսության վրա, քան ակնկալվում էր⁴⁴: Նա գտնում է, որ բացասական տոկոսադրույքները հատկապես անհանգստացնող և ոչ արդյունավետ գործոն են ներկայիս սոցիալական և քաղաքական ռիսկերի պայմաններում: Այդ քաղաքականությունը համաշխարհային տնտեսությունում վերջին տաս տարիների ընթացքում ստեղծել է ամենաանկայուն իրավիճակը, հաղորդում է «MarketWatch» ֆինանսական տեղեկատվական կենտրոնը⁴⁵: Լարի Ֆինկը բաժնետերերի համար պատրաստված ամենամյա զեկույցում նշում է, որ կենտրոնական բանկերը նման քաղաքականությամբ կոպիտ ճնշում են գործադրում միջազգային խնայողությունների վրա՝ դրդելով այդ միջոցներն ուղղել ավելի բարձր եկամուտներով ռիսկային ակտիվներ ձեռք բերելու՝ հաշվի չառնելով, որ այն կարող է հանգեցնել ֆինանսական և տնտեսական վտանգավոր հետևանքների: Պարզաբանելով կանխատեսումը՝ Ֆրենկը նշում է, որ ավանդատուները ստիպված են իրենց եկամուտներից ավելի շատ միջոցներ ուղղել կենսաթոշակային ապահովման նպատակին՝ կրճատելով սպառման պահանջարկի բավարարման համար կատարվող ծախսերը: Այս և մի շարք այլ գործոններ, այդ թվում հատկապես աշխարհաքաղաքական վերջին անբարենպաստ զարգացումները, համաշխարհային տնտեսության համար ստեղծել են խիստ անորոշ վիճակ, որը երբևէ չի նկատվել նախաճգնաժամային ժամանակներում: Որպես կանոն, դրամավարկային քաղաքականությունը կոչված է նպաստելու տվյալ երկրի տնտեսական աճի ապահովմանը, մինչդեռ ներկայումս, փաստորեն, այն մեծացնում է սպառման ծախսերի կրճատման ռիսկերը, ամփոփում է գերմանացի հայտնի ֆինանսիստը:

Հատկանշական է, որ Արժույթի միջազգային հիմնադրամը (ԱՄՀ) նույնպես որոշակի վերապահումով է վերաբերվում բացասական տոկոսադրույքների կիրառման

⁴⁴ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-07-14/fink-says-not-enough-evidence-to-justify-recent-equities-rally>

⁴⁵ <http://www.marketwatch.com/>

արդյունավետությանը: Մասնավորապես, հիմնադրամի փորձագետները հայտարարում են, որ այդ քաղաքականությունը օգնում է ստեղծել լրացուցիչ դրամական և ֆինանսավորման խթաններ գործարար միջավայրի, գների կայունության և սպառման մակարդակի պահպանման համար՝ չբացառելով, որ դա կիրառելու դեպքում, ավանդատուները կարող են հայտնվել անբարենպաստ պայմաններում: ԱՄՀ-ն ընդունում է նաև, որ այդպիսի քաղաքականությունը պետք է ունենա իր կիրառման սահմանները և՛ ըստ խորության, և՛ ըստ ժամկետայնության: Եթե այն կրի երկարաժամկետ և տոկոսադրույքների նվազման խորացման բնույթ, ապա դա կարող է հանգեցնել անկանխատեսելի հետևանքների: Չի բացառվում, որ բանկերը ստիպված լինեն մեծացնել վարկային դիսկը ցածր վարկունակությամբ վարկառուների վարկավորման ճանապարհով՝ լրացնելու համար ավանդատուների քանակի կրճատման պատճառով առաջացող ավանդային ֆինանսական միջոցների բացը: Բացի դրանից, բացասական տոկոսադրույքները կարող են հանգեցնել նաև ֆինանսական ակտիվների արժեզրկման արժեթղթերի շուկայում՝ ստեղծելով ֆինանսական միջնորդության համակարգի կայունության ապահովման լուրջ հիմնահարցեր:

Ռուսաստանի և ԱՊՀ երկրների MFX-ի «Ալոր-բրոքեր» խոշորագույն ընկերության վերլուծաբան Ալեքսեյ Անտոնովի գնահատմամբ, զրոյական կամ բացասական տոկոսադրույքների կիրառումը համաշխարհային շուկայում, ըստ էության, ֆինանսական համակարգի կարգավորման բոլորովին նոր, «էքստրաօրդինար» մոտեցում է, որի գլխավոր նպատակը տնտեսության վերականգնումն է՝ առանց դրա արդյունավետության և հետևանքների անհրաժեշտ վերլուծություններ իրականացնելու⁴⁶: Ինչպես արդեն իսկ, ցույց է տվել միջազգային փորձը, այդպիսի մոտեցումը չի ապահովում այն ցանկալի արդյունքը, որին ձգտում են կարգավորողները: Եթե ԱՄՆ-ում փոքրիշատ հաջողվում է վերականգնել տնտեսությունը, ապա նույնը չի կարելի ասել եվրոգոտու երկրների համար. այստեղ աճը գործնականում զրոյական է: Ամեն դեպքում տոկոսադրույքների կարգավորման այս մոդելի կիրառումը երկարաժամկետում կարող է կործնարար հետևանքներ ունենալ զարգացած երկրների համար: Այս վտանգը ընդունում են նաև ԱՄՆ Դաշնային պահուստային համակարգի կարգավորողները, որոնք, անտեսելով Չինաստանի կողմից

⁴⁶ <http://expert.ru/2016/04/12/trevozhnyie-stavki/>

համաշխարհային տնտեսությանը սպառնացող ճնշումները և նավթի միջազգային գների անորոշ տատանումներից առաջացող ռիսկերը, այսօր կանգնած են երկրնտրանքի առջև՝ բարձրացնել տոկոսադրույքները, թե՛ առայժմ հավասարակշռել դրանք զրոյական տոկոսադրույքների կիրառմամբ՝ սպասելով տնտեսության համապատասխան աճին, այնուհետև բարձրացնել տոկոսադրույքները: Ըստ Անտոնովի՝ ԴՊՀ-ն ներկայումս ունի մի գործնական լուծում՝ կիրառել կարգավորման այնպիսի մոտեցում, որն առավելագույնս կնպաստի տնտեսական և ֆինանսական համակարգերի հավասարակշռության ապահովմանը, քանի որ տոկոսադրույքների բարձրացումը կարող է պատճառ դառնալ նոր ֆինանսական ճգնաժամի, որն արդեն անկառավարելի հետևանքներ կարող է ունենալ համաշխարհային ֆինանսատնտեսական համակարգի համար: Ելնելով ասվածից՝ կարելի է ենթադրել, որ այս քաղաքականությունը դեռ երկար կկիրառվի, նշում է փոճագետը:

Սակայն, այս հարցում փորձագետների կարծիքները միանշանակ չեն. օրինակ՝ նույն MFX Broker ընկերության փորձագետ Ռոբերտ Նովակի կարծիքով՝ քաղաքականությունը ընթացիկ կարգավորման գործիք է և չի կարող երկարաժամկետ լինել⁴⁷: Մինչդեռ ԱՄՀ փոճագետները դժվարանում են կանխատեսել այդպիսի քաղաքականության կիրառման ժամկետները: Սակայն մի բանում նրանք բոլորն էլ համամիտ են, որ զրոյական կամ բացասական տոկոսադրույքների կիրառումը կարգավորող մարմինների համար հարկադրված մոտեցում է, որի միակ նպատակը ֆինանսատնտեսական նոր ճգնաժամից խուսափելն է և ֆինանսական ու տնտեսական համակարգերի զարգացման տեմպերի հավասարակշռվածության ապահովումը:

Ամփոփելով առաջին գլխում կատարված ուսումնասիրությունների արդյունքները՝ կարելի է արձանագրել, որ չնայած ողջ աշխարհում ֆինանսական միջնորդության համակարգին բնորոշ են միևնույն հատկանիշները, այնուամենայնիվ յուրաքանչյուր պետության ֆինանսական միջնորդության համակարգ ունի որոշ առանձնահատկություններ, որոնք հատուկ են միայն այդ երկրին: Այն պատմականորեն ձևավորված և օրենսդրորեն ամրագրված բանկային և ոչ բանկային կազմակերպությունների ամբողջություն է, որոնք անցել են զարգացման տարբեր գործընթացներ: Ի տարբերություն զարգացած երկրների, որոնց ֆինանսական

⁴⁷ <http://expert.ru/2016/04/12/trevozhnyie-stavki/>

միջնորդության համակարգերը ձևավորվել են հարյուրավոր տարիների ընթացքում, անցումային տնտեսությամբ երկրներում, այդ թվում նաև Հայաստանում դրանք անցել են անհամեմատ կարճ ճանապարհ: Գրեթե բոլոր անցումային երկրներում ֆինանսական միջնորդության համակարգերը ձևավորվել են ԽՍՀՄ փլուզումից հետո. պլանային տնտեսությունից անցնելով մեկ այլ՝ արմատական փոփոխություններով նոր շուկայական տնտեսության՝ հաշվի չեն առնվել տվյալ երկրի առանձնահատկությունները, ներդրվել են ոչ միայն ֆինանսական միջնորդության համընդհանուր մոդելը, այլև դրանց գործունեության նկատմամբ կիրառվող միասնական վերահսկողության և կարգավորման ստանդարտները: Ավելին, այդ համակարգերը տնտեսաֆինանսական գլոբալիզացիայի պայմաններում առանց տվյալ երկրի առանձնահատկություններին համապատասխան մշակված ինտեգրացիոն քաղաքականության՝ ներդրվել են նույն գլոբալ շուկաներում, այդպիսով ի սկզբանե ունենալով սեփական յուրահատուկ ռիսկեր՝ ավելացրել են դրսից փոխանցվող անորոշ ռիսկեր ևս: Ակնհայտ է նաև, որ եթե գլոբալ շուկաներում առաջացող ներկայիս ռիսկերին դժվարությամբ են դիմակայում նույնիսկ զարգացած երկրները, ապա անցումային տնտեսությամբ երկրները դրանք հաղթահարելու համար պետք է հանդիպեն ավելի շատ դժվարությունների: Բացառություն չէ նաև Հայաստանը: Մասնավորապես, միջազգային ֆինանսական շուկաներում դարձյալ մեծ թափով վերարտադրվում են նախկին ռիսկերից ամենավտանգավոր ֆինանսական գործիքները՝ ածանցյալ և անորակ արժեթղթերը, որոնց ներկայիս ծավալները գերազանցում են նույնիսկ մինչճգնաժամային ժամանակահատվածի ծավալները: Բացի դրանից, աստիճանաբար նվազում է եվրոպական բանկերի մասնակցությունը միջազգային ֆինանսական շուկաներին, և ընդհակառակը՝ մեծանում է կապիտալի արտահոսքը զարգացող երկրներից դեպի զարգացած երկրներ՝ նպաստելով ֆինանսական շուկաների ազգայնացման խորացմանը: Այս աննախադեպ զարգացումները ստիպում են միջազգային կարգավորողներին, նոր ճգնաժամ թույլ չտալու նկատառումներից ելնելով, խստացնել կարգավորման և վերահսկողության նորմատիվային պահանջները ֆինանսական միջնորդության կազմակերպությունների գործունեության նկատմամբ, որոնք էլ դանդաղեցնում են համաշխարհային տնտեսական աճը, ձևավորում են ցածր գնաճային միջավայր՝ ստեղծելով դեֆլացիոն նոր ռիսկեր: Մի շարք զարգացած երկրներում նշված ռիսկերի

կառավարման նպատակով արդեն իսկ կիրառվում է արտասովոր բացասական տոկոսադրույքների քաղաքականություն: Համաշխարհային ֆինանսական միջնորդության համակարգում նման արագ և անորոշ զարգացումները կլանում են անցումային տնտեսությամբ երկրների իրացվելիությունը և դժվարացնում փոխառությունների ներգրավման գործառույթները, նպաստում են պարտքի սպասարկման ռիսկերի աճին՝ պայմանավորված ֆինանսական ակտիվների և ազգային արժույթների արժեզրկմամբ, ինչն էլ, անշուշտ, ուղղակի ազդում է երկրի տնտեսական աճի վրա: Այս պայմաններում Հայաստանի համար չափազանց կարևոր հիմնախնդիրներ են, ինչպես ազգային շուկաներում իրական և ֆինանսական հատվածների ներդաշնակ գործունեության, այնպես էլ համաշխարհային ֆինանստնտեսական համակարգերին արդյունավետ ինտեգրման գործընթացների՝ համակարգված քաղաքականությունների մշակումն ու իրականացումը:

**ԳԼՈՒԽ 2 . ՀՀ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՄԻՋՆՈՐԴՈՒԹՅԱՆ ԻՆՍՏԻՏՈՒՏՆԵՐԻ
ԳՈՐԾՆԵՈՒԹՅԱՆ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ԵՎ ԿԱՐԳԱՎՈՐՄԱՆ ՀԻՄՆԱԽՆԴԻՐՆԵՐԸ
2.1 Հայաստանի Հանրապետության մակրոտնտեսական իրավիճակը զարգացող
երկրների համատեքստում**

Համաշխարհային տնտեսության ներկայիս դանդաղ և տատանվող տեմպերը, միջազգային շուկաներում հանքահումքային ռեսուրսների և ֆինանսական ակտիվների գների անկայունությունը՝ աճող անորոշ ռիսկերի ուղեկցությամբ, խիստ սահմանափակում են երկրների՝ ինտեգրացիոն գործընթացներից շահույթ ստանալու իրական հնարավորությունները: Միաժամանակ, պայմանավորված արդեն ձևավորված ֆինանսական և տնտեսական շուկաների սերտաճման աստիճանից, մեծանում է երկրների կախվածությունը մեկը մյուսից՝ ձևավորելով մակրոտնտեսական փոխկապվածության որոշակի միասնական միջավայր: Ասվածը հատկապես վերաբերում է զարգացող և նոր շուկաներ ձևավորող երկրներին, այդ թվում նաև Հայաստանին: Այս ամենը պայմանավորում է հետազոտության անհրաժեշտությունը՝ ըստ այդ երկրների ինտեգրման որոշակի չափանիշների:

Վերջին քսան տարիների ընթացքում, մի շարք զարգացող երկրներում ներքին տնտեսությունը զարգացնելու համար միջազգային տնտեսական կառույցների միջամտության հնարավորությունների բարձրացման նպատակ հետապնդող փորձը ցույց տվեց, որ բաց տնտեսական համակարգում գոյություն չունի ինտեգրման մի այնպիսի միասնական մոտեցում, որը ապահովի տնտեսական զարգացում բոլոր երկրներում, մանավանդ երբ հաշվի չի առնվում պետության ազգային դերը: Միջազգային կառույցները դեռ 2004-2006 թվականներին իրենց մշակած ու ընդունած տարբեր փաստաթղթերում և որոշումներում ընդգծում էին, որ յուրաքանչյուր երկիր, անկախ իր կուտակած փորձից, պետք է մշակի իր տնտեսական զարգացման ռազմավարությունը տվյալ երկրի կոնկրետ պահանջներին և առանձնահատկություններին համապատասխան^{48, 49}:

Հարկ է նշել, որ ինտեգրացիոն այս գործընթացներում ներքին տնտեսության առավել արագ և կայուն աճ ապահովեցին այն երկրները, որոնք վերափոխեցին իրենց

⁴⁸ Сан-Паульский консенсус. Принят на XI сессии ЮНКТАД, Сан-Паулу, Бразилия, 13–18 июня 2004

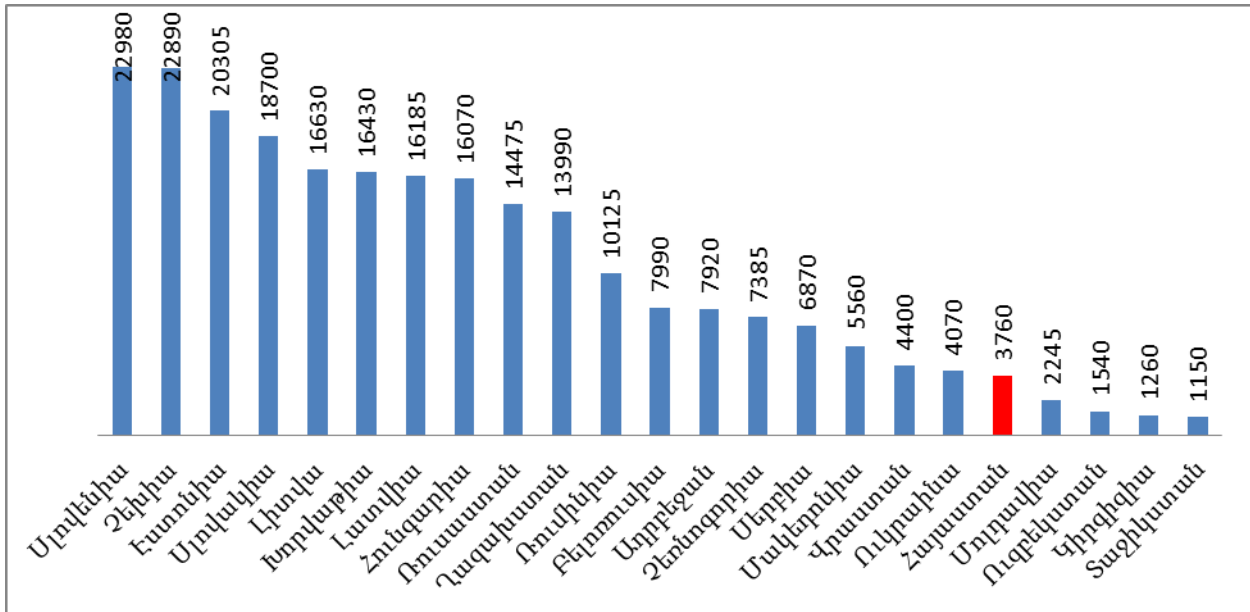
⁴⁹ КОНФЕРЕНЦИЯ ОРГАНИЗАЦИИ ОБЪЕДИНЕННЫХ НАЦИЙ ПО ТОРГОВЛЕ И РАЗВИТИЮ Годовой доклад ЮНКТАД 2005 год, ОРГАНИЗАЦИЯ ОБЪЕДИНЕННЫХ НАЦИЙ Нью-Йорк и Женева, 2006 год

տնտեսության ներդրույալին կառուցվածքը: Հետևողականորեն ապահովելով արտադրողականության աստիճանական աճը՝ հումքի արտահանումից անցան այն վերամշակելու պրակտիկային՝ դրան զուգահեռ զարգացնելով ծառայությունների ոլորտը: Տնտեսության ներդրույալին կառուցվածքի այսպիսի բարեփոխումներում հաջողեցին այն երկրները, որոնք արագ կողմնորոշվեցին ներքին տնտեսության ռազմավարական զարգացման և այդ նպատակով արդյունավետ ու կայուն կապիտալի կուտակման գործընթացներում:

Այս առումով առավել մեծ հաջողությունների հասան Արևմտյան Եվրոպայի նոր զարգացող երկրները (Սլովենիա, Սլովակիա, Չեխիա, Ռումինիա, Լեհաստան, Հունգարիա, Բուլղարիա), իսկ ԱՊՀ գրեթե բոլոր երկրները՝ այդ թվում նաև Հայաստանը, այս ուղղությամբ զգալի առաջընթաց չարձանագրեցին: 2015 թվականի դրությամբ, ըստ 25 զարգացող երկրների անվանական համախառն արդյունքի ցուցանիշի, Հայաստանը զբաղեցնում է 20-րդ տեղը՝ 11.7 մլրդ դոլարով, հետ թողնելով Մակեդոնիային, Տաջիկստանին, Մոլդովիային, Կիրգիզիային և Չեռնոգորիային (տե՛ս հավելված 6): Իսկ ըստ մեկ շնչին ընկնող ՀՆԱ-ի ցուցանիշի ՀՀ-ն 21-րդ տեղում է, Մոլդովիայից, Ուզբեկստանից, Կիրգիզիայից և Տաջիկստանից առաջ (տե՛ս գծապատկեր 2.1.1)⁵⁰:

Միջազգային կարգավորող և վերահսկող կառույցների կողմից զարգացող երկրների տնտեսական զարգացման փորձի ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս, որ, բացի տնտեսության ներդրույալին կառուցվածքային փոփոխություններից, տնտեսական զարգացման և ինտեգրացիոն գործընթացներում հաջողել են այն երկրները, որոնք իրենց զարգացման ռազմավարությունում հաշվի են առել ոչ միայն գնաճի կարգավորման, այլ նաև այնպիսի գործոնների հետևողական առկայությանը, ինչպիսիք են դրամավարկային և ֆինանսական միջոցների հասանելիության պայմանները, որոնք ոչ միայն նպաստում են ներդրումների, զբաղվածության, աղքատության, արտաքին հաշիվների սպասարկման և ֆինանսաբյուջետային կայունությանը, այլև երկրի բնակչության բոլոր խավերի բարեկեցության մակարդակի բարձրացմանը:

⁵⁰ Анализ состояния экономики стран СНГ в мировом пространстве
http://www.sovetnikprezidenta.ru/114/2_sodrugestvo.html



Գծապատկեր 2.1.1. Մեկ շնչին ընկնող անվանական ՀՆԱ, 2015 թվականին ԱՄՆ դոլար⁵¹

Երկրի արտաքին առևտուրը և միջազգային ֆինանսական կապերը չեն կարող փոխարինել տնտեսության զարգացման նշված ներքին գործոններին, բայց կարող են լրացուցիչ խթան դառնալ տնտեսության զարգացման գործընթացների արագացման և արդյունավետության բարձրացման համար⁵²:

Կարևորելով նշված գործոններից յուրաքանչյուրի զարգացումները՝ միջազգային կառույցները մոնիտորինգ են իրականացնում դրանց նկատմամբ և ստացված արդյունքները պարբերաբար հրապարակում իրենց տարեկան զեկույցներում: Մասնավորապես, ըստ ՄԱԿ-ի 2014 թվականի Աշխատանքի միջազգային կազմակերպության զեկույցի, զբաղվածության ցուցանիշով ԱՊՀ երկրների ցուցակը գլխավորում է Հայաստանը՝ 18.64%, այնուհետև՝ Վրաստանը՝ 14.3, Ադրբեջանը՝ 5.5, Ռուսաստանը՝ 5.8, Ուկրաինան՝ 7.9, Բելառուսը՝ 5.9, Ուզբեկստանը՝ 10.8, Տաջիկստանը՝ 10.8, Թուրքմենստանը՝ 10.7, Կիրգիզիան՝ 7.9 տոկոս⁵³:

Իսկ համանուն ցուցանիշների նկատմամբ մոնիտորինգ իրականացրող՝ ԱՊՀ երկրների վիճակագրական կոմիտեն արձանագրում է, որ 2015 թվականին գործազրկությունը ԱՊՀ որոշ երկրներում արձանագրել է ցուցանիշի վատթարացման

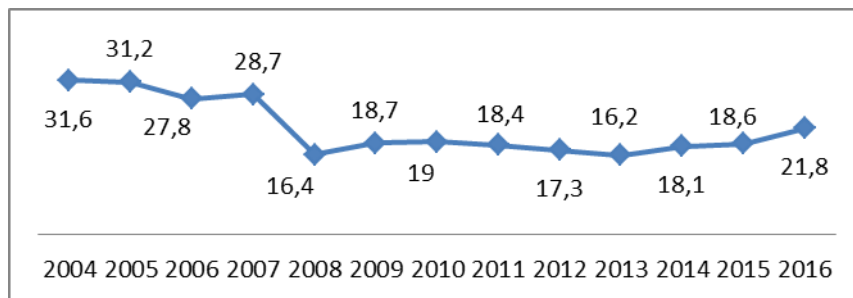
⁵¹ http://www.sovetnikprezidenta.ru/114/2_sodrugestvo.html

⁵² http://www.un.org/ru/documents/decl_conv/declarations/ldc.shtml

⁵³ Global Employment Trends 2014: The risk of a jobless recovery http://www.ilo.org/global/research/global-reports/global-employment-trends/2014/WCMS_233953/lang--en/index.htm

միտումներ: Ընդ որում, զբաղվածության առավելագույն տարեկան աճ արձանագրվել է Բելառուսում՝ 54.9% և Հայաստանում՝ 21.8%: Նույն թվականին՝ զբաղվածության ամենացածր աճ արձանագրվել է Կիրգիզիայում 0.2 տոկոս: Ադրբեջանում, ըդիսկ առակը, արձանագրվել է զբաղվածության մակարդակի անկում՝ -20.8%-ով: Կիրգիզիայում և Տաջիկստանում զբաղվածության մակարդակը կազմել է աշխատունակ ակտիվ բնակչության ընդամենը 2.4 տոկոսը, Մոլդովայում՝ 2.2-ը, Ադրբեջանում ու Ղազախստանում՝ 0.6 տոկոս⁵⁴:

Հայաստանում 2004-2015 թվականների զբաղվածության մակարդակի վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ ողջ դիտարկվող ժամանահատվածում այն եղել և մնացել է հանրապետությունում որպես դժվար լուծելի հիմնահարց (տե՛ս գծապատկեր 2.1.2):



Գծապատկեր 2.1.2. ՀՀ-ում զբաղվածության մակարդակը 2004-2016 թվականներին⁵⁵

Գծապատկեր 2.1.2-ում ներկայացված 2007թվականի 28.7-ից անցումը 16.4 մակարդակին բացատրվում է ՀՀ ԱՎԾ գործազուրկների մակարդակի հաշվարկման մեթոդաբանության փոփոխությամբ: Պետք է նկատել նաև, որ Հայաստանում, անկախ դրա հաշվարկման մեթոդաբանությունից, զբաղվածության մակարդակը ողջ դիտարկվող ժամանակաշրջանում նվազման միտումներ դեռևս չի արձանագրում: Աշխատանքի շուկայում շարունակվում է մտահոգիչ մնալ հատկապես 1 տարուց ավելի աշխատանք փնտրող 31-50 տարեկան անձանց զբաղվածության հարցը: Աշխատուժի՝ տարիքային այդ խմբի երկարաժամկետ անգործ մնալու դեպքում հետագայում սահմանափակվում են

⁵⁴Աղբյուրը՝ <http://lsm.kz/rost-bezrabotitsy-v-stranah-sng-infografika> և ©web-site LSM.kz

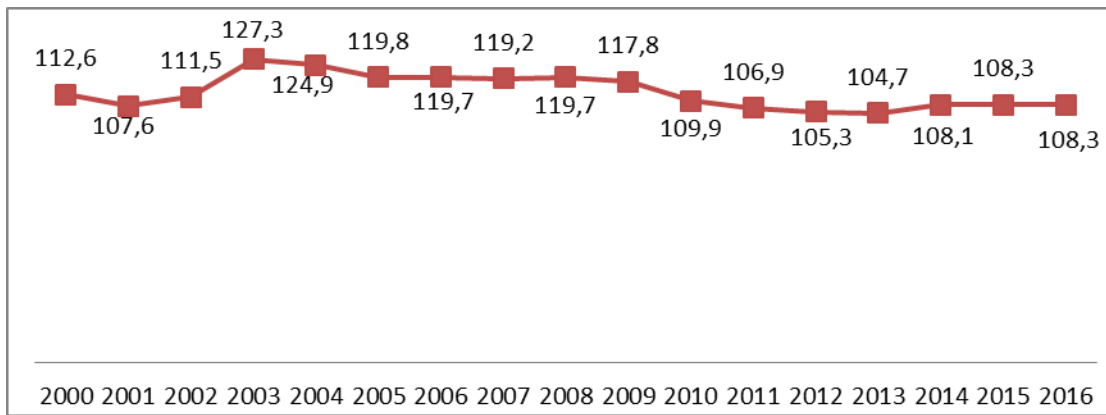
⁵⁵ 2008թ.-ից գործազուրկների թվաքանակը ՀՀ ԱՎԾ կողմից հաշվարկվում է Եվրամիության երկրներում կիրառվող ԱՄԿ ստանդարտ սահմանման համաձայն: Վերջինս մասնակիորեն տարբերվում է 2001-2007թթ. կիրառված մեթոդաբանությունից, որի հիմքում ընկած էր ԱՄԿ առաջարկած գործազրկության ընդլայնված սահմանումը՝ անցումային փուլում գտնվող երկրներում կիրառելու համար (ըստ երկրի հայեցողության):

համապատասխան աշխատանք գտնելու նրանց հնարավորությունները, պայմանավորված մասնագիտական հմտությունների կորստով, նպաստելով աշխատանքային միգրացիայի աճին: Դա է վկայում սպառողների ապագա պայմանների 2015 թ. ենթահինդեքսի նվազումը, որը, ըստ ՀՀ ԿԲ հարցումների, 18-ից հասել է 50-ի: Վստահության ինդեքսի այսպիսի նվազումը հիմնականում բացատրվում է ֆինանսական վիճակի փոփոխության դրական սպասումների նվազմամբ, ինչպես նաև բանկային իրավաբանական անձ-հաճախորդ թվի նվազումը 4.1 տոկոսով կամ շուրջ 3000-ով⁵⁶:

Նույն ժամանակահատվածի համար հատկապես ուշագրավ են ՄԱԿ-ի գրասենյակի՝ զարգացող երկրներում աղքատության և անապահովվածության մակարդակի ուսումնասիրությունների արդյունքները՝ ըստ սահմանային 4.3 և 5.4 ԱՄՆ դոլար օրական փոխարժեքային գնողունակությամբ նվազագույն եկամուտների բավարարման չափանիշի: Զեկույցում նշվում է, որ այս երկրներում ապրող շուրջ 67 միլիոն մարդ աղքատ է կամ գտնվում է անապահովության խոցելի սահմանագծում: Հարկ է նշել, որ այս ցուցանիշով հատկապես առանձնացվել են այն երկրները, որտեղ աղքատների կամ անապահով խոցելի խմբերի քանակը գերազանցում է երկրի բնակչության երեսուն տոկոսից ավելին: Այդպիսիք են՝ Տաջիկստանը-79%, Հայաստանը-76%, Վրաստանը-74%, Կիրգիզիան-70%, Ալբանիան-46%, Մոլդովիան-38%, Ադրբեջանը-34% (տե՛ս հավելված 7):

Ինչպես տեսնում ենք հավելված 7-ում բերված տվյալներից, Հայաստանն աղքատության ցուցանիշով զիջում է միայն Տաջիկստանին, մինչդեռ Հայաստանը դիտարկվող երկրներից այն միակն է, որտեղ ՀՆԱ-ն աճել է շուրջ 3 տոկոսով, սակայն այդ նույն ժամանակահատվածում աշխատավարձի աճ չի արձանագրվել (տե՛ս գծապատկեր 2.1.3):

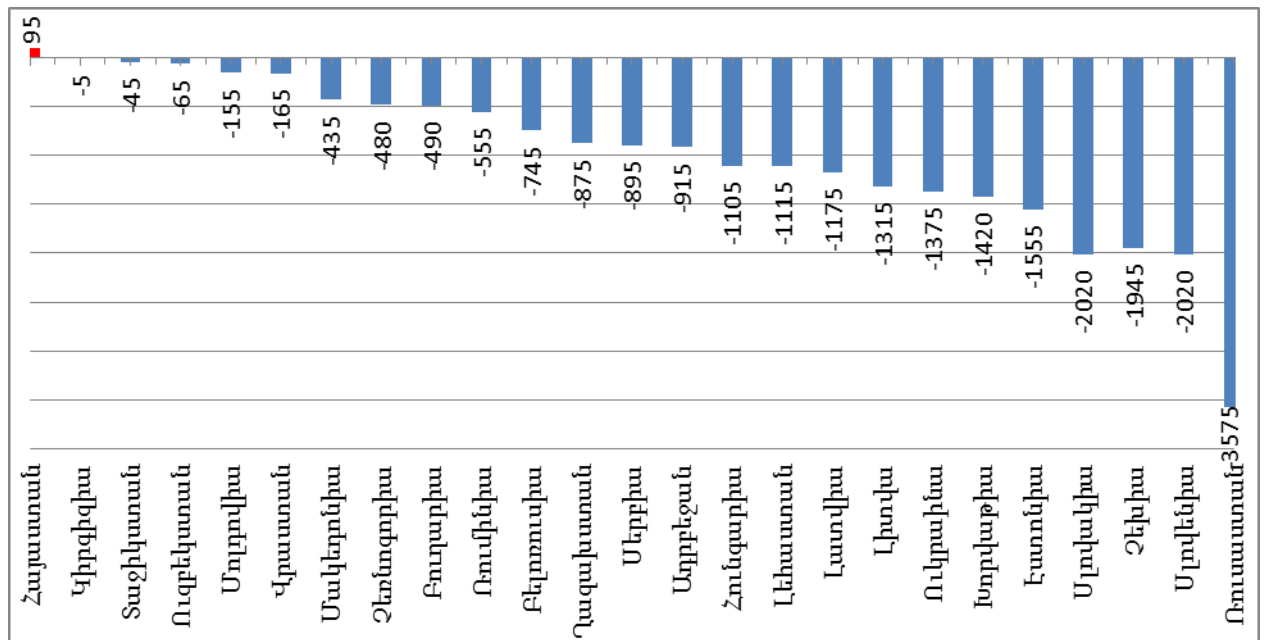
⁵⁶ Հայաստանի ֆինանսական համակարգը, զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը 2015, ԿԲ, էջ 26



Գծապատկեր 2.1.3 2000-2016թթ. ՀՀ անվանական աշխատավարձի դինամիկան նախորդ տարվա նկատմամբ, (%)

Հատկանշական է, նաև այն փաստը, որ զարգացող երկրներում ըստ մեկ շնչին ընկնող ՀՆԱ ցուցանիշի փոփոխությունները, համաչափ չեն բնակչության եկամուտների կամ զբաղվածության ցուցանիշների փոփոխություններին (տե՛ս գծապատկեր 2.1.4):

Մասնավորապես, Հայաստանը ի տարբերություն բոլոր մյուս դիտարկվող երկրների արձանագել է ՀՆԱ աճ շուրջ 95 ԱՄՆ դոլար, բայց դրան զուգահեռ գործազրկությունը նույն ժամանակահատվածում աճել է 21.8 տոկոսով, իսկ աղքատության մակարդակով՝ երկրորդն է Մոլդովիայից հետո: Իսկ այն երկրներում, որտեղ մեկ շնչին ընկնող ՀՆԱ ցուցանիշը համեմատաբար քիչ բացասական փոփոխություններ են արձանագրել, օրինակ Կիրգիզիա, Տաջիկստան, Ուզբեկիստան, Մոլդովիա, Վրաստան, կտրուկ մեծացել են և՛ զբաղվածության, և՛ աղքատության ցուցանիշները: Ադրբեջանում մեկ շնչին ընկնող ՀՆԱ-ն նվազել է շուրջ հազար դոլարով, բայց գործազրկությունը կրճատվել է 20.8 տոկոսով, իսկ աղքատությունը կազմում է 34 տոկոս և այլն:



Գծապատկեր 2.1.4 Մեկ շնչին ընկնող անվանական ՀՆԱ փոփոխությունը բացարձակ արժեքով, 2015 թվական, ԱՄՆ դոլար⁵⁷

Այսպիսի անհամաչափ զարգացումները փաստում են այս երկրներում հասարակության անդամների միջև եկամուտների անհավասարաչափ բաշխման մասին, որը ինչպես տեսանք առկա է գրեթե բոլոր զարգացող երկրներում, իսկ հատկապես ցայտուն է դրսևորված ԱՊՀ երկրներում: Բացի եկամուտների անհավասար բաշխումից, այստեղ խիստ բարձր են հովանավորչությունը, կոռուպցիոն ռիսկերը, կառավարման ինստիտուցիոնալ կառուցվածքների և ենթակառուցվածքների գործունեության անարդյունավետությունն ու ուռճածվածությունը: Այս ամենը տեղ են միջազգային կարգավորող և վերահսկող կառույցների փորձագետների՝ դեռևս 2014 թվականի վերջին ՄԱԿ-ի գրասենյակների զեկույցներում: Այս գործոնների առկայությունը նրանց հիմք է տալիս եզրահանգելու, որ նույնիսկ այն զարգացող երկրներում, որտեղ եկամուտների մակարդակը գերազանցում է սահմանային նվազագույն չափանիշը, այնուամենայնիվ դեռևս բավարար երաշխիք չեն ստեղծում ինչպես տարածաշրջանի ռիսկերի և մակրոտնտեսական կայունության, այնպես էլ տնտեսական աճի հեռանկարային կանխատեսումների համար: Նշված գործոնները, օբյեկտիվորեն ձևավորում են կյանքի պայմաններից դժգոհ, աղքատ, խիստ խոցելի մի հսկա զանգված, ինչը կարող է պատճառ

⁵⁷ Анализ состояния экономики стран СНГ в мировом пространстве
http://www.sovetnikprezidenta.ru/114/2_sodrugestvo.html

դառնալ անկանխատեսելի և անկառավարելի նոր բռնկումների: Այդպիսի օրինակներ են՝ Ուկրաինան, Թուրքիան, Հայաստանը⁵⁸:

Հաշվի առնելով նշված գործոնները և երկրների տնտեսական ներուժի առանձնահատկությունները՝ միջազգային փորձագետները հատկապես կարևորում են զարգացող երկրների արտաքին պետական պարտքի բեռի և պարտքի սպասարկման կայունության ցուցանիշները: Մասնավորապես, ըստ IIF-ի (*Institute of International Finance*) իրականացրած հետազոտությունների արդյունքների՝ զարգացող երկրների համախառն արտաքին պարտքը 2015 թվականին գնահատվել է բարձր, ինչը կարող է սահմանափակել զարգացած երկրների՝ այդ պետություններում տնտեսական աճի խթանման նպատակով կատարվող ֆինանսական միջոցների տրամադրումը⁵⁹: Այդ կարծիքը կիսում է նաև Միջազգային հաշվարկային բանկը (BIS), որն արձանագրում է. արդեն իսկ 2015 թվականի կեսերին զարգացող երկրների պարտքի աճ այլևս չի նկատվում, ընդհակառակը՝ տարվա վերջին՝ ֆինանսական ճգնաժամից հետո, առաջին անգամ նկատվում է զարգացող երկրների պարտքի բեռի նվազման միտումներ: Այսպես, եթե ըստ IIF-ի հետազոտությունների 2016 թվականի ապրիլ-դեկտեմբեր ամիսներին զարգացող երկրների խմբի մեջ մտնող երկրները միասին ստիպված էին մարելու 730 մլրդ, ապա 2017 թվականին՝ ավելի քան 900 մլրդ ԱՄՆ դոլար արտաքին պարտք: Ակնհայտ է, որ զարգացող երկրները ունենալու են պարտքը մարելու որոշակի խնդիրներ, քանի որ 2015 թվականին վարկավորման ծավալները նվազել են 35 տոկոսով, ավելին՝ արձանագրվում է հետաձգված վարկերի աճի միտում: Այս ամենը, անշուշտ մեծացնում է համաշխարհային ֆինանսական շուկաների և պարտքի կայունության ապահովման հետ կապված ռիսկերը, որոնք էլ իրենց հերթին բացասական ազդեցություն կթողնեն համաշխարհային տնտեսական աճի վրա, կանխատեսում են և՛ BIS-ի, և՛ IIF-ի տարեկան զեկույցները:

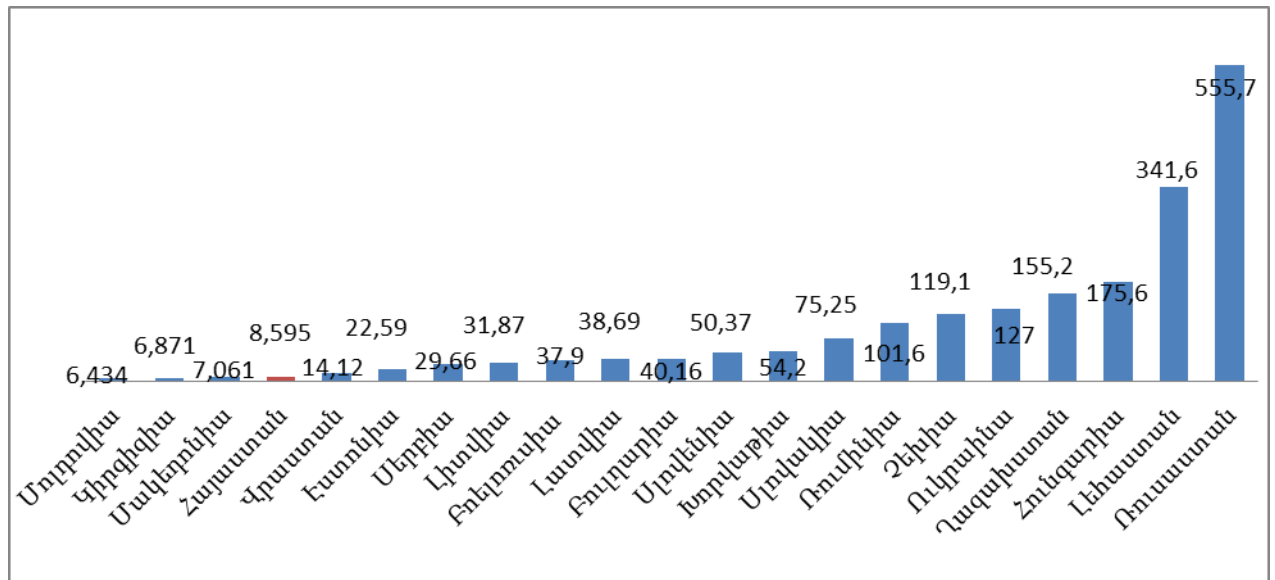
Բնականաբար, տարբեր երկրներում պարտքի կայունության ապահովման խնդիրները կունենան տարբեր աստիճանի դժվարություններ: Ինչպես ցույց են տալիս

⁵⁸ Бедность, неравенство и уязвимость в странах Европы и Центральной Азии с переходной и развивающейся экономикой. Региональное бюро Программа Развития ООН по странам Европы и СНГ, Бюро ПРООН по поддержке политики и программ. Октябрь 2014 года.

<http://www.eurasia.undp.org/content/dam/rbec/docs/Poverty%20Inequality%20and%20Vulnerability%20%28Russian%29.pdf>

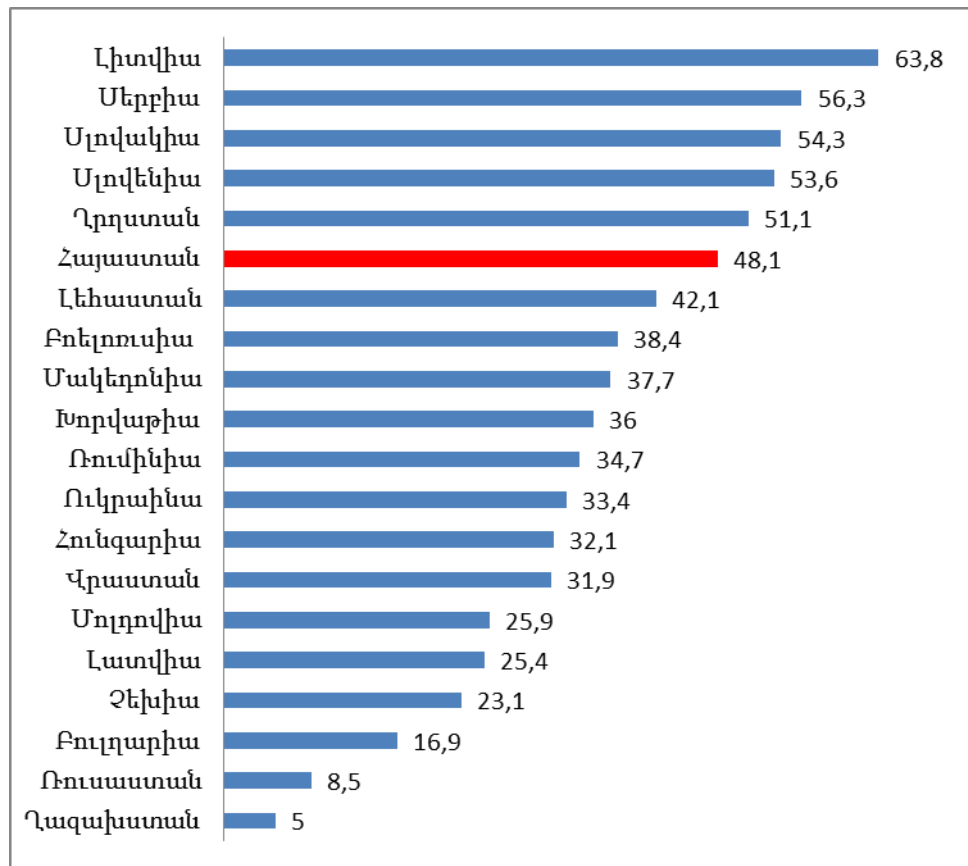
⁵⁹ <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2016/03/17/634064-dolg-razvivayuschisya-stranah-bespokoistvo>

դիտարկված 25 երկրների արտաքին պարտքի վերլուծությունները, ամենամեծ համախառն արտաքին պարտքը բացարձակ արժեքով ձևավորել են խմբում ընդգրկված ամենախոշոր այնպիսի երկրներ, ինչպիսիք են Լեհաստանն ու Ռուսաստանը (տե՛ս գծապատկեր 2.1.5):



Գծապատկեր 2.1.5 Արևմտյան եվրոպական և ԱՊՀ երկրների համախառն արտաքին պարտքի բեռը 2015 թվականի դրությամբ (մլրդ դոլար)

Սակայն պետք է նշել, որ համախառն արտաքին պարտքը ներառում է երկրի արտաքին պետական, կենտրոնական բանկի և տնտեսության իրական հատվածների արտաքին պարտքերը: Երկրի ֆինանսական կայունության առումով համախառն պարտքի կառուցվածքում էական նշանակություն ունի պետական արտաքին պարտքի մեծությունը (տե՛ս հավելված 8): Պարտքի սպասարկման կայունության առումով, էական նշանակություն ունի երկրի տնտեսական ներուժը, այսինքն՝ պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը (տե՛ս գծապատկեր 2.1.6): Ինչպես տեսնում ենք, չնայած Ռուսաստանն ունի պարտքի առավելագույն մեծություն շուրջ 555.5 մլրդ դոլարի հասնող պարտքի բեռ, այնուամենայնիվ, այն չի գերազանցում ՀՆԱ-ի 8.5 տոկոսը, իսկ Լեհաստանի պետական պարտքը կազմում է երկրի ՀՆԱ-ի 42.1 տոկոսը: Հայաստանի արտաքին պետական պարտքը արդեն հասնում է ՀՆԱ-ի շուրջ 48 տոկոսին՝ այս ցուցանիշով իրենից հետ թողնելով Ղրղստանին՝ 51.1, Սլովենիային՝ 53.6, Սլովակիային՝ 53.6, Սերբիային՝ 56.3 և Լիտվիային՝ 63.8% :

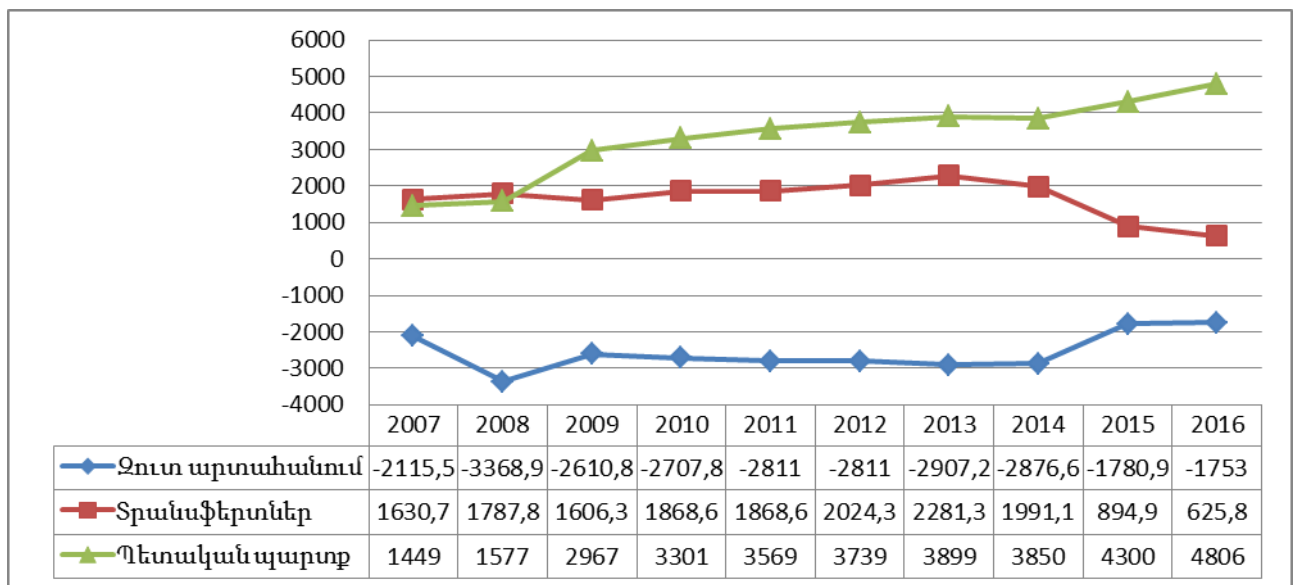


Գծապատկեր 2.1.6 Երկրների արտաքին պետական պարտք/ ՀՆԱ
հարաբերակցությունը 2015 թվականի դրությամբ (%)

Ակնհայտ է, որ զարգացող գրեթե բոլոր երկրները ունեն կամ առաջիկայում կունենան պարտքի սպասարկման հետ կապված լուրջ խնդիրներ, եթե հաշվի առնենք միջազգային վարկային ռեսուրսների կրճատումը 35 տոկոսով և Ռուսաստանի դեմ կիրառվող տնտեսական պատժամիջոցները հատկապես այն երկրների համար, որոնց էկոնոմիկան խիստ սերտաճած են Ռուսաստանի տնտեսությանը կամ դրամական փոխանցումների զգալի մասը ստացվում է այդ երկրից: Անդրադառնելով այս խնդրին բրիտանական The Guardian օրաթերթը, հղում անելով համաշխարհային բանկի տվյալներին, նշում է, որ Ռուսաստանի դեմ պատժամիջոցները էական վնասում են ոչ միայն Ռուսաստանի, այլ նաև ինը երկրների տնտեսություններին: Մասնավորապես, Հայաստանի տնտեսության 21%-ը կախված է Ռուսաստանից ստացվող տրանսֆերտներից, Վրաստանի՝ 12, Ուզբեկստանի՝ 12, Կիրգիզիայի՝ 31.5, Մոլդովիայի՝ 25, Տաջիկստանի՝ 42 , Ուկրաինայի՝ 5.5, Լիտվայի՝ 4.5, Ադրբեջանի՝ 2.4 տոկոսը: Բոլոր երկրների ընդհանուր կորուստը, օրաթերթը գնահատել է 10 մլրդ դոլար: Ընդ որում, այն ամենամեծ

բացասական ազդեցությունը կթողնի հատկապես Կիրգիզիայի տնտեսության վրա, քանի որ այդ երկիր մտնող տրանսֆերտների 80 տոկոսը ստացվում էր հենց Ռուսաստան մեկնած աշխատանքային միգրանտներից, Հայաստանում այն 70 տոկոս է, այնուհետև՝ Ուկրաինայի, Մոլդովիայի, Ուզբեկստանի, Տաջիկստանի, Վրաստանի տնտեսությունների վրա, որտեղ դրանք կազմում են ընդհանուր տրանսֆերտների շուրջ 40%-ը⁶⁰:

Հայաստանի Հանրապետության պետական պարտքի վերլուծությունը վերջին տասը տարիներին մեծացել է շուրջ 3.3 անգամ, տրանսֆերտները նվազել են մոտ 2.6 անգամ, զուտ արտահանումը բացարձակ արժեքով վերջին մեկ տարվա ընթացքում գրեթե չի փոխվել: ՀՀ արտաքին պետական պարտքի մեծությունը ուղղակիորեն կախված է երկրի ֆինանսական հոսքերից, որոնք ՀՀ արտաքին պարտքի ներկա աճի հիմնական պատճառներն են (տե՛ս գծապատկեր 2.1.7): Ինչպես տեսնում ենք, դիտարկվող ժամանակահատվածում Հայաստանի զուտ արտահանումը միշտ ունեցել է բացասական մեծություն, այսինքն՝ արտահանումից ստացվող ներհոսքը սկսած 2004 թվականից երբեք չի գերազանցել ներկրումից առաջացող արտահոսքը, ինչն էլ առաջացրել է բացասական սալդո (տե՛ս հավելված 9):



Գծապատկեր 2.1.7 Փոխանցումների, զուտ արտահանման և պետական պարտքի դինամիկան 2007-2016թթ. (մլն ԱՄՆ դոլար)

⁶⁰ <https://www.theguardian.com/world/2015/jan/18/russia-rouble-threat-nine-countries-remittances>

Դրամական հոսքերի այդ բացասական ճեղքվածքը մասամբ փակվել է հիմնականում Ռուսաստանից ստացվող դրամական փոխանցումներով, մնացած մասն էլ՝ արտաքին պետական պարտքով: Հայտնի պատճառներով դրամական փոխանցումների նվազեցումը ուղղակիորեն հանգեցրել է ՀՀ պետական պարտքի աճի: ՀՀ Կենտրոնական բանկի պարտքի կայունությունը գնահատող 2015 թվականին որակական ցուցանիշները, ցույց են տալիս, որ պարտքի սպասարկման ծախսերը կազմում են ՀՀ արտահանման 12.5 տոկոսը կամ 185.7 մլն դոլար, ընդ որում այս ցուցանիշը չի ներառում Ռուսաստանի վարկի վաղաժամկետ մարումը (տե՛ս հավելված 10): Այդ վարկի մարման պարագայում պարտքի սպասարկման ցուցանիշը ավելանում է ևս 14.8 տոկոսով՝ կազմելով արտահանման 27.3%-ը կամ 405.5 մլն դոլար: Պարտքի սպասարկման տոկոսային ծախսերը նույն ժամանակաշրջանի համար կազմել են արտահանման 3.3 տոկոսը կամ 49 մլն դոլար⁶¹:

Համաձայն ՀՀ ֆինանսների նախարարության տվյալների՝ 2016 թվականի սեպտեմբերի վերջի դրությամբ Հայաստանի արտաքին պետական պարտքը կազմել է 5մլրդ 348.4 մլն, որից 4 մլրդ 84.2 մլն դոլարը կառավարության պարտքն է, 506.4 մլն դոլարը՝ Կենտրոնական բանկին: ՀՀ կառավարության պարտքի միջին տոկոսադրույքը 4.9% է⁶²:

Ամփոփելով կատարված ուսումնասիրությունների արդյունքները, կարելի է արձանագրել, որ ոչ միայն Հայաստանը, այլ նաև զարգացող երկրների զգալի մասը ներկայումս գտնվում են մակրոտնտեսական ծանր միջավայրում: Զարգացած երկրներում անորոշ ֆինանսական ռիսկերի առկայությունը, համաշխարհային տնտեսության վերականգնողական դանդաղ աճը, աշխարհաքաղաքական լարված հարաբերությունները, Ռուսաստանի նկատմամբ կիրառվող տնտեսական պատժամիջոցների երկարաձգումը, արտաքին աղբյուրներից վերաֆինանսավորման հնարավորությունների կրճատումը նվազեցրել են են զարգացող երկրներում ներքին տնտեսական աճի իրական հնարավորությունները՝ նպաստելով զբաղվածության և աղքատության անննախադեպ

⁶¹ 2016 թվականի ՀՀ ֆինանսական կայունության ԿԲ տարեկան հաշվետվությունում պարտքի կայունությունը գնահատող որակական ցուցանիշները այլևս բացակայում են:

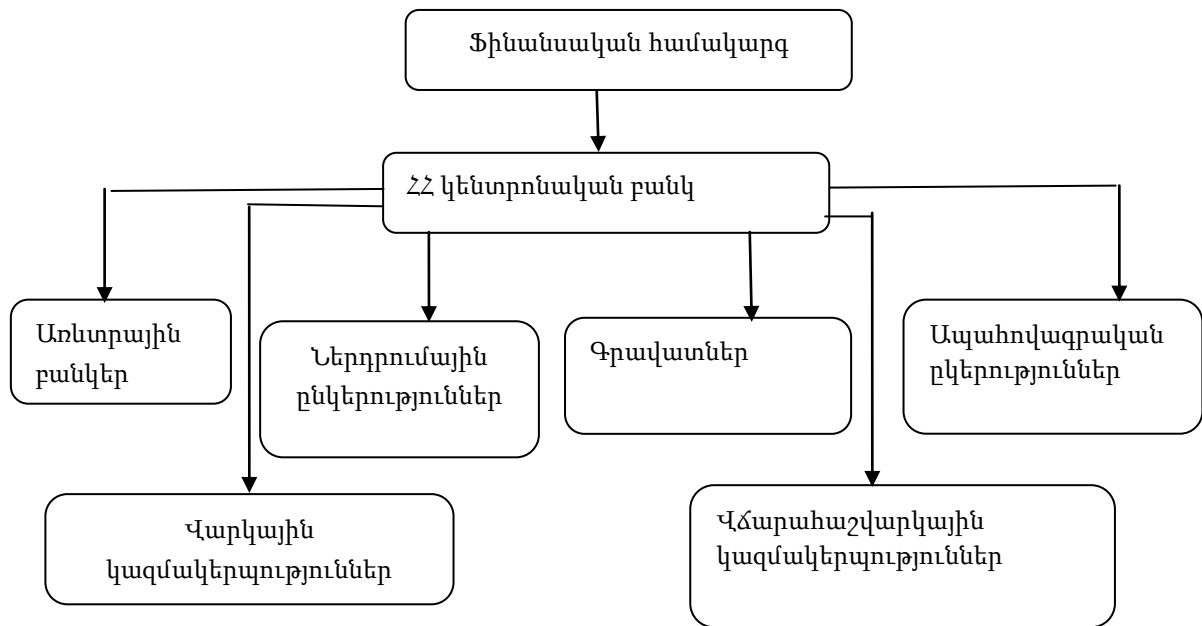
⁶² Ամեն ինչ պետական պարտքի մասին, <http://b4b.am/archives/>

աճին, առաջացնելով արտաքին պարտքի սպասարկման կայունության վտանգավոր լուրջ ռիսկեր:

Անշուշտ, հանրապետությունում ներկայումս ձևավորված մակրոտնտեսական ծանր միջավայրը իր ազդեցությունն է ունենում երկրի ֆինանսական միջնորդության գործընթացների վրա: Ուստի ֆինանսական միջնորդության ծառայություններ մատուցող կազմակերպությունների գործնության կարգավորման և այդ փոխհարաբերություններից ծագող ռիսկերի կառավարման նպատակով ներկայումս կիրառվող մոտեցումների ու գործիքների ուսումնասիրությունների և վերլուծությունների իրականացումը դառնում է չափազանց կարևոր և հրատապ լուծումներ պահանջող հիմնահարցեր ՀՀ ֆինանսական միջնորդության գործընթացների արդյունավետության բարձրացման առումով:

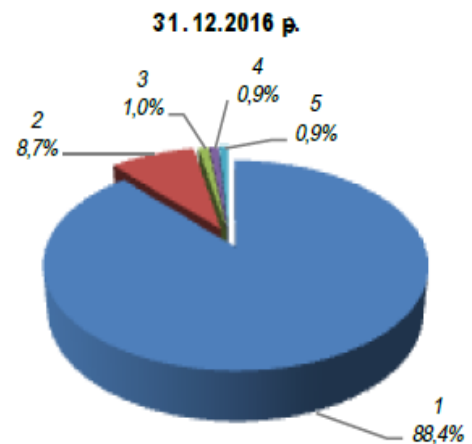
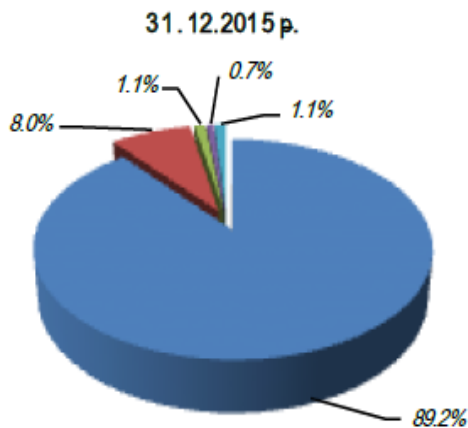
2.2 Հայաստանի ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների գործնության արդյունավետության բարձրացման հիմնախնդիրները

Ըստ մեր ձևակերպման՝ ֆինանսական միջնորդության համակարգը բազմաբնույթ ֆինանսական ինստիտուտների համախումբ է, որոնք, լինելով կուռ փոխկապակցված, իրականացնում են միջնորդական տարբեր գործառույթներ և ծառայություններ: Հայաստանի ֆինանսական միջնորդության համակարգը կարելի ներկայացնել գծապատկեր 2.2.1-ում բերված սխեմային համապատասխան: Ընդ որում, ըստ միջազգային կարգավորող և վերահսկող կառույցների կողմից կիրառվող մեթոդաբանության, յուրաքանչյուր երկրի ֆինանսական համակարգի զարգացվածության մակարդակը որոշվում է այդտեղ գործող միջնորդական ինստիտուտների և ենթակառուցվածքների միջոցով մատուցվող ծառայությունների, շրջանառվող ֆինանսական գործիքների բազմազանությամբ և դրանց հասանելիության չափով, իսկ միջնորդության մակարդակի գնահատման համար կիրառվող ցուցիչներն են՝ ֆինանսական ակտիվներ/ՀՆԱ, ավանդներ/ՀՆԱ, վարկեր/ՀՆԱ, փողի զանգված/ՀՆԱ:



Գծապատկեր 2.2.1 ՀՀ ֆինանսական միջոցադրության համակարգի կառուցվածքը

Հարկ է նշել, որ Հայաստանի ֆինանսական համակարգում, ըստ միջնորդության ցուցանիշների, առաջնային տեղը զբաղեցնում է բանկային համակարգը, որի ակտիվները 2016 թվականին կազմել են համակարգի շուրջ 88.4 տոկոսը (տե՛ս գծապատկեր 2.2.2): Վարկային կազմակերպությունների ակտիվները կազմում են ընդհանուր ֆինանսական ակտիվների 8.7 տոկոսը, ապահովագրական ըկերություններինը՝ 1, ներդրումային ընկերություններինը՝ 0.9, իսկ այլ միջնորդ կազմակերպություններինը՝ 0.9 տոկոսը: Դժվար չի նկատել, որ 2015 թվականի նկատմամբ ՀՀ ֆինանսական ակտիվների կառուցվածքում զգալի փոփոխություններ տեղի չեն ունեցել, բացառությամբ բանկային համակարգի ակտիվների 0.8 տոկոսով նվազման, որը տեղի է ունեցել վարկային կազմակերպությունների ակտիվների 0.7 տոկոս աճի պատճառով, բայց որպեսզի բացահայտենք ՀՀ ֆինանսական միջնորդության գործընթացների վրա ազդող հիմնական գործոնները, նախ անհրաժեշտ է դիտարկել համակարգի կառուցվածքը ըստ միջնորդության կազմակերպությունների և մատուցվող ծառայությունների:



1. Բանկեր, 2. Վարկային կազմակերպություններ, 3. Ապահովագրական ընկերություններ,
4. Ներդրումային ընկերություններ, 5. Այլ ֆինանսական կազմակերպություններ
Գծապատկեր 2.2.2 ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգի ակտիվները ըստ
միջնորդ կազմակերպությունների⁶³

ՀՀ ֆինանսական համակարգում 2016 թվականին գործել են 17 առևտրային բանկեր և մեկ զարգացման բանկ (Համահայկական բանկ ԲԲԸ)՝ նախորդ տարվա 22-ի փոխարեն, որոնց ակտիվները ֆինանսական միջնորդության համակարգում նախորդ տարվա համեմատությամբ նվազել են շուրջ 0.8 տոկոսով՝ կազմելով 3 մլրդ 995 մլն դրամ⁶⁴: ՀՀ տարածքում գործող երեսունչորս վարկային կազմակերպությունների ակտիվները, որոնցից երեքը լիզինգային կազմակերպություններ են, մեկը՝ վարկային միություն, քսանութը՝ ունիվերսալ վարկային կազմակերպություն և երկուսը՝ վերաֆինանսավորում իրականացնող վարկային կազմակերպություն, կազմում են համակարգի 8.7 տոկոսը կամ 393 մլրդ դրամ: Տարածքում գործող ապահովագրական գործունեության լիցենզիա ունեցող 7 ապահովագրական ընկերությունների ակտիվները, որոնք բոլորն էլ իրականացրել են ոչ կյանքի ապահովագրություն, նվազել են 0.1 տոկոսով՝ կազմելով 46.7 մլրդ դրամ: Արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառայություններ են մատուցել 17 առևտրային բանկեր և 8 ներդրումային ընկերություններ, որոնց ակտիվները աճել են 0.2 տոկոսով և կազմել 41.6 մլրդ դրամ: 2016 թվականի դրությամբ ՀՀ

⁶³ ՀՀ ֆինանսական կայունության հաշվետվություն 2015, ՀՀ ԿԲ, էջ 32

⁶⁴ Հայաստանի ֆինանսական համակարգի զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը, 2016, ՀՀ ԿԲ 2017

ֆինանսական շուկայում գրանցված են եղել նաև 2 ներդրումային ֆոնդ, որոնցից յուրաքանչյուրը կառավարում է 3 պարտադիր կենսաթոշակային ֆոնդ:

ՀՀ տարածքում գործել են 7 վճարահաշվարկային կազմակերպություններ, այդ թվում՝ 3 ընկերություն ունեն միայն դրամական փոխանցում իրականացնելու լիցենզիա, 3 ընկերություն՝ դրամական փոխանցում իրականացնելու և վճարային գործիքների ու վճարահաշվարկային փաստաթղթերի պրոցեսինգ և քլիրինգ իրականացնելու լիցենզիաներ, 1 ընկերություն՝ միայն վճարային գործիքներ և վճարահաշվարկային փաստաթղթերի պրոցեսինգ և քլիրինգ իրականացնելու լիցենզիա: Երկու վճարահաշվարկային կազմակերպություններ ունեն նաև էլեկտրոնային փող թողարկելու թույլատվություն: Վճարահաշվարկային կազմակերպությունների ակտիվները 2016 թվականի դրությամբ համակարգի ընդհանուր ակտիվներում նվազել են շուրջ 0.2 տոկոսով և կազմել 40.6 մլրդ դրամ:

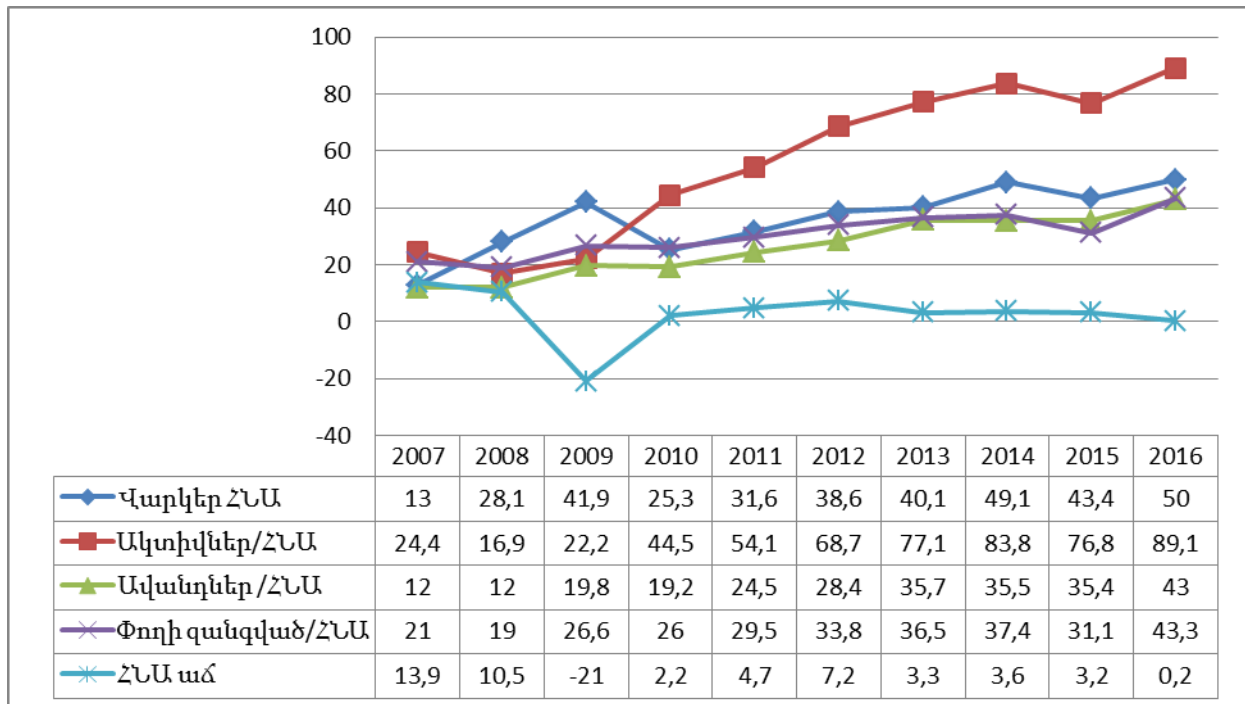
Իրականացված վերլուծությունների արդյունքները ցույց են տալիս, որ ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգը հարուստ չէ միջնորդական կազմակերպությունների՝ ո՛չ քանակով և ո՛չ էլ դրանցում մատուցվող ծառայությունների բազմազանությամբ: Ավելին, նրա ընդհանուր ակտիվները 2016 թվականի վերջին կազմել են շուրջ 4 տրիլիոն 519 մլրդ ՀՀ դրամ կամ ՀՆԱ-ի շուրջ 89.1 տոկոսը՝ նախորդ տարվա 77-ի փոխարեն, որից 3 տրիլիոն 995 մլն դրամը կամ համակարգի ակտիվների շուրջ 88.4%-ը բաժին է ընկնում միայն բանկային համակարգին, նախորդ տարվա 89.2%-ի փոխարեն⁶⁵:

Հատկանշական է, որ 2016 թվականին առևտրային բանկերի ակտիվները թեև 2015 թվականի համեմատությամբ աճել են շուրջ 15.5 տոկոսով, այնուամենայնիվ դրանց տեսակարար կշիռը ընդհանուր ֆինանսական ակտիվներում արձանագրել է 0.8 տոկոս նվազում՝ ի տարբերություն վարկային կազմակերպությունների ակտիվների, որոնք վերջին երկու տարիներին արձանագրում են տարեկան 0.7 տոկոս կայուն աճ:

Ամփոփելով վերլուծության արդյունքները՝ կարելի է արձանագրել, որ 2016 թվականին 2015 թվականի համեմատությամբ ՀՀ ֆինանսական միջնորդությունը բնութագրող ցուցանիշներում տեղի են ունեցել դրական տեղաշարժեր. ֆինանսական

⁶⁵ Հայաստանի ֆինանսական համակարգի զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը, 2016, ՀՀ ԿԲ 2017

ակտիվներ/ՀՆԱ ցուցանիշը նախորդ տարվա համեմատ մեծացել է 12.1 տոկոսով՝ հասնելով 89.1 տոկոսի, բանկային համակարգի ակտիվներ/ՀՆԱ ցուցանիշը՝ աճել է 12.3 տոկոսով, տնտեսությանը տրամադրված վարկեր/ՀՆԱ ցուցանիշը՝ 6.6 տոկոսով, (վերջինս նախորդ տարվա 5.5 տոկոսով նվազման պայմաններում 39.8 տոկոսից հասել է 50 տոկոսի (տե՛ս գծապատկեր 2.2.3)):



Գծապատկեր 2.2.3. 2007-2016թթ. ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգի ցուցանիշների շարժընթացը ՀՆԱ աճի համադրությամբ⁶⁶

Միջորդության մակարդակը բնութագրող ցուցանիշների այսպիսի դրական փոփոխությունները հիմնականում արդյունք են ինչպես Բանկերի ընդհանուր կապիտալի համալրման նորմատիվային պահանջների բարձրացման, այնպես էլ 2016 թվականի ՀՆԱ-ի աննախադեպ ցածր՝ 0.2 տոկոս աճի. վերջինս չափազանց բացասական գործոն է որպես միջնորդության մակարդակի աճ դիտարկելու համար:

Ավանդներ/ՀՆԱ ցուցանիշը նախորդ տարվա համեմատությամբ ավելացել է շուրջ 7 տոկոսով և կազմել ՀՆԱ-ի 42 տոկոսը: Բանկային պարտավորություններում արձանագրվել

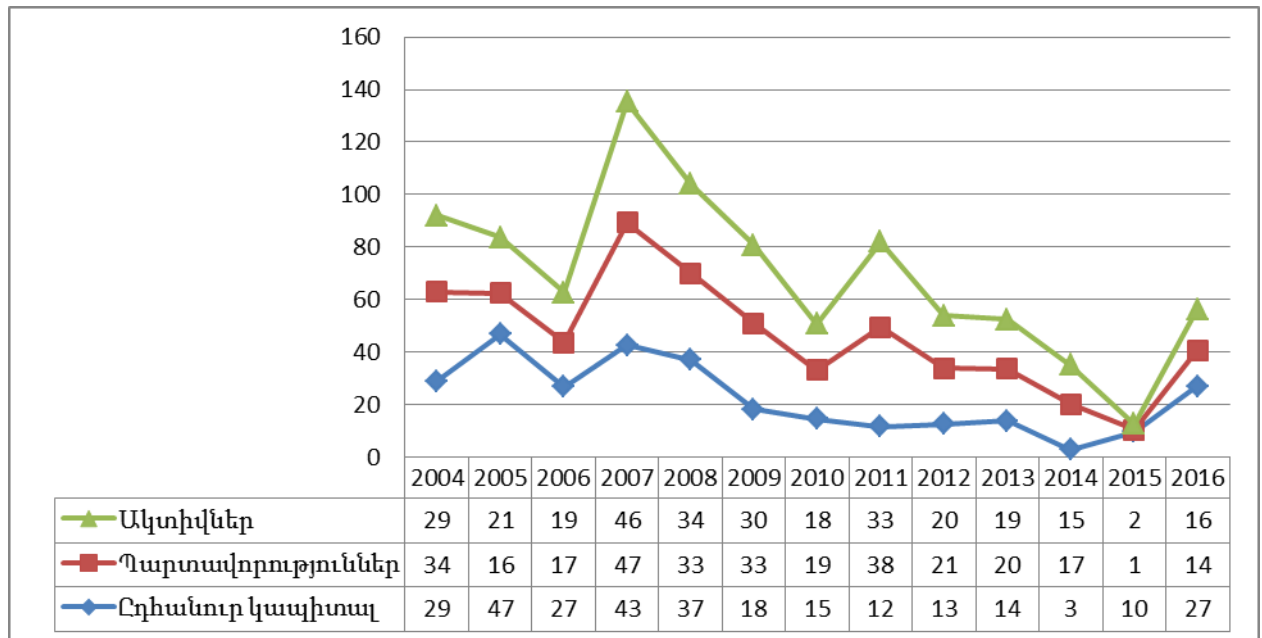
⁶⁶ Տվյալները վերցված են ՀՀ ԿԲ 2007-2016 թթ. համապատասխան տարիների ֆինանսական կայունության հաշվետվություններից

է նաև ավանդների 21.7% աճ, ընդ որում հատկապես դրական փոփոխություններ են արձանագրվել ավանդների արժույթային կառուցվածքում: Դրամային ավանդները աճել են շուրջ 23.8, իսկ արտարժույթային ավանդները 8.2 տոկոսով, ինչի պատճառով արտարժույթային ավանդների տեսակարար կշիռը ընդհանուր ավանդներում նվազել է 3.1 տոկոսով՝ կազմելով 62.6 տոկոս՝ անցյալ տարվա 66-ի փոխարեն: Այսպիսի փոփոխությունը հիմնականում բացատրվում է բանկերի՝ ավանդների ներգրավելու քաղաքականությամբ. արտարժույթային միջոցները ներգրավվում են ցածր՝ 5-6%, իսկ դրամային ավանդները գրեթե երկու անգամ բարձր՝ 10-12% տոկոսադրույքներ սահմանելով: Ավանդների կառուցվածքային այսպիսի փոփոխությունը, անշուշտ, պետք է դիտարկել որպես դրական գործոն, քանի որ դա մեղմացնում է արտարժույթային ռիսկի կառավարումը բանկերում. չնայած դրանք դեռ կազմում են ավանդային պարտավորությունների շուրջ 62 տոկոսը, այնուամենայնիվ միտումը դրական է: Ավանդների կառուցվածքում արտարժույթային ավանդների գերակա դիրքը, անշուշտ, արդյունք է աշխատանքային միգրանտների՝ արտասահմանից ստացվող դրամական փոխանցումների, և որ ամենավտանգավորն է՝ նաև ազգային արժույթի կայունության նկատմամբ բնակչության վստահության դեֆիցիտի, որոնք էլ նպաստում են համակարգում արտարժույթային ռիսկերի աճին: Հարկ է նշել, որ այս գործոնը առանցքային հիմնահարց է ոչ միայն Հայաստանի, այլև անցումնային տնտեսություն ունեցող գրեթե բոլոր երկրների համար:

Ֆինանսական միջնորդության կազմակերպությունների գործունեության արդյունավետության վրա ազդող գործոնները բացահայտելու համար, դիտարկենք բանկային համակարգի վերջին տարիների հաշվեկշռային բաղադրիչների կառուցվածքային շարժընթացները՝ որպես համակարգի դոմինանտ մասնակցի (տե՛ս հավելված 11)⁶⁷: Հավելված 11-ում ներկայացված տվյալներից ակնհայտ է, որ թեև դիտարկվող 2004-2016 թվականներն ընկած ժամանակահատվածում ՀՀ բանկային համակարգը անընդհատ գրանցել է զարգացման դրական միտումներ (ըստ ընդհանուր կապիտալի՝ շուրջ 10 անգամ, ըստ պարտավորությունների՝ շուրջ 13, ըստ ակտիվների՝

⁶⁷ Հայաստանի ֆինանսական համակարգի զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը, 2016, ՀՀ ԿԲ 2017

շուրջ 12 անգամ), այնուամենայնիվ վերջին 2015-2016 տարիներին արձանագրվում է միջնորդության ցուցանիշների անկում (տե՛ս գծապատկեր 2.2.4):



Գծապատկեր 2.2.4. Բանկային համակարգի հաշվեկշռի կառուցվածքային փոփոխությունների աճի տեմպը 2004 -2016թթ. ըստ բաղադրիչների, %⁶⁸

Քննելով գծապատկեր 2.2.4-ում ներկայացված բանկային համակարգի հաշվեկշռի կառուցվածքային փոփոխությունները ըստ աճի տեմպի՝ կարելի է նկատել, որ բոլոր բաղադրիչների առումով համաչափ աճ արձանագրվել է միայն 2007 թվականին, փոքր շեղումներով՝ նաև 2008 և 2011 թվականներին, իսկ մնացած տարիներին աճի տեմպերը անհամաչափ են, ընդ որում ամենամեծ շեղումը արձանագրվել է 2015 թվականին: Հարկ է նկատել նաև, որ 2012 թվականից հետո արձանագրվել է աճի տեմպի նվազում և՛ պարտավորությունների, և՛ ակտիվների գծով, որն առավել ցայտուն է եղել 2015 թվականին. չնայած այն հանգամանքին, որ կապիտալը աճել է 10 տոկոսով, այնուամենայնիվ ակտիվների և պարտավորությունների համապատասխան աճ չի գրանցվել: Ակտիվների աճել են ընդամենը 2 տոկոսով, իսկ պարտավորությունները գրեթե չեն փոխվել: Ընդհանուր կապիտալի շուրջ 10 տոկոս աճը արդյունք է հիմնականում տարածքում գործող 9 բանկերում կանոնադրական կապիտալի 74 մլրդ դրամով

⁶⁸ Տվյալները վերցված են ԿԲ www.cba.am պաշտոնական կայքի հրապարակումներից

համալրման, ընդ որում՝ 68.4 մլրդ դրամը արտաքին աղբյուրների հաշվին: Իրավիճակը փոքրիշատե շտկվում է 2016 թվականին, երբ ընդհանուր կապիտալը 30 մլրդ դրամով համալրելու շնորհիվ ակտիվները աճում են 16, պարտավորությունները՝ 14, իսկ ընդհանուր կապիտալը՝ 27 տոկոսով: Սակայն, հետևելով հաշվեկշռային բաղադրիչների շարժընթացների տրամաբանությանը, դժվար չէ նկատել, որ 27 տոկոս կապիտալի աճը մյուս բաղադրիչներում համապատասխան աճ չի ապահովել: Խոսքը հատկապես վերաբերում է ակտիվներին, քանի որ դրանք այն վերահսկելի տնտեսական միջոցներն են, որոնց օգտագործումից կազմակերպությունն ակնկալում է օգուտների ներհոսք: Հետևաբար, այսպիսի անհամաչափ զարգացումները, անշուշտ, իրենց դրսևորումը պետք է գտնեն միջնորդության կազմակերպությունների շահութաբերության ցուցանիշների վրա, որին կանդրադառնանք աշխատանքի հաջորդ բաժնում:

Նշվածը հիմք է տալիս եզրահանգելու, որ հանրապետությունում ընդհանուր կապիտալի այսպիսի աճը հիմնականում նպաստել է բանկային համակարգի ֆինանսական կայունության բարձրացմանը և ոչ մի դրական ազդեցություն չի ունեցել գործարար միջավարի վրա, քանի որ նախորդ տարվա ՀՆԱ-ի 3,2 տոկոս աճի փոխարեն 2016 թվականին գրանցվել է ընդամենը 0.2 տոկոս ՀՆԱ աճ:

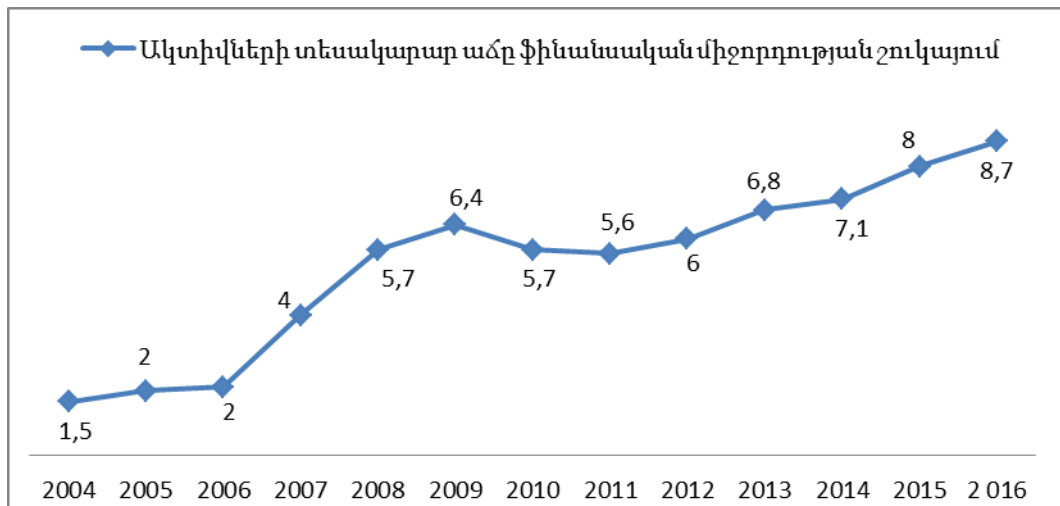
Զարգացած երկրների ֆինանսական միջնորդության համակարգում, ի տարբերություն զարգացող երկրների, կարևոր և ծանրակշիռ տեղ են զբաղեցնում ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտները: Դրանք հագեցնում են ֆինանսական միջնորդական ծառայությունների շուկան, հանրության համար ստեղծում են այլընտրանքային վարկավորման ուղիներ, միջնորդության ինստիտուտների համար՝ ֆինանսավորման այլընտրանքային լրացուցիչ աղբյուրներ, ֆինանսավարկային շուկայի զարգացման համար ապահովում են մրցակցային առողջ միջավայր: Սկսած 1993 թվականից՝ Հայաստանի Հանրապետությունում ոչ բանկային ֆինանսական կազմակերպություններից են ապահովագրական ընկերությունները, արժեթղթերի շուկան, գրավատները, արտարժույթի առք ու վաճառքի փոխանակման կետերը: Համեմատաբար նոր միջնորդության ինստիտուտներ են վարկային և վճարահաշվարկային կազմակերպությունները, որոնք գործում են համապատասխանաբար 2001 և 2004 թվականներից: Ներկայումս ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտներից ԱՊՀ գրեթե

բոլոր երկրներում արագ զարգացման միտումներ են դրսևորում վարկային կազմակերպությունները՝ ակտիվ գործունեություն իրականացնելով վարկային և լիզինգային շուկաներում: Վարկային կազմակերպությունների տրամադրած վարկերի միջին շուկայական տոկոսադրույքները ընդհանուր առմամբ փոքր-ինչ գերազանցում են բանկային համանման վարկավորման տոկոսադրույքները: Սակայն որպես կանոն բնակչության լայն խավի համար վարկային կազմակերպությունների կողմից առաջարկվող ծառայությունները ավելի նախընտրելի են մատչելիության և հասանելիության շնորհիվ:

Ասվաժի վկայությունն է ՀՀ վարկային կազմակերպությունների 2004-2016թթ. շարժընթացների դիտարկումները. 2001 թվականից սկսելով իրենց գործունեությունը ՀՀ ֆինանսական շուկայում՝ վարկային կազմակերպությունները բուռն զարգացում են արձանագրել համարյա բոլոր ցուցանիշներով (տե՛ս հավելված 12)⁶⁹: Ընդհանուր ակտիվները, դիտարկվող ժամանակահատվածում, աճել են շուրջ 50 անգամ, ընդհանուր կապիտալը՝ 41 անգամ, պարտավորությունները՝ 60 անգամ: Հարկ է նշել, որ պարտավորությունների այսպիսի գործընթացն ուղեկցվել է նաև ընդհանուր կապիտալի աճով, ինչի շնորհիվ պարտավորությունների շուրջ 85 տոկոսը ապահովված է վարկային կազմակերպությունների սեփական կապիտալի ծածկույթով: Արդյունքում ՀՀ վարկային կազմակերպությունները արձանագրելով պարտավորությունների արագընթաց վերելք, պահապանել են իրենց ֆինանսական անկախության ցուցանիշի պահանջները, ինչը միանշանակորեն վկայում է վարկային կազմակերպությունների բարձր ֆինանսական կայունության մասին:

Առանձին հետաքրքրություն է ներկայացնում վարկային կազմակերպությունների ակտիվների աճի ցուցանիշները ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգում: Այն դիտարկվող 2004-2016 թվականների ընթացքում 1.5-ից հասել է 8,7 տոկոսի, աճելով շուրջ 6 անգամ (տե՛ս գծապատկեր 2.2.5):

⁶⁹ Հայաստանի ֆինանսական համակարգի զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը, 2016, ՀՀ ԿԲ 2017



Գծապատկեր 2.2.5 Վարկային կազմակերպությունների ակտիվների աճը ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգում 2004-2015թթ. (%)⁷⁰

Հարկ է նշել, որ դիտարկվող ժամանակահատվածում արձանագրվել է ոչ միայն վարկային կազմակերպությունների ակտիվների դինամիկ աճ ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգում, այլև նաև վարկային ներդրումների կառուցվածքային մեծ տեղաշարժեր ըստ տնտեսության ճյուղերի:

Հատկանշական է, որ 2015 թվականին հատկապես բարձր աճի տեմպ գրանցվել է սպառողական վարկերում՝ շուրջ 76 տոկոս, ի տարբերություն բանկային համակարգում սպառողական վարկերի, որը նույն ժամանակահատվածում 1.7 տոկոսով նվազել է: Ասվածը թույլ է տալիս արձանագրելու, որ ՀՀ բանկային համակարգում սպառողական վարկերի նվազումը պայմանավորված է ոչ թե սպառողական վարկերի պահանջարկի նվազմամբ, այլ վարկային շուկայում բանկային վարկերի անհասանելիությամբ: Սակայն արդեն 2016 թվականին, տնտեսական աճի նվազմանը զուգահեռ, բացառությամբ սպառողական և հիփոթեքային վարկերի, նվազում է նաև վարկային կազմակերպությունների ճյուղային վարկավորման մասնակցությունը (տե՛ս հավելված 13)⁷¹:

Սա ևս մեկ անգամ փաստում է ՀՀ վարկային կազմակերպությունների կառավարման ճկունությունը հանրապետությունում ձևավորված մակրոտնտեսական

⁷⁰ Աղբյուրը՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկ

⁷¹ Հայաստանի ֆինանսական համակարգի զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը, 2016, ՀՀ ԿԲ 2017

ցուցանիշներին համահունչ: Մասնավորապես, 2016 թվականին ֆիզիկական անձանց վարկային ռեսուրսների նկատմամբ բարձր պահանջարկի պայմաններում սպառողական և հիփոթեքային վարկավորումները աճել են 28 տոկոսով՝ բանկային համակարգի 20 տոկոսի դիմաց: Սա հիմնականում բացատրվում է վարկային միջոցների հասանելիությամբ, որը նույնիսկ չեզոքացնում է վարկավորման համեմատաբար բարձր տոկոսադրույքները:

Զարգացած երկրների ֆինանսական միջնորդության համակարգում հատուկ տեղ են զբաղեցնում ապահովագրական ընկերություններն ու կենսաթոշակային հիմնադրամները: Դրանց գործունեությունը դրսևորվում է ինչպես մակրոտնտեսական, այնպես էլ միկրոտնտեսական մակարդակներում: Այս միջնորդական ինստիտուտները նպաստում են երկրի ֆինանսական կայունությանը ու միաժամանակ նվազեցնում հանրության սոցիալական անհանգստությունը, ստեղծում են ռիսկերի առավել արդյունավետ կառավարելու հնարավորություն, աջակցում են կապիտալի արդյունավետ բաշխմանը, խթանում են առևտուրն ու ապրանքաշրջանառությունը, համախմբում են խնայողությունները, թեթևացնում են վնասների բեռը և ամենակարևորը՝ կարող են հանդես գալ որպես կառավարության սոցիալական ապահովության ծրագրերի փոխարինողներ: Ապահովագրությունը համախմբում և ուղղորդում է ազգային խնայողությունները: Խնայողությունների բարձր մակարդակ ունեցող երկրներին, որպես կանոն, բնորոշ են արագընթաց տնտեսական աճի միտումներ: Ի տարբերություն առևտրային բանկերի՝ կյանքի ապահովագրության և այլ խնայողական հիմնադրամները գործում են ավելի երկարաժամկետ ոլորտում, և վերջիններիս պարտավորությունների երկարաժամկետ բնույթն ու կանխիկ հոսքերի համեմատական կայունությունը թույլ են տալիս ընկերություններին երկարաժամկետ նախագծերի ֆինանսավորման միջոցներ առաջարկել: Հայաստանի ապահովագրական ընկերություններն ունեն որոշ առանձնահատկություններ, որոնք բնորոշ չեն զարգացած ապահովագրական շուկայի ընկերություններին: Դրանցից հիմնականն այն է, որ նրանք չունեն մշակված ներդրումային քաղաքականություն, չի կատարվում միջոցների ներդրումային վերլուծություն ըստ ժակետայնության և ռիսկայնության: Ընկերությունները, խուսափելով ռիսկային գործառնություններից, իրենց միջոցները շատ հաճախ ներդնում են ՀՀ

կառավարության թողարկած առավել հուսալի արժեթղթերում կամ վերաապահովագրության գործառույթներում, որոնք, բնականաբար, ցածր եկամտաբեր են: Ապահովագրական շուկան Հայաստանում, ի տարբերություն մյուս համակարգերի, զարգացել է տարերայնորեն, հաճախ նույնիսկ՝ հարկադրական մեխանիզմների կիրառմամբ. Օրինակ՝ ԱՊՊԱ-ն, առողջապահական ապահովագրությունը, վերջերս նաև՝ ծերության պարտադիր մասնավոր կուտակային կենսաթոշակային ապահովագրությունը:

Տարրերայնությունը հիմնականում պայմանավորված էր օրենսդրական և կարգավորման ռեժիմների փոփոխություններով: Օրինակ՝ 1996-ից մինչև 2007 թվականի հոկտեմբերը կյանքի ապահովագրություն իրականացնելու համար ապահովագրական ընկերություններին անհրաժեշտ էր պարզապես ունենալ կյանքի ապահովագրության լիցենզիա: Որևէ այլ սահմանափակում չկար, և նույն ընկերությունը կարող էր իրականացնել կյանքի և ոչ կյանքի ապահովագրություն՝ ունենալով ընդամենը առանձին լիցենզիաներ: Այդ ժամանակահատվածում ՀՀ ապահովագրական շուկայում կյանքի ապահովագրություն իրականացնելու լիցենզիա ունեին հետևյալ՝ Կասկադ Ինշուրանս, Ինգո Արմենիա, Գրանդ, Լոնդոն-Երևան, Ռասկո, Փրայվիտ-Ինշուրանս ապահովագրական ընկերությունները: «Ապահովագրության և ապահովագրական գործունեության մասին» ՀՀ օրենքը, որն ընդունվեց 2007 թվականի ապրիլի 9-ին, հստակ տարանջատեց ապահովագրության այդ երկու տեսակները՝ արգելելով ոչ կյանքի և կյանքի ապահովագրության համատեղումը մեկ ընկերության շրջանակներում: Այժմ համեմատության կարգով դիտարկենք ՀՀ կյանքի ապահովագրության շուկան մինչև 2007թ. հոկտեմբերի 1-ը:

Աղյուսակ 2.2.1 Կյանքի ապահովագրության տեսակարար կշիռը ընդհանուր
ապահովագրավճարներում 2004-2007թթ. (հազարՀՀ դրամ)⁷²

Տարիներ	Հավաքագրված ընդհանուր ապահովագրավճարներ	Կյանքի ապահովագրությանը բաժին ընկնող ապահովագրավճարներ
31.12.2004	3,622.770.000	8,282.500
31.12.2005	3,325.134.500	24,185.500
31.12.2006	4,114.666.000	29,837.000
30.12.2007	4,750.603.000	3,131.000

Ինչպես տեսնում ենք աղյուսակ 2.2.1-ում բերված տվյալներից, 2006 թվականին 2005-ի համեմատությամբ կյանքի ապահովագրության գծով ձևավորված ապահովագրավճարները աճել են շուրջ 19%-ով, իսկ 2004-ի նկատմամբ՝ շուրջ 72 տոկոսով: Սակայն, 2007թվականի հոկտեբերի մեկին ուժի մեջ մտած վերոնշյալ օրենքի փոփոխությամբ նախորդ տարվա համեմատությամբ դրանք նվազել են շուրջ 90%-ով: Ասվածը ակնհայտ է նաև ՀՀ ապահովագրական համակարգի 2004-2016 թվականների հաշվեկշռային բաղադրիչների շարժընթացներից (տե՛ս հավելված 14)⁷³:

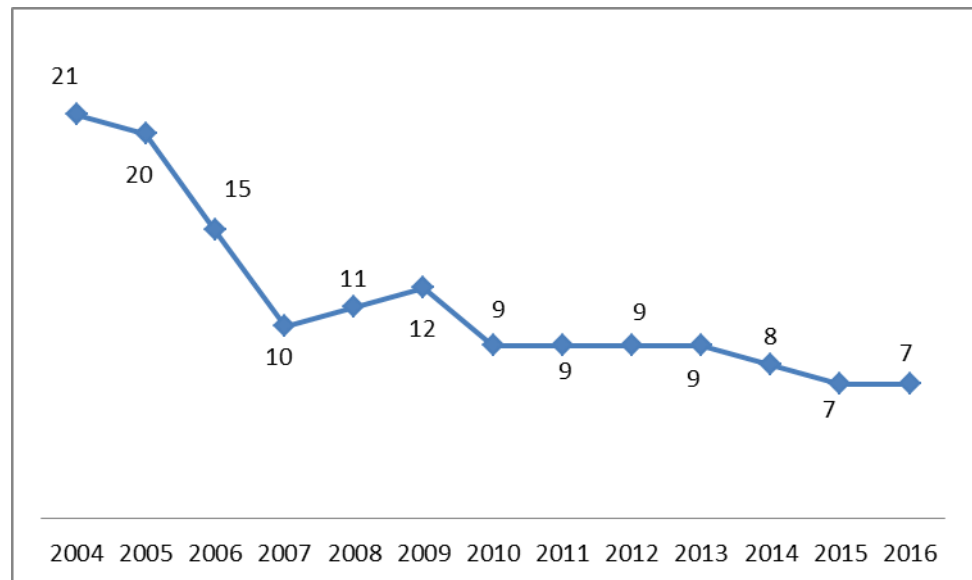
Հավելված 14-ից ակնհայտ է, որ ՀՀ ապահովագրական շուկան, սկսած 2007 թվականից զարգացել է տրերայնորեն, նույնիսկ ԱՊՊԱ-ն և առողջության պարտադիր ապահովագրությունը զգալի աճ չեն ապահովել. ընդհակառակը 2013 թվականից 2015 թվականն ընկած ժամանակահատվածում արձանագրվում է պարտավորությունների նվազում շուրջ 30 տոկոսով, ակտիվների նվազում՝ շուրջ 18 տոկոսով: Ցուցանիշները փոքր-ինչ բարելավվել են 2016 թվականին. ակտիվները աճել են 13.5, պարտավորությունները՝ 11.8, կապիտալը՝ 16 տոկոսով, իսկ միջնորդության ակտիվությունը կազմել է ընդամենը 0.6%:

Ապահովագրական համակարգի նման կարևորագույն միջնորդական ինստիտուտի այսպիսի զարգացումը, անշուշտ, չի կարելի համարել երկրի ֆինանսական միջնորդության

⁷² Տվյալները վերցված են ՀՀ Ֆին. նախարարության համապատասխան տարիների հաշվետվություններից

⁷³ Հայաստանի ֆինանսական համակարգի զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը, 2016, ՀՀ ԿԲ 2017

համակարգի արդյունավետ գործունեության դրական միտում: Դա է վկայում նաև տարածքում ապահովագրական միջնորդ ընկերությունների քանակի նվազումը ՀՀ շուկայում, որը էլ ավելի է խորացնում երկրում առկա սոցիալ-տնտեսական լարվածությունը (տե՛ս գաժապատկեր 2.2.6):



Գժապատկեր 2.2.6 ՀՀ տարածքում գործող ապահովագրական ըկերությունների քանակը ըստ տարիների 2004-2016թթ.⁷⁴

Ցանկացած երկրի տնտեսական աճի ցուցանիշը ուղղակիորեն կապված է այդ երկրի ներդրումային շուկայի զարգացվածության մակարդակից, որը բնորոշվում է բորսաներում իրականացվող գործարքների քանակով, ծավալներով և դրանում շրջանառվող գործիքների բազմազանությամբ: Ներկայումս ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգի ամենախնդրահարույց հիմնահարցերից մեկը եղել և մնում է միջնորդության ներդրումային զարգացումը: Ասվածի վկայությունն է այն փաստը, որ ՀՀ ներդրումային ընկերությունների ընդհանուր ակտիվները դիտարկվող 2005-2016 թթ. ժամանակահատվածում երբեք չեն գերազանցել ֆինանսական միջնորդության համակարգի ընդհանուր ակտիվների 1 տոկոսը: Դա ավելի ակնհայտ է դառնում, երբ դիտարկում ենք ՀՀ բորսայում իրականացված գործարքների ծավալը՝ ըստ այդտեղ կնքված գործարքների քանակի և շրջանառվող գործիքների (տե՛ս հավելված 15): ՀՀ արժեթղթերի շուկան աչքի չի

⁷⁴ Հայաստանի ֆինանսական համակարգի զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը, 2016, ՀՀ ԿԲ 2017

ընկնում ո՛չ կնքված գործարքների քանակով և ծավալներով, ո՛չ էլ շրջանառվող գործիքակազմով⁷⁵:

Ընդհակառակը 2005-ից 2016 թվականներն ընկած ժամանակահատվածում ՀՀ արժեթղթերի ներդրումային շուկայում տեղ են գտել խիստ արտահայտված բացասական զարգացումներ: Այսպես, բորսայում իրականացվող գործարքները 2016 թվականին 2005թ. համեմատությամբ աճել են 1.3 անգամ, գործարքների ծավալը՝ շուրջ 160 անգամ, իսկ ներդրողները նվազել են 26 378 մասնակիցով: Ըստ որում շրջանառվող գործիքներում մեծ տեսակարար կշիռ են կազմում պետական պարտատոմսերով իրականացվող գործարքները: Ասվածը հիմք է տալիս փաստելու, որ ՀՀ ներդրումային շուկային բնորոշ է կենտրոնացվածության բարձր մակարդակ և ըստ շրջանառվող գործիքների, և ըստ արժեթղթերի սեփականատերերի: Ասվածի վկայությունն է նաև հավելված 16-ում բերված՝ ՀՀ կենտրոնական դեպոզիտարիայում թողարկողների և արժեթղթերի ռեեստր վարող սեփականատերերի թիվը: Ինչպես տեսնում ենք վերջին տասներկու տարիների ընթացքում ՀՀ արժեթղթերի շուկայում, հետընթաց է արձանագրվում, այսինքն՝ 2004 թվականի համեմատությամբ բևեռվածությունը շուջ երեք անգամ աճել է ոչ միայն չգրանցված արժեթղթերի սեփականատերերի քանակով, այլև նաև 25 տոկոսով՝ ընդհանրապես արժեթղթերի սեփականատերերի թվով: Իսկ 2016 թվականի գործարքների աճը 2015 թվականի համեմատությամբ շուջ երեք անգամ բացատրվում է միայն իրականացված ռեպո գործառնությունների ավելացումով, որը ուղեկցվել է ՀՀ ԿԲ համանուն գործառնությունների կրճատմամբ շուրջ չորս անգամ (տե՛ս հավելված 17)⁷⁶: Կարգավորվող շուկայում պետական պարտատոմսերով առուվաճառքի գործառնությունները կազմել են ընդհանուր շրջանառության 55.3%-ը, կորպորատիվ արժեթղթերի առուվաճառքի գործառնությունները՝ 11.9%-ը, իսկ բաժնային արժեթղթերի առուվաճառքի գործառնությունները՝ 32.7%-ը: Ըստ որում 2016 թ. դրությամբ ներդրումային ընկերությունների արժեթղթերի փաթեթի 97.5%-ը կազմել են ոչ բաժնային արժեթղթերը:

Ամփոփելով կատարված վերլուծությունների արդյունքները՝ կարելի է արձանագրել, որ ՀՀ արժեթղթերի շուկան դեռևս կայացման փուլում է, և այդ ընկերությունների

⁷⁵ Հայաստանի ֆինանսական համակարգի զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը, 2016, ՀՀ ԿԲ 2017, հավելվածներ

⁷⁶ Նույն աղբյուրից

միջորդության արդյունավետության բարձրացման համար հանրապետությունում առկա են լուրջ և խորքային հիմնախնդիրներ: 2016 թվականին արձանագրված թվացյալ դրական գործընթացները ՀՀ ԿԲ իրականացրած իրավիճակային կարգավորման արդյունք է, երբ, փաստորեն, տեղի է ունեցել ռեպո գործառնությունների իրականացման հարթակների փոփոխություն, որի շնորհիվ 2016 թվականին բորսայում գործարքները 2015 թվականի համեմատությամբ աճեցին շուջ երեք անգամ, իսկ ՀՀ ԿԲ համանուն գործառնությունները կրճատվեցին շուրջ չորս անգամ (տե՛ս գծապատկեր 2.2.7):

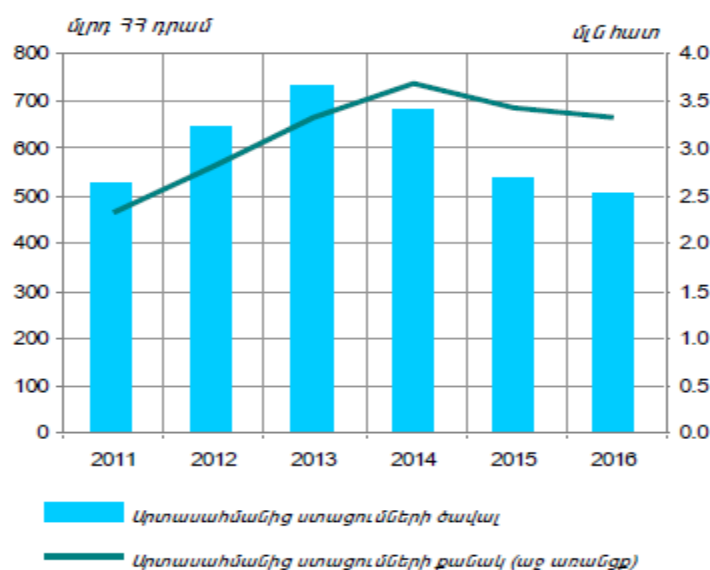
Գծապատկեր 2.2.7 2011-2016 թթ. ներդրումային ընկերությունների իրականացրած արժեթղթերի առքուվաճառքի և ռեպո գործառնությունների ծավալները⁷⁷

2016 թվականին արձանագրված այս դրական տեղաշարժը ժամանակավոր բնույթ է կրում, քանի որ դա զուտ կարժաճամկետ ռեպո գործառնությունների շնորհիվ է տեղի ունեցել, որը ամենևին չի կարելի դիտարկել որպես ներդրումային ընկերությունների միջնորդության գործունեության արդյունավետության բարձրացմանն ուղղված էական քայլ: Ավելին, 2016 թվականի արժեթղթերի փաթեթի կառավարման շրջանակներում ներդրումային ծառայություններ մատուցող անձանց կողմից հավատարմագրային

կառավարման վերցված միջոցների ծավալը նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի համեմատ նվազել է 39.7%-ով և կազմել է 931 մլն դրամ, ինչը իրական նախադրյալ է ստեղծում երկրից ֆինանսական միջոցների արտահոսքի համար՝ առաջացնելով լուրջ դժվարություններ պետական արտաքին պարտքի սպասարկման առումով:

Ֆինանսական միջնորդության համակարգում իրենց ուրույն տեղն ու դերն ունեն վճարահաշվարկային կազմակերպությունները, որոնք բանկերի հետ միասին կազմակերպում են դրամական միջոցների շրջանառությունը ոչ միայն երկրի ներսում, այլև դրանից դուրս: Վճարահաշվարկային կազմակերպությունները մի շարք առևտրային բանկերի հետ միասին պրոցեսինգային/քլիրինգային ծառայություններ մատուցող, դրամական փոխանցումներ իրականացնող ֆինանսական միջնորդության առանձնահատուկ ինստիտուտների համախումբ են: Ցանկացած երկրում ֆինանսական հոսքերի նկատմամբ արդյունավետ վերահսկողություն իրականացնելու համար հատկապես կարևորվում է անկանխիկ վճարային գործիքների զարգացվածության աստիճանը, որպես փողի սովորական շրջանառության դեմ ուղղված վճարային գործիք: 2016 թվականին հանրապետությունում կատարվել է 28.2 մլն հատ անկանխիկ գործարք, որը կազմել է 24.2 տրլն դրամ գումար: ՀՀ-ում վճարումների ծավալի գերակշիռ մասը՝ 99.0%-ը, բաժին է ընկնում վճարման հանձնարարականներին, 0.9%-ը՝ քարտերով անկանխիկ գործառնություններին, իսկ մնացածը՝ չեկերին, պահանջագրերին և էլեկտրոնային փողերին: Վճարային գործիքների տարածվածության տեսանկյունից կարևորվում են վճարային քարտերը, որոնցով իրականացված գործարքները կազմում են ընդհանուր անկանխիկ վճարումների 29%-ը կամ 1.6 մլն դրամ: Պետք է նշել, որ շրջանառության մեջ գտնվող քարտերի ընդհանուր քանակը նախորդ տարվա համեմատ նվազել է 9.2%-ով (տե՛ս հավելված 18): Նախորդ տարվա համեմատ շուրջ 6%-ով նվազել են նաև ֆիզիկական անձանց՝ բանկերի և դրամական փոխանցում իրականացնող կազմակերպությունների միջոցով կատարվող փոխանցումները, իսկ երկրից արտասահման փոխանցումների ծավալը՝ ընդհակառակը, աճել է 7%-ով: Արդյունքում զուտ ներհոսքը նախորդ տարվա ցուցանիշի համեմատ նվազել է մոտ 17%-ով և կազմել 358.0 մլրդ դրամ, ինչը խիստ բացասական գործոն է երկրի տնտեսության համար:

Առևտրային բանկերի թղթակցային հաշիվներով իրականացված փոխանցումներում ֆիզիկական անձանց ուղղված վճարումները նվազել են 7.0%-ով և կազմել 227.5 մլրդ դրամ, իսկ մեկ վճարման միջին ծավալը նախորդ տարվա համեմատ նվազել է 13%-ով՝ կազմելով 3.4 մլն դրամ: Միաժամանակ, ֆիզիկական անձանց փոխանցումներն արտասահման առևտրային բանկերի թղթակցային հաշիվներով աճել են 9.7%-ով և կազմել 265.0 մլրդ դրամ: Արդյունքում՝ առևտրային բանկերի թղթակցային հաշիվներով ֆիզիկական անձանց փոխանցումներում դիտվում է դրամական միջոցների զուտ արտահոսք 37.5 մլրդ դրամ ծավալով (տե՛ս գծապատկեր 2.2.8):



Գծապատկեր 2.2.8. 2011-2016 թթ. միջազգային դրամական փոխանցումների համակարգերով ֆիզիկական անձանց կողմից արտասահմանից ստացումներ

Հարկ է նշել, որ ՀՀ վճարահաշվարկային համակարգում տեղ գտնող ամենաբացասական գործընթացները պայմանավորված են երկրի զուտ ներհոսքի նվազմամբ, որը ոչ այդքան դրամական փոխանցումների ներհոսքի կրճատման, որքան արտահոսքի աճի հետևանք է, ինչը մեկ անգամ ևս փաստում է հանրապետությունից կապիտալի արտահոսքի արագացող տեմպերը:

Ի վերջո նշված բոլոր գործընթացները իրենց ազդեցություն են գտել ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների, հատկապես բանկային համակարգի շահութաբերության ցուցանիշների վրա: Այն 2003-2016 թվականներն ընկած ժամանակահատվածում առաջին

անգամ 2015 թ. արձանագրել է բացասական շահույթ կամ վնաս՝ ըստ ակտիվների RoA - 0,6%, ըստ կապիտալի RoE-4,3%⁷⁸:

Ափոփելով Հայաստանի ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների գործնեության արդյունավետության բարձրացման հիմնահարցերին նվիրված ուսումնասիրությունների և իրականացված վերլուծությունների արդյունքները՝ կարելի է արձանագրել, որ ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգում, ի տարբերություն զարգացած երկրների, որտեղ գերիշխող են երկար փողեր ստեղծող այնպիսի միջնորդության ինստիտուտներ, ինչպիսիք են կյանքի ապահովագրությամբ զբաղվող ընկերությունները և կենսաթոշակային հիմնադրամները, բաժնային արժեթղթեր թողարկող ներդրումային ընկերությունները, տարիներ շարունակ առաջնային է բանկային համակարգը, որին բաժին է ընկնում ակտիվների 85 տոկոսից ավելին: Ոչ բանկային ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտներից գործնեության արդյունավետությամբ առանձնանում են վարկային կազմակերպությունները, որոնց բաժին է ընկնում համակարգի ընդհանուր ակտիվների շուրջ 8 տոկոսը: Մնացած կարևորագույն ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտներին՝ ապահովագրական ըկերություններ, ներդրումային ընկերություններ, ֆոնդային բորսա, վճարային համակարգ, բաժին է ընկնում համակարգի ակտիվների ընդամենը 7 տոկոսը: Բացի նշվածից, արդյունավետության բարձրացման խնդիրներ կան նաև հենց միջնորդության ինստիտուտների գործունեության մեջ և մատուցվող միջնորդական ծառայություններում: Այսպես, չնայած առևտրային բանկերի կապիտալիզացիան բարձրացել է, սակայն բանկային ակտիվները արձանագրել են նվազման միտում, չի բարելավվում նաև բանկային վարկերի հասանելիության մակարդակը: Բանկային համակարգի ակտիվների նվազումը արդյունք է վարկային պորտֆելից անորակ ակտիվների դուրսգրման: Վերջինիս առավել մանրամասն կանդիդատնանք աշխատանքի 3-րդ գլխում: Հանրապետությունում խնդրահարույց է նաև եկամուտների անհամաչափ բաշխումը, որը արժեթղթերի շուկայի զարգացումը խոչնդոտող հիմնական գործոններից մեկն է, ինչի պատճառով համակարգում առկա է արժեթղթերի սեփականատերերի բարձր կենտրոնացվածություն: Անհամաչափ զարգացումներ արձանագրվում են նաև միջնորդության ինստիտուտների

⁷⁸ Տե՛ս աշխատանքի 2.2.3 ենթագլխում:

գործունեության ֆինանսական արդյունքներում, որոնցից ամենախդրահարույցը ֆոնդային բորսայում տեղ գտնող բացասական գործընթացներն են, որին նույնպես առավել մանրամասն կանդիդատնանք աշխատանքի հաջորդ բաժնում: Ընդհանրապես հանրապետությունում տեղ են գտնում նաև համակարգային անհամաչափ գործընթացներ. մասնավորապես առանցքային հիմնահարց է կայունության ապահովման նպատակով, ֆինանսական համակարգի մեկուսացումը երկրում տնտեսական աճ ենթադրող այլ համակարգերից:

Բնականաբար նշված հիմնահախնդիրների մեծ մասը արդյունք է ՀՀ ֆինանսական միջնորդության հարաբերություններից ծագող ռիսկերի, որոնց ժամանակին բացահայտումը, գնահատումը և դրանց կարգավորման մեխանիզմների մշակումը դառնում են ֆինանսական միջնորդության գործընթացների արդյունավետ կառավարմանը նպաստող առանցքային գործոններ:

2.3 ՀՀ ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների ռիսկերի

կառավարման համակարգը

Վերջին տարիներին աշխարհի գրեթե բոլոր երկրների և միջազգային ֆինանսական կազմակերպությունների գերխնդիրը ֆինանսական համակարգի կարգավորման և վերահսկողության այնպիսի միասնական մեխանիզմների և մոտեցումների մշակումն ու ներդրումն է, որոնք թույլ կտան ժամանակին բացահայտել համակարգային ռիսկերը և ապահովել ֆինանսական կայունության հուսալի գործիքներ: Ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների, հատկապես բանկային համակարգի կարգավորման և վերահսկողության միասնական մոտեցումների սահմանումը և կիրառումը միջազգային պրակտիկայում իրականացվում են Բազելյան կոմիտեի սահմանած կանոնակարգերի, իսկ 2010 թվականից՝ Բազել-3 համաձայնագրի պահանջներին համապատասխան, որտեղ տրվում են ընդհանուր կարգավորման և վերահսկողության միջազգային նորմատիվային նոր պահանջներ՝ ռիսկերի գնահատման համապատասխան մեթոդների և մոդելների առաջադրմամբ: Համաձայնագրին անդամակցող երկրները, այդ թվում նաև Հայաստանը, կարող են դրանք տեղայնացնել՝ ըստ իրենց ֆինանսական միջնորդության ներքին համակարգին բնորոշ ռիսկերի առանձնահատկությունների

սակայն, պահպանելով դրանց հաշվարկման մեթոդիկան: Իրականում Բազել-3-ը ուղղակիորեն բանկերի կառավարմանը վերաբերող դրույթներ չի նախատեսում. այն պարզապես ուղղված է բանկի՝ ռիսկերի կառավարման արդյունավետության բարձրացմանը, ֆինանսական կայունության ամրապնդմանը և բանկի նկատմամբ հասարակության վստահության բարձրացմանը:

Ըստ էության Բազել 3-ը բանկային կարգավորման սկզբունքային փոփոխություններով նոր դաշտ է, որը փորձում է հաշվի առնել այն բոլոր թերությունները, որոնք առկա էին ոլորտում ճգնաժամի ընթացքում, վեր հանել երկրի ցիկլիկ ռիսկերը, գնահատել մակրոտնտեսական իրավիճակը, բանկերի աշխարհագրական տեղաբաշխումը, անգամ դրանց ոլորտային ազդեցությունը: Բազել 3-ը կոչված է ոչ թե փոխարինելու, այլ լրացնելու Բազել 2-ին: Միջոցառումները, որոնք առաջարկվում են Բազել 2-ում առկա բացերի կամ թերությունների վերացմանը, կարելի է բաժանել 4 խմբի.

- կապիտալի որակին և կառուցվածքին ներկայացվող պահանջներ,
- իրացվելիության նորմատիվների նոր պահանջներ,
- լներեջի գործակցի սահմանում,⁷⁹
- համակարգային նշանակություն ունեցող բանկերի կարգավորման ու վերահսկողության մոտեցումներ⁸⁰:

Բազել 3-ով բանկերի նորմատիվային կապիտալի չափի 8 տոկոսանոց շեմի փոփոխություն չի նախատեսվում. դա վերաբերվում է կապիտալի կառուցվածքի և որակի նկատմամբ ավելի խիստ պահանջներ կիրառելուն: Ինչ վերաբերում է կապիտալի կառուցվածքին և որակին, այստեղ առաջարկվող նորությունը երկու նոր՝ կապիտալի պահպանման և կապիտալի հակացիկլիկ բուֆերներն են: Հիմնական նպատակն ԱԷ՝ բանկի համար մի կողմից ապահովել լրացուցիչ կապիտալ՝ հնարավոր կորուստները կլանելու համար, մյուս կողմից՝ սահմանափակել վարկավորման ծավալները տնտեսության

⁷⁹ «leverage ratio» լներեջի տոկոսադրույքը բանկի ակտիվների հարաբերակցությունն է բանկի հիմնական կապիտալին, որի նվազագույն մակարդակը, ըստ Բազել 3-ի, սահմանվում է 3 %, որը բացակայում է Բազել 2-ում:

⁸⁰ Սա նույնպես նոր դրույթ է, որը ենթադրում է բանկերի կարգավորման ու վերահսկողության տարբերակված մոտեցումների կիրառում՝ կախված բանկի համակարգային ֆունկցիոնալ գործունեության մակարդակից: Մակրոտնտեսական միջավայրի վրա առավել ուժեղ ազդեցություն ունեցող բանկերի նկատմամբ ավելի խիստ նորմատիվային դաշտ է նախատեսվում:

վերելքի շրջանում, իսկ տնտեսության անկման պարագայում ընձեռել լրացուցիչ վարկավորման հնարավորություն: Ընդ որում այս պահանջների խախտումը, ի տարբերություն մյուսների, չի կարող հանգեցնել բանկերի նկատմամբ պատժամիջոցների կիրառման: Այդպիսի խախտում արձանագրելու դեպքում ընդամենը սահմանափակվում է բանկերի կողմից որոշ գործառույթների իրականացումը, մասնավորապես՝ շահաբաժինների վճարման կամ աշխատակիցներին տրվող պարգևավճարների կամ լրացուցիչ վարձատրությունների չափերը՝ դրանք հիմնական կապիտալի համալրմանը ուղղելու պայմանով: Սակայն, պահպանելով նվազագույն կապիտալի նորմատիվը 8%-ի մակարդակում, խստացվել են նաև նորմատիվային կապիտալի հաշվարկում ընդգրկվող տարրերի նկատմամբ պահանջները: Եթե նախկինում լրացուցիչ կապիտալը կարող էր կազմել ընդհանուր կապիտալի մինչև 50%-ը, ապա այժմ այդ սահմանաչափը նվազեցվել է: Նորմատիվային ընդհանուր կապիտալի կառուցվածքում պետք է գերակշռի հիմնական կապիտալը, քանի որ այն որակապես ավելի բարձր պաշտպանվածություն է ենթադրում: Փոփոխություն է նախատեսում նաև լրացուցիչ կապիտալի կառուցվածքում. դրանում կապիտալի հիբրիդ գործիքները օրինակ՝ երկարաժամկետ ստորադաս փոխառությունները բանկի ֆինանսական դժվարությունների առկայության դեպքում աստիճանաբար պետք է վերափոխվեն բանկի հիմնական կապիտալի:

Ինչ վերաբերում է իրացվելիության նորմատիվների խստացմանը, ապա այստեղ հիմնական նորությունը բանկի կայունության ռիսկի գնահատման համար իրացվելիության նոր նորմատիվների սահմանումն է: Նախատեսվում են իրացվելիության երկու նորմատիվ՝ կարճաժամկետ (Liquidity coverage ratio, LCR) և երկարաժամկետ (Net Stable Funding Ratio, NSFR), որոնք, իրացվելիության ճգնաժամային իրավիճակների առաջացման դեպքում պետք է դառնան բանկի արտաքին կայունության գնահատման հիմնական չափորոշիչներ: Առաջինի էությունը այն է, որ բանկերը պետք է ունենան բավարար չափով բարձր իրացվելի ակտիվներ, որպեսզի կարողանան «գոյատևել» 30-օրյա սթրեսային իրավիճակում: Երկրորդն ունի երկարաժամկետ իրացվելիության ապահովման նպատակ. այն պահանջում է բանկերից՝ ակտիվների և պարտավորությունների կառուցվածքը լինեն այնպիսին, որ երկարաժամկետ ակտիվները 100 և ավելի տոկոսով ֆինանսավորված լինեն երկարաժամկետ ֆինանսավորման աղբյուրներով: Այսինքն՝ այն ուղղված է բանկերի

ակտիվների և պարտավորությունների կառուցվածքային ժամկետայնության ճեղքվածքի (GAP) նվազեցմանը:

Փոխվել են նաև ինչպես վարկային ռիսկի, այնպես է վարկառուների վարկունակության գնահատման մոտեցումները: Օրինակ վարկառուների վարկունակության գնահատման համար առաջարկվում է պարտքի ու եկամուտի (DTI) և վարկի ու պարտքի (LTV) հարաբերակցության նոր նորմատիվ ներդնել: Եթե Բազել 2-ում այդպիսի պահանջներ կիրառվում էին միայն հիփոթեքային վարկերի ռիսկերի գործակիցների որոշման ժամանակ կապիտալի համարժեքության գործակիցը հաշվարկելիս, ապա նոր համաձայնագրով դրանց հարաբերակցությունը դառնում է առանձին նորմատիվ: Այսինքն՝ ըստ նախկին կանոնակարգի՝ եթե բանկը պատրաստ էր ռիսկի մեծ գործակցով ակտիվներ (վարկեր) ունենալ և չէր խախտում կապիտալի համարժեքության պահանջները, ապա կրում էր այդ գործարքից բխող բոլոր հետևանքները: Իսկ հիմա անկախ ամեն ինչից, բանկը իրավունք չունի գրավի արժեքի սահմանված տոկոսից բարձր վարկ տրամադրել: Հարկ է նշել, որ աշխարհի ոչ մի երկրում կարգավորող որևէ մարմին DTI-ն և LTV-ն դեռևս չի կարգավորել պարտադիր տնտեսական նորմատիվներով:

Ավելին, խստացվում են նաև ակտիվների ռիսկերի գնահատման մոտեցումները: Մասնավորապես, մտցվում է կոնտրագենտի վարկային ռիսկի (Counterparty Credit Risk – CCR) կապիտալի ծածկույթով ապահովվածության պահանջը: Կոնտրագենտի վարկային ռիսկի գնահատման պահանջները տարածվում են հիմնականում ածանցյալ արժեթղթերով, ՌԵՊՈ գործառնություններով և այլ պայմանական ապահովվություն ունեցող ակտիվային գործառնությունների վրա: Որպես CCR ռիսկի գնահատման մոտեցում առաջարկվել է կիրառել CVA (Credit Value Adjustment) ցուցանիշը: Կոնտրագենտի ռիսկը ենթադրում է պայմանական ապահովվություն ստեղծող կողմերից յուրաքանչյուրի պայմանագրային պարտավորությունների կատարման անհնարինության ռիսկ, որը պետք է հաշվի առնել պայմանագրի կնքման ժամանակ: Գործնականում կնքվող ֆինանսական պայմանագրերի մեծ մասում դա հիշատակվում է որպես դեֆոլտի ռիսկ: Ի տարբերություն վարկային գործառնությունների վարկային ռիսկի՝ այս դեպքում գործարքից բխող ֆինանսական հետևանքները կրում է ոչ միայն վարկատուն, այլ նաև գործարքին մասնակցող

կոնտրագենտը. այսինքն՝ այստեղ առաջացող ռիսկի հետևանքները երկողմ բնույթ ունեն, կախված շուկայական գործոնների դրական կամ բացասական փոփոխություններից: Հարկ է նշել, որ կոնտրագենտի ռիսկի գնահատման ստանդարտը արդեն 2017 թվականի հունվարի 1-ից դրվել է շրջանառության մեջ, և որոշ երկրներ, ինչպիսիք են Ավստրալիան, Հոնկոնգը, Հնդկաստանը, Կանադան, Չինաստանը, Մեկսիկան, Սաուդյան Արաբիան, Սինգապուրը, Թաիլանդը, Շվեդարիան, Հարավային Աֆրիկան, Ճապոնիան, արդեն իսկ 2013 թվականի հունվարի 1-ից անցել են Բազել 3-ի այս նոր պահանջի կիրառմանը:

Դժվար չէ նկատել, որ նշված երկրների մեծ մասը համաշխարհային ֆինանսական շուկայի հզոր կենտրոններ են, բայց օրինակ, այնպիսի զարգացած բանկային համակարգ ունեցող երկրներ ինչպիսիք են՝ Մեծ Բրիտանիան, Գերմանիան, Ֆրանսիան, դեռևս չեն շտապում ամբողջությամբ անցնելու Բազել 3-ի պահանջներին: Բազել 3-ի ներդրումը առավել դժվար է ընթանում անցումային տնտեսությամբ երկրների բանկային համակարգում: Օրինակ՝ Ռուսաստանը դեռևս հետաձգում է նոր կանոնակարգման պահանջների ներդրումը՝ պատճառաբանելով, որ իր երկրի բանկային գործնեությունը կարգավորող մարմնի կողմից կիրառվող պահանջները ավելի խիստ են, քան ԵՄ և ԱՄՆ բանկային համակարգին ներկայացվող պահանջները: Անշուշտ, անցումային երկրների, այդ թվում նաև Հայաստանի, կենտրոնական բանկերի կողմից կիրառվող կարգավորման պահանջները որպես կանոն ավելի խիստ են, քան զարգացած երկրներինը: Դա պայմանավորված է այդ երկրներում բանկային համակարգի և ֆինանսական շուկաների ռիսկերի առնձնահատկություններից, վարկային ռեսուրսների մեծ պահանջարկից, ֆինանսական միջնորդության համակարգի զարգացվածության աստիճանից և դրանցում ձևավորված մակրոտնտեսական գործոններից: Անշուշտ, վերը նկարագրված բոլոր միջոցառումներն ու մոտեցումները, որոնք առաջարկվում են Բազել 3 համաձայնագրում, նպատակաուղղված են բանկային համակարգի կայունության բարձրացմանը, բայց արդյո՞ք համաձայնագրին անդամակցող բոլոր երկրների ֆինանսական միջնորդության համակարգերին են բնորոշ նույն ռիսկերը՝ դրանցում իրականացվող գործառնությունների, շրջանառվող գործիքների և մատուցվող ծառայությունների առումով: Տպավորություն է ստեղծվում, որ դրանով փորձ է արվում կարգավորելու հիմնականում զարգացած երկրների ֆինանսական միջնորդության համակարգում առկա գործընթացներն ու դրանցում

առաջացող ռիսկերի արդյունավետ կառավարման հիմնախնդիրները: Ակնհայտ է, որ միջազգային կարգավորող մարմնի հիմնական նպատակը նոր ֆինանսական ճգնաժամ թույլ չտալն է, բայց եթե նպատակին հասնելու միջոցները դիտարկում ենք առաջին գլխում ստացված ուսումնասիրությունների արդյունքների համատեքստում, ապա ակնհայտ է դառնում, որ կարգավորման ռեժիմների այսպիսի խստացումները մեծացնում են ճգնաժամից հետո արդեն իսկ ձևավորված անջրպետը իրական և ֆինանսական հատվածների միջև՝ պատճառ դառնալով ոչ միայն համաշխարհային տնտեսության աճի դանդաղման, այլև գրեթե բոլոր երկրների մակրո և միկրոտնտեսական միջավայրերի վատթարացման: Սրանով է պայմանավորված այն հանգամանքը, որ, ի տարբերություն նախկին կարգավորման ռեժիմների, Բազել 3-ը միանշանակ չի ընդունվում համաձայնագրին անդամ երկրների կարգավորողների կողմից: Մասնավորապես, Տնտեսական համագործակցության և զարգացման կազմակերպության (ՏՀԶԿ, OECD) այն կանխատեսումները, որ կարգավորման խստացված պահանջների պատճառով բանկերի վարկային և ավանդային տոկոսադրույքների սփրեղը մոտակա տարիներին կավելանա 0,15-ից 0,5 տոկոսային կետով, որը կդանդաղեցնի գլոբալ տնտեսական աճը 0.05-0.15%-ով, մասամբ իրականանում են: Հիմնվելով աշխատանքի առաջին գլխում իրականացված ուսումնասիրությունների արդյունքների վրա՝ կարելի է վստահորեն արձանագրել, որ կարգավորման խստացված պահանջները ոչ թե մեծացնում են բանկերի վարկային և ավանդային տոկոսադրույքների սփրեղը, այլ, ընդհակառակը այնքան դանդաղեցրին գլոբալ տնտեսական աճը, որ կարգավորող մարմինները նոր ճգնաժամից, խուսափելու համար անցան էքստրաօրդինար կարգավորման ռեժիմի՝ կիրառելով բացասական տոկոսադրույքների և QE-ների քաղաքականություն:

Հայաստանը, որն անցավ կարգավորման Բազել 2 ստանդարտներին 2006-2007թթ., սկսած 2014-թվականից՝ անցում է կատարում կարգավորման և վերահսկողության նոր ստանդարտների ներդրմանը: Գործընթացն իրականացվում է 3 փուլերով. առաջինը Բազել 3-ի ուսումնասիրությունն է և սկզբունքների քննարկումը, երկրորդ փուլը երկրում համապատասխան սթրես-թեսթերի անցկացումը, երրորդը Բազել 3-ի տեղայնացումն է, այսինքն՝ նոր չափանիշների բուն ներդրումը, որը նախատեսվում էր ավարտել 2017-ին: Սակայն, ինչպես Հայաստանում, այնպես էլ շատ անցումային

տնտեսությամբ երկրներում գործընթացն իրականացվում է բավականին դժվար, և գրեթե բոլոր երկրներն էլ հայտարարել են Բազել 3-ի ներդրման ժամկետների հետաձգման մասին, իսկ այս տարվա մարտին այդ մասին հայտարարեց նաև ՀՀ Կենտրոնական բանկը՝ նոր նորմատիվների ներդրման և տեղայնացման, հատկապես լներեջի քննարկումների անհրաժեշտության պատճառաբանությամբ:

Հարկ է նշել, որ ընհանուր առմամբ անդամակցությունը Բազելյան կոմիտեին և հատկապես Բազել 2 համաձայնագրի ներդրումը ՀՀ բանկային համակարգի գործընթացների արդյունավետ կարգավորման, բանկերում ռիսկերի կառավարման գործուն համակարգի ձևավորման և ներդրման, ինչպես նաև երկրի առևտրային բանկերի՝ միջազգային ֆինանսական շուկաներին ինտեգրվելու տեսանկյունից կարևոր նշանակություն ունեցավ ոչ միայն բանկային, այլև ֆինանսական միջնորդության ողջ համակարգի համար: Ներկայումս ՀՀ բանկերի ռիսկերի կառավարման համար որպես նվազագույն մակարդակ կիրառվում է բանկերի գործունեությունը կարգավորող և վերահսկող մարմնի՝ ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից տեղայնացված Բազել 2-ով սահմանվող ստանդարտներն ու տնտեսական նորմատիվները: 2007 թ.-ի փետրվարի 9-ին Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկի թիվ 39 Ն որոշմամբ հաստատվեցին «Բանկերի գործունեության կարգավորումը, բանկային գործունեության հիմնական տնտեսական նորմատիվները» (կանոնակարգ 2)⁸¹: Կանոնակարգ 2-ի և «Բանկերի և բանկային գործունեության մասին» ՀՀ օրենքով սահմանված դրույթներով են կարգավորում Հայաստանի Հանրապետության տարածքում գործող բանկերի ու օտարերկրյա բանկերի մասնաճյուղերի ներդրումային և բաժանորդագրական գործունեությունը, թղթակցային հաշիվների բացումն ու վարումը, դրանց համար սահմանվող հիմնական տնտեսական նորմատիվների հաշվարկման կարգը, հաշվարկին մասնակցող տարրերի կազմը և սահմանաչափերը, ռիսկերի գնահատման մեթոդաբանությունն ու մոդելները: Ընդ որում կանոնակարգում ներկայացվող պահանջները և սահմանաչափերը, որոնք, կախված ՀՀ ֆինանսական շուկայում տեղ գտնող

⁸¹ Բանկերի գործունեության կարգավորումը, բանկային հիմնական տնտեսական նորմատիվներ, Կանոնակարգ 2-ը հաստատելու մասին, ՀՀ Կենտրոնական բանկի խորհրդի որոշում N 39 Ն, ընդունված 09/02/2007 թ.

գործընթացներից մասամբ փոփոխվում են. ընդունման պահից որոշ դրույթներ փոխվել են 50-ից ավելի անգամ: Միայն 2014 թվականի դեկտեմբերի 13-ից 31-ն ընկած ժամանակահատվածում արտարտարժույթային հայտնի շուկի պատճառով արտարժույթի տնօրինման նորմատիվը, կախված արտարժույթի տեսակից և դրանց ներկայացվող պահանջներից, վերանայվել են շուրջ 6 անգամ, իսկ 2015-ից 2016 թվականներին, կապված Բազել 3-ի ներդրման հետ, գրեթե 16 անգամ: Հարկ է նշել, որ Հայաստանի կարգավորող մարմնի կողմից նոր պարտադիր տնտեսական նորմատիվներ դեռևս չեն մտցվել. միայն ճշգրտվել են ռիսկերի նվազագույն սահմանաչափերը և դրանց գնահատման մոտեցումները: Բացի ընդունված նորմատիվներից, բանկի ռիսկերի կառավարման համակարգը ներառում է նաև բանկի կառավարման մարմնի մշակած, ընդունած և կիրառվող ներքին կանոնակարգեր ու ընթացակարգեր, որոնք նախատեսված են կառավարչական որոշումների կայացման, տեղեկատվական հոսքերի ապահովման և ներքին վերահսկողության համակարգերի գործունեության համար:

Տնտեսական նորմատիվների համակարգը ներառում է հիմնական և հատուկ տնտեսական նորմատիվները: Հիմնական տնտեսական նորմատիվները համընդհանուր են բոլոր գործող բանկերի համար և չունեն ժամկետային սահմանափակում: Օրենսդրությամբ կանոնակարգվում է դրանց գործողության մեջ մտնելը. մասնավորապես՝ նորմատիվները խստացնելու դեպքում դրանք ուժի մեջ են մտնում 6 ամսից հետո (բացի պարտադիր պահուստավորման նորմատիվից), իսկ մեղմացնելու դեպքում՝ ընդունման պահից: Հատուկ տնտեսական նորմատիվները սահմանվում են միայն արտակարգ դեպքերում՝ բանկային գործունեության կայունությունը ապահովելու համար, և դրանց գործողության ժամկետը սահմանափակվում է 6 ամիս ժամկետով: Բայց օրինակ՝ 2014 թվականի դեկտեմբերին ընդունված ՀՀ արժույթային շուկայում շուկային իրավիճակը կարգավորելու նպատակով ընդունված հատուկ նորմատիվները այդպես էլ չհանվեցին:

ՀՀ բանկային համակարգի նորմատիվային ցուցանիշները ընդունելով որպես ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների ռիսկերի կառավարման համակարգի արդյունավետությունը գնահատող հիմնական ցուցիչներ՝ դիտարկենք դրանց շարժընթացները վերջին տասը տարիների համար: Հարկ է նշել, որ 2007-2016 թթ. ՀՀ

բանկային համակարգի նորմատիվային ցուցանիշները թեև միշտ եղել են սահմանված պահանջներից բարձր, իսկ որոշ նորմատիվներ՝ նույնիսկ մի քանի անգամ բարձր, այդուհանդերձ համակարգային ամենալուրջ ռիսկ պարունակող ընդհանուր կապիտալի համարժեքության ցուցանիշը՝ 2007 թվականի 30.1 տոկոսից 2016 թ.-ին նվազել է 10 տոկոսով: Դիտարկվող 2007-2016 թվականներն ընդրկող ժամանակահատվածում ցուցանիշի նվազագույն արժեք արձանագրվել է 2014 թվականին՝ 2007թ. համեմատությամբ նվազելով շուրջ երկու անգամ՝ հասնելով 14.5% մակարդակի, որը թեև բարձր է սահմանված 12 տոկոսանոց շեմից 1.5 տոկոսով, այնուամենայնիվ փաստում է ՀՀ ֆինանսական համակարգում սթրեսային իրավիճակների առաջացման հավանականություն: Քանի որ սա հենց այն հիմնական գործոնն է, որի կարգավորման վրա կենտրոնացված է Բազել 3 համաձայնագրի նոր կարգավորման դաշտը, և որի փուլային ներդրման շնորհիվ սկսած 2015 թվականից ցուցանիշն արդեն արձանագրում է աստիճանական աճ՝ (2015-ին՝ 16.2), և 2016 թվականին արդեն այն կազմել է 20% (տե՛ս աղյուսակ 2.3.1):

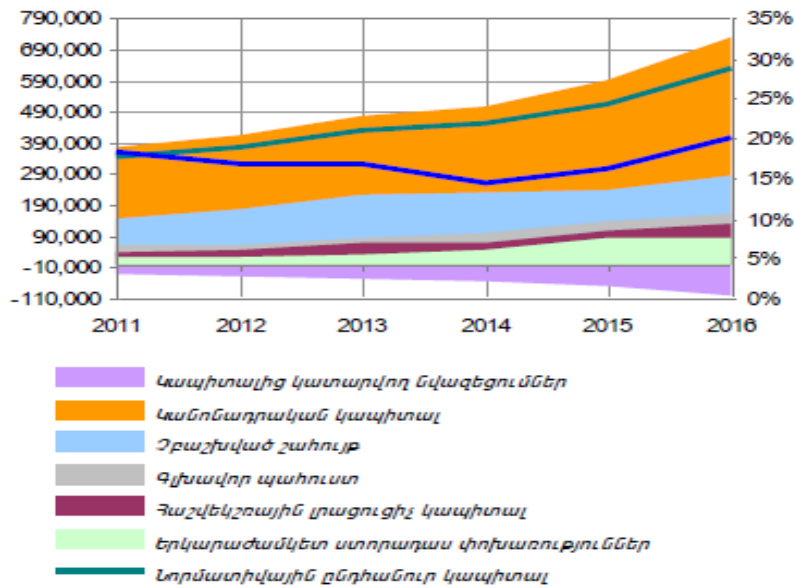
Աղյուսակ 2.3.1 ՀՀ առևտրային բանկերի նորմատիվային ցուցանիշները ⁸²

Ցուցանիշներ/տարիներ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	%
Ընդհանուր կապիտալի համարժեքություն	30,1	27.5	28.4	22.2	18.3	16.8	6.7	14.5	16.2	20	12%
Ընդհանուր իրացվելիություն	33,7	23.8	34.4	29.5	27.9	25.6	29.4	25.1	28	32.5	15%
Ընթացիկ իրացվելիություն	98.2	103.1	140.8	131.5	120.8	126.1	143.1	129.4	142.4	170.8	60%
Մեկ փոխառուի գծով ռիսկի առավելագույն չափը	12.4	13.5	15.9	15.5	16.6	17.2	17.1	16.8	17.3	16.2	20%
Խոշոր փոխառուների գծով ռիսկի առավելագույն չափը	88.1	85.5	104.3	114.0	121	142.2	113.4	126	83.8	64.2	500%
Բանկի հետ կապված մեկ անձի գծով ռիսկի առավելագույն չափը	1.6	2.5	2.9	2.6	2.8	3.1	2.7	2.3	2.1	3.5	5%
Բանկի հետ կապված բոլոր անձանց գծով ռիսկի առավելագույն չափը	5.3	8.4	8.7	7.9	8.5	9.7	9.0	10.1	8.9	10	20%

⁸² Տվյալները վերցված են ՀՀ ԿԲ Հայաստանի ֆինանսական համակարգի զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը 2007-2016թթ., հրապարակումների համապատասխան հավելվածներից

Կապիտալի համարժեքության ցուցանիշի այսպիսի նվազման պատճառները բացահայտելու նպատակով իրականացված բանկերի հաշվեկշռային ընդհանուր կապիտալի կառուցվածքային ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս, որ 2011-ից 2014 թվականն ընկած ժամանակահատվածում բանկերի հաշվեկշռային ընդհանուր կապիտալը աճել է 100 մլրդ դրամով կամ շուրջ 25%-ով, իսկ 2014 թվականին՝ կապիտալի համարժեքության արձանագրված 14.5 ցուցանիշից հետո, 2015թ.-ին հաշվեկշռային ընդհանուր կապիտալի բարձրացման պահանջի կիրառման շնորհիվ, միայն մեկ տարում արձանագրվեց նույնքան՝ 25% աճ, որքան անցյալ 8 տարիներին միասին վերցրած, իսկ 2016-ին աճն արդեն կազմել է 32.2% կամ 52.6 մլրդ դրամ՝ հասնելով 627.1 մլրդ դրամի:

Հարկ է նկատել, որ ՀՀ բանկային համակարգի ընդհանուր նորմատիվային կապիտալի այսպիսի աճը, դեռևս չի ուղեկցվել ընդհանուր կապիտալի որակական աճով, քանի որ դրանում արձանագրվել է հիմնական կապիտալի տեսակարար կշռի նվազում շուրջ 4 տոկոսով՝ նախորդ տարվա 86.2%-ից հասնելով 82.3%-ի: Թեև բանկերի հաշվեկշռային կանոնադրական կապիտալը 2016 թվականին աճել է 115.0 մլրդ դրամով, ընդ որում 86.0 մլրդ դրամը համալրվել է արտաքին աղբյուրների հաշվին, այնուամենայնիվ այն չի հանգեցրել նորմատիվային հիմնական կապիտալի որակական աճի, քանի որ դրան զուգահեռ աճել են նաև հիմնական կապիտալից կատարվող նվազեցումները շուրջ 50 մլրդ դրամով: Հարկ է նշել, որ ՀՀ նորմատիվային հիմնական կապիտալի հաշվարկի տարրերում, սկսած 2011 թվականից, արձանագրվում է հաշվեկշռային ընդհանուր կապիտալի կառուցվածքի որակական անկում՝ հանձին ընդհանուր կապիտալից կատարվող նվազեցումների աճի, որոնցով ճշգրտվում է հաշվեկշռային ընդհանուր կապիտալի հուսալիության մակարդակը: Այն առավել մեծ տեմպ է արձանագրել 2014 թվականից հետո և 2016-ին աճել է շուրջ 2 անգամ (տե՛ս գծապատկեր 2.3.1):



Գծապատկեր 2.3.1 ՀՀ Բանկային համակարգի ընդհանուր կապիտալի կառուցվածքը (մլրդ դրամ)⁸³

Նշենք նաև, որ 2011-2016 թվականներին ընդհանուր կապիտալում արձանագրվող ստորադաս երկարաժամկետ փոխառությունների աճի միտումները 2014-2016թթ. աճել են շուրջ 2.5 տոկոսով: Սա նույնպես պետք է դիտարկել որպես բացասական գործընթաց, քանի որ դրանք, ինչպես արդեն նշվեց, Բազել 3 նոր մոտեցումներում դասվում են կապիտալի հիբրիդ գործիքների շարքին և դիտվում են որպես կապիտալի համալրման ռիսկային գործիքներ:

Երբ կապիտալի համարժեքությունը պայմանավորող վերը նշված ռիսկերը, դիտարկում ենք ՀՀ բանկային համակարգի կենտրոնացվածության բնութագրող ռիսկի՝ Հերֆինդել-Հիրշմանի գործակիցների համադրությամբ, ապա պարզ են դառնում ՀՀ-ում կապիտալի համարժեքության ռիսկերի կառավարման առանցքային հիմնախնդիրները:

Ոչ միայն բանկային, այլև ընդհանրապես բոլոր շուկաներում առանձնահատուկ ուշադրության է արժանի շուկայի կենտրոնացվածության մակարդակը, որը գնահատվում է Հերֆինդել-Հիրշմանի գործակցով (HHI): Այս մեթոդով որոշվում է կազմակերպությունների դիրքը շուկայում, այլ ձևակերպմամբ՝ դա բիզնեսի կենտրոնացվածությունն է՝ ըստ շուկայում զբաղեցրած ծավալների: Գործակցի արժեքը կարող է տատանվել 0-ից մինչև 1 կամ 0-ից 10.000 միջակայքում: Այն որոշվում է գործող բոլոր կազմակերպությունների՝

⁸³ Հայաստանի ֆինանսական համակարգի զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը, 2016, ՀՀ ԿԲ, 2017, էջ 18

շուկայում զբաղեցրած մասնաբաժնի քառակուսիների հանրագումարով: Ըստ որում որքան բարձր է գործակցի արժեքը, այնքան մեծ է շուկայի կենտրոնացվածության մակարդակը, ինչը նշանակում է ցածր մրցակցություն, հետևաբար՝ բարձր ռիսկայնություն հաճախորդների համար: Ըստ այս տրամաբանության՝ Հերֆինդալ-Հիրշմանի կենտրոնացվածության գործակցը դասակարգվում է՝

- բարձր կենտրոնացվածություն, երբ $70 \% < CR < 100 \%$ կամ $0.07 < CR < 0.1$
- միջին կենտրոնացվածություն, երբ $45 \% < CR < 70 \%$ կամ $0.045 < CR < 0.07$
- ցածր կենտրոնացվածություն, երբ $CR < 45 \%$ կամ < 0.045 :

ՀՀ բանկային համակարգի՝ Հերֆինդալ-Հիրշմանի կենտրոնացվածության գործակիցը տատանվում է 0.07-ից 0.12-ի միջակայքում, ինչը հիմք է տալիս եզրակացնելու շուկայի բարձր կենտրոնացվածության մասին. բացառություն է ընդհանուր կապիտալը (0.058 կենտրոնացվածության գործակցի), որը գտնվում է միջին կենտրոնացվածության դասակարգման վերին շեմում (տե՛ս աղյուսակ 2.3.2): Հարկ է նշել, որ 2016 թվականին, անկախ բանկերի միավորման գործոնից, բացառությամբ խոշոր և մանր բանկերի ընդհանուր կապիտալի, մնացած բոլոր ցուցանիշների բևեռվածությունն աճել է: Տարեվերջին խոշորագույն 10 բանկերին բաժին է ընկել համակարգի ընդհանուր ակտիվների 79%-ը, սակայն դրա 48%-ը պատկանում է ընդամենը 4 բանկի, ըստ պարտավորությունների՝ համապատասխանաբար 83%-ը և 51%-ը, ըստ ընդհանուր կապիտալի՝ 64%-ը և 31%-ը, իսկ ըստ ժամկետային ավանդների գրեթե փոփոխություն չի արձանագրվել: Տնտեսությանը տրամադրված վարկերի կենտրոնացվածության ցուցանիշները համընկնում են ակտիվների կենտրոնացվածության ցուցանիշներին: Միաժամանակ ըստ ժամկետային ավանդների կենտրոնացվածության՝ 84%-ը և 52%-ը, գրեթե նույնն է, ինչ-որ պարտավորությունների գծով, և վերջապես՝ ըստ ցպահանջ պարտավորությունների 89%-ը և 55%-ը:

Այլուսակ 2.3.2 Բանկային համակարգի կենտրոնացվածության Յերֆինդել-Հիրիշմանի գործակից⁸⁴

Ցուցանիշներ/տարիներ	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ընդհանուր ակտիվներ	0.08	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.073	0.076	0.086
Ընդհանուր պարտավորություններ	0.08	0.08	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.075	0.08	0.095
Ընդհանուր կապիտալ	0.07	0.06	0.06	0.06	0.06	0.06	0.614	0.063	0.063	0.058
Տնտեսությանը տրամադրված վարկեր	0.09	0.08	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.750	0.08	0.101
Ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց ժամկետային ավանդներ	0.09	0.09	0.09	0.8	0.8	0.8	0.08	.0.093	0.081	0.083
Ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց ցպահանջ պարտավորություններ (ներառյալ բանկային ավանդներ)	0.11	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.12	0.0926	0.092	0.122

Ամփոփելով ՀՀ բանկային համակարգի կենտրոնացվածության շարժընթացների դիտարկումները՝ կարելի արձանագրել, որ սկսած 2004 թվականից՝ կենտրոնացվածության ցուցանիշներում էական փոփոխություններ տեղի չեն ունեցել. դրանք միշտ եղել են միջինից բարձր, բայց կայուն մակարդակում (տե՛ս հավելված 19): Ակնհայտ է նաև, որ հանրապետության 10 խոշորագույն բանկերից 4-ին բաժին է ընկնում համակարգի միջնորդության գործառնությունների կեսից ավելին, ինչը հիմք է տալիս եզրակացնելու, որ դրանք համակարգային նշանակության ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտներ են Հայաստանում, մանավանդ, որ այդ բանկերում են կենտրոնացած պարտավորությունների 51%-ը, ընդ որում՝ ժամկետային ավանդների 52%, ցպահանջ ավանդների՝ 55%-ը, իսկ ընդհանուր կապիտալի՝ ընդամենը 31%, որը ծածկում է պարտավորությունների միայն 60%-ը: Մինչդեռ Բազել 3-ի նոր պահանջներով այն պետք է ամբողջությամբ ծածկի պարտավորությունները: Ուստի սրանք այն բանկերն են, որոնց ՀՀ կարգավորող մարմինը պետք է ներկայացնի լներեջի կամ ավելի խիստ նորմատիվային պահանջներ:

⁸⁴ Տվյալները վերցված են ՀՀ ԿԲ Հայաստանի ֆինանսական համակարգի զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը 2007-2017թթ. տարեկան պարբերականներից

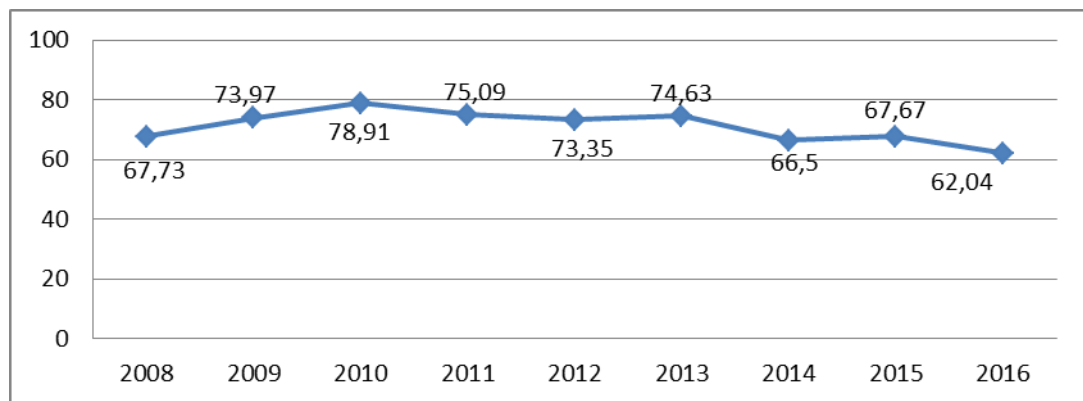
Ասվածով հանդերձ, եթե հաշվի առնենք նաև ՀՀ բանկային համակարգի կառուցվածքը՝ ըստ բանկի մասնակիցների և նրանց մասնակցությունը կանոնադրական կապիտալում՝ ըստ տարածաշրջանային բաշխվածության, ապա ակնհայտ են դառնում ՀՀ բանկային համակարգին բնորոշ ռիսկերը և դրանց առանձնահատկությունները:

Ըստ կազմակերպատիրավական տեսակների՝ ՀՀ տարածքում գործող 17 առևտրային բանկերից 4-ը բաց բաժնետիրական, 14-ը՝ փակ բաժնետիրական ընկերություններ են, որոնց բաժնետերերն ու փայատերերը 3720 ֆիզիկական և իրավաբանական անձինք են, որոնցից 72-ը՝ ոչ ռեզիդենտներ: Ընդ որում 14 բանկերի մասնակիցներից 60-ը ֆիզիկական և իրավաբանական անձինք են, որոնցից 29-ը՝ ոչ ռեզիդենտներ: 5 բանկում բաժնեմասերի 100%-ը տնօրինում է մեկ անձ, իսկ ևս 7 բանկում 1 բաժնետեր տնօրինում է բաժնետոմսերի 50%-ից ավելի բաժնեմաս: Բերված տվյալները փաստում են ՀՀ բանկային համակարգի բարձր կախվածությունը անձերից, որը ռիսկեր պարունակող գործոն է ոչ միայն այն առումով, որ այն միջազգային կարգավորող մարմինների կողմից դիտվում է որպես կառուցվածքային ռիսկ, այլև հիմնական դաշնակից երկրներում (ԵՄ և ՌԴ) աշխարհաքաղաքական և տնտեսական ներկայիս անկայուն զարգացումների առումով դառնում է, նաև բանկի կայուն ֆինանսավորման լուրջ ռիսկեր պարունակող գործոն:

Ասվածն առավել ակնհայտ է դառնում 2016 թվականին բանկային համակարգի կանոնադրական կապիտալում մասնակիցների մասնակցության կշիռներում արձանագրված գործընթացի արդյունքները դիտարկելիս: Օրինակ՝ 2016 թվականին ՌԴ-ում գրանցված մասնակիցների մասնակցության տեսակարար կշիռը համալրված կանոնադրական կապիտալում 2015 թվականի համեմատությամբ՝ նվազել է շուրջ 2 անգամ. 23%-ից հասնելով 12.1%-ի, իսկ 2013 թվականի համեմատությամբ՝ շուրջ 2.6 անգամ. 31.6%-ից նվազել է 12.1%-ի: Դրան հակառակ՝ 2016 թվականին 2015 թվականի համեմատությամբ շուրջ 7 տոկոսով ավելացել է ԵՄ-ում գրանցվածների մասնակցության կշիռը՝ կազմելով 28.5%: Դա կատարվել է հիմնականում Շվեյցարիայի Արմսվիսբանկի ընդհանուր կապիտալի համալրման շնորհիվ, իսկ ԱՄՆ կշիռը տարիներ շարունակ չի գերազանցում 5%-ը: Դրանով պայմանավորված՝ 2016 թվականին կանոնադրական կապիտալում մեծացել է ռեզիդենտ մասնակիցների մասնակցության կշիռը (տե՛ս

հավելված 20)⁸⁵: Իսկ ոչ ռեզիդենտների մասնակցության շարժընթացների ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս, որ այն գտնվում է դիտարկվող 2008-2016թթ. ընդգրկող ժամանակշրջանի մասնակցության ամենացածր՝ 62.04 % մակարդակի է (տե՛ս գծապատկեր 2.3.2):

Կանոնադրական կապիտալի կառուցվածքում մասնակիցների մասնակցության այսպիսի շարժընթացները երկակի բնույթ ունեն: Դա մի կողմից փոքրացնում է կենտրոնացվածության ցուցանիշը ըստ մասնակիցների տարածաշրջանային կենտրոնացվածության, ինչը կարելի է գնահատել դրական գործընթաց, բայց մյուս կողմից կրճատում է ՀՀ բանկերի արտաքին ֆինանսավորման հնարավորությունները:



Գծապատկեր 2.3.2 ՀՀ բանկային համակարգի կանոնադրական կապիտալում ոչ ռեզիդենտների մասնակցության շարժընթացը(%)⁸⁶

Ավելին, 2016 թվականին կանոնադրական կապիտալում ռեզիդենտների մասնակցության կշռի ավելացումը ուղեկցվել է ՀՀ տնտեսական աճի աննախադեպ ցածր՝ 0.2% աճով, ինչ արդեն վկայում է իրական հատվածից դեպի ֆինանսական հատված միջոցների արտահոսքի մասին, որը, անշուշտ, արդեն խիստ բացասական գործընթաց է: Արձանագրվածը ևս մեկ անգամ հաստատում է ուսումնասիրությունների արդյունքում ստացված այն եզրահանգումները, որ ներկայումս միջազգային ֆինանսական միջնորդության համակարգերում տեղ գտնող անորոշ ռիսկերը, ուղեկցված

⁸⁵ Տվյալները վերցված են ՀՀ ԿԲ Հայաստանի ֆինանսական համակարգի զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը 2007-2017թթ. տարեկան պարբերականներից

⁸⁶ Նույն աղբյուրը

աշխարհաքաղաքական լարված իրավիճակներով աստիճանաբար կրճատում են անցումային տնտեսությամբ երկրների ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների՝ արտաքին աղբյուրներից ֆինանսավորման հնարավորությունները՝ խորացնելով ճգնաժամից հետո ձևավորված ֆինանսական շուկաների ազգայնացման միտումները:

ՀՀ ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների ընդհանուր կապիտալի համարժեքության ցուցանիշը ուղիղ համեմատական է նորմատիվային ընդհանուր կապիտալին և հակադարձ համեմատական բանկի ռիսկով կշռված ակտիվներին (ՌԿԱ): Ռիսկով կշռված ակտիվները վարկային ռիսկի, շուկայական ռիսկի և գործառնական ռիսկի հանրագումարն է: Յուրաքանչյուր ռիսկի գնահատման համար դարձյալ առաջարկվում է միասնական գնահատման ստանդարտացված մոտեցումներ և մոդելներ: ՌԿԱ-ն հաշվարկվում է հետևյալ բանաձևով՝

$$\text{ՌԿԱ} = \text{ՎՌ} + (25/3) * (\text{ՇՌ} + \text{ԳՌ}),$$

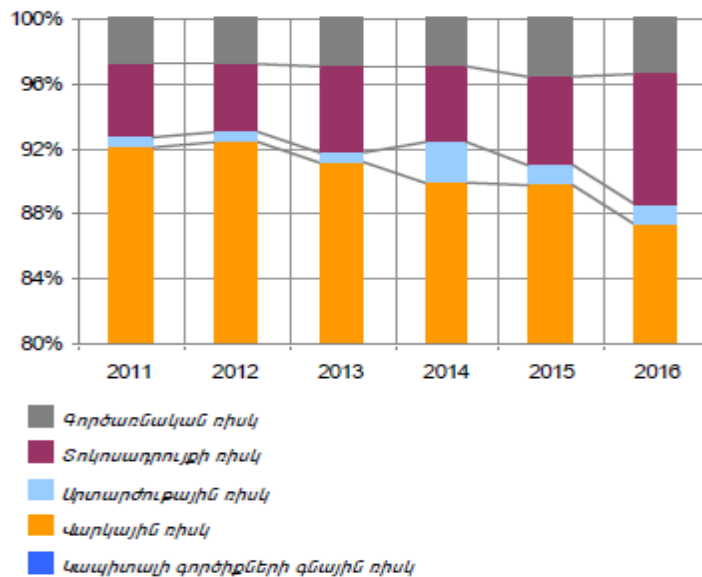
Որտեղ՝

ՎՌ - վարկային ռիսկն է՝ հաշվարկված կանոնակարգ 2-ի հավելված 3-ով սահմանված կարգի համաձայն,

ՇՌ - շուկայական ռիսկն է՝ հաշվարկված կանոնակարգ 2-ի հավելված 4-ով սահմանված կարգի համաձայն,

ԳՌ - գործառնական ռիսկն է՝ հաշվարկված կանոնակարգ 2 հավելված 5-ով սահմանված կարգի համաձայն:

Ըստ 2016 թվականի ռիսկով կշռված ակտիվների կառուցվածքի՝ վարկային ռիսկը բարելավել է իր դիրքերը՝ նվազելով 2.3%-ով, նախորդ տարվա 89.1%-ի փոխարեն կազմելով ՀՀ բանկային համակարգի ընդհանուր ռիսկերի 86.8%-ը: Շուկայական ռիսկերը, ընդհակառակը, ավելացել են 1.4%-ով՝ նախորդ տարվա 7.3%-ի դիմաց կազմելով 9.7%ը, գործառնական ռիսկերի տեսակարար կշիռները գրեթե չեն փոփոխվել՝ 3.4% նախորդ տարվա 3.6%-ի փոխարեն (տե՛ս գծապատկեր 2.3.3):



Գծապատկեր 2.3.3 ՀՀ առևտրային բանկերի՝ ռիսկով կշռված ակտիվների կառուցվածքը⁸⁷

ՀՀ բանկային համակարգում ռիսկով կշռված ակտիվների կառուցվածքի այսպիսի գործընթացների պատճառները տարբեր են: Եթե վարկային ռիսկի նվազումը պայմանավորված է ՀՀ բանկերի հաշվեկշռային ընդհանուր կապիտալի համալրմամբ, որի շնորհիվ ակտիվների պորտֆելում մեծացել է ստանդարտ դասակարգված վարկերի տեսակարար կշիռը, ինչն էլ հանգեցրել է ՀՀ բանկային համակարգի վարկային ռիսկի ցուցանիշի բարելավմանը, ապա շուկայական ռիսկի աճի պատճառը հիմնականում 2016 թվականին ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի՝ 2.5 տոկոսային կետով նվազեցումն է, որն իրականացվել է հանրապետությունում ձևավորված ցածր գնաճային միջավայրի հարկադրանքով: Վերջինս էլ իր համապատասխան արտացոլումն է գտել ֆինանսական միջնորդության համակարգի տոկոսադրույքի ռիսկի վրա՝ մեծացնելով շուկայական ռիսկը շուրջ 1.4%-ով: Հանրապետությունում առկա մակրո և միկրոտնտեսական միջավայրերից փոխանցվող ռիսկերի ազդեցությամբ ձևավորված ֆինանսական ռիսկերի ներքո բանկային համակարգի տրամադրած վարկերի և ներգրավված ավանդների տոկոսադրույքները տարվա ընթացքում արձանագրել են նվազման միտում, իսկ սփրեղը՝ աճի միտում. այն 2015 թվականի 3.5-ից հասել է 4.1%-ի:

⁸⁷ Հայաստանի ֆինանսական համակարգի զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը, 2016, ՀՀ ԿԲ 2017, էջ 27

Սփրեդի աճը հիմնականում պայմանավորված է բանկային համակարգում տեղ գտնող վարկեր/ավանդներ հարաբերակցության նվազման գործոնով (տե՛ս գծապատկեր 2.3.4):



Գծապատկեր 2.3.5 ՀՀ առևտրային բանկերի վարկերի և ավանդների հարաբերակցության ցուցանիշի շարժը⁸⁸

Սփրեդի բարձրացմամբ բանկերը ձգտում են փակել վարկերից ստացվող տոկոսային եկամուտների և ավանդների դիմաց վճարվող տոկոսային ծախսերից առաջացող ճեղքվածքը: Այս գործոնի հետագա խորացումը, ըստ էության, վտանգավոր գործընթաց է, քանի որ ճեղքվածքի հետագա խորացումը իրական նախադրյալ է ստեղծում ավանդային միջոցների կամ դեպոզիտային բացասական տոկոսադրույքների կիրառման համար:

Հարկ է նշել, որ ֆինանսական միջնորդության համակարգում առաջացող ռիսկերը խիստ փոխկապակցված են, և դրանց առանձին-առանձին դիտարկումները հնարավորություն չեն տալիս գնահատելու համակարգային ռիսկերի ամբողջական պատկերը: Օրինակ՝ ակտիվների և պասիվների կառավարման արդյունավետությունը կախված է ոչ միայն տոկոսադրույքների ռիսկերի ճեղքվածքի՝ GAP-ի ճիշտ կառավարումից, այլ նաև ակտիվների և պարտավորությունների ներկա արժեքների միջին կշռված ժամկետայնության ճեղքվածքի՝ GAP-ի հետևողական իրականացումից:

⁸⁸ Հայաստանի ֆինանսական համակարգի զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը, 2016, ՀՀ ԿԲ, 2017, էջ 32

Այդ ճեղքվածքների սխալ կառավարումը կարող է առաջացնել իրացվելիության ռիսկեր: Իրացվելիության ռիսկը բանկի ստանձնած պարտավորությունների կատարման ինչպես ընթացիկ, այսինքն՝ կարճաժամկետ պարտավորությունների, այնպես էլ ընդհանուր իրացվելիության՝ երկարաժամկետ ստանձնած պարտավորությունների ունակությունն է: Իրացվելիության ռիսկի ցուցանիշով է գնահատվում բանկի կայունության և հուսալիության մակարդակը: Այս առումով պատահական չէ, որ նոր կարգավորման Բազել 3 համաձայնագրով խստացվում են նաև իրացվելիության նորմատիվները: Այն մասնավորապես պահանջում է, որ, ըստ ընդհանուր իրացվելիության ապահովման պահանջների, ակտիվների և պարտավորությունների կառուցվածքը բավարարեն հետևյալ չափորոշիչներին. երկարաժամկետ ակտիվները 100% և ավելի տոկոսով ֆինանսավորված լինեն երկարաժամկետ ֆինանսավորման աղբյուրներով, իսկ, ըստ ընթացիկ իրացվելիության պահանջների բանկերը պետք է ունենան բավարար չափով բարձր իրացվելի ակտիվներ, որպեսզի կարողանան «գոյատևել» 30-օրյա սթրեսային իրավիճակում: Մինչդեռ ՀՀ բանկերի ակտիվների և պարտավորությունների ներկա արժեքների միջին կշռված ժամկետայնության ճեղքվածքը տատանվում է կես տարուց մինչև 1 տարվա շրջանակներում, և ըստ ՀՀ ԿԲ տոկոսադրույքի ռիսկի գնահատման սթրես-թեստերի դիտարկումների, շուկայական տոկոսադրույքների այսփսի փոփոխությունների պատճառով առաջացող՝ հնարավոր իրացվելիության ռիսկի առաջացման դեպքում, առևտրային բանկերի կորուստները կարող են կազմել ընդհանուր նորմատիվային կապիտալի շուրջ 3.0%-ը:

Ասվածից ակնհայտ է դառնում, որ ֆինանսական միջնորդության համակարգում առկա բոլոր ռիսկերը վերջին հաշվով ազդում են ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների շահութաբերության ռիսկերի վրա:

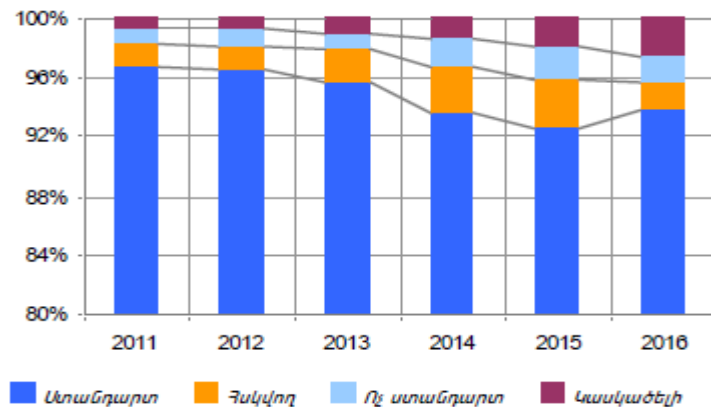
Քանի որ ՀՀ բանկային համակարգի ակտիվների 60-70%-ը տարիներ շարունակ բաժին է ընկնում իրավաբանական և ֆիզիկական անձանց տրամադրված վարկային ակտիվներին կամ դեբիտորական պարտքերին, որոնք ապահովում են բանկի տոկոսային եկամուտների հիմնական մասը, իսկ պարտավորությունների գրեթե 65-70%-ը իրավաբանական և ֆիզիկական անձանց ավանդային պարտավորություններն են, որոնք կազմում են տոկոսային ծախսերի դարձյալ զգալի մասը, ապա ակնհայտ է դառնում

վարկերի և դեբիտորական պարտքերի անհավաքագրելիության ռիսկի ազդեցությունը ՀՀ բանկերի շահութաբերության ռիսկի վրա (տե՛ս հավելված 21)⁸⁹:

Վարկերի և դեբիտորական պարտքերի ռիսկի գնահատումը և կառավարումը իրականացվում են համաձայն «Հայաստանի Հանրապետության տարածքում գործող բանկերի վարկերի ու դեբիտորական պարտքերի դասակարգման և հնարավոր կորուստների պահուստների ձևավորման կարգի»՝ հաստատված 23 ապրիլի 1999 թվականի թիվ 63 ԿԲ խորհրդի որոշմամբ: Ըստ գործող կարգի՝ յուրաքանչյուր ակտիվ պետք է դասակարգվի հետևյալ կերպ՝ ստանդարտ, հսկվող, ոչ ստանդարտ, կասկածելի կամ անհուսալի: Բանկն իր փոխառուին տրամադրած վարկերի և դեբիտորական պարտքերի դասակարգումը պետք է իրականացնի ըստ բոլոր բանկերի կողմից միևնույն փոխառուին տրամադրված վարկերի և դեբիտորական պարտքերի մասին առկա միասնական ամենախիստ դասի. առաջնորդվելով տվյալ փոխառուին բանկերի կողմից տրված վարկերի և դեբիտորական պարտքերի ժամկետանց օրերի քանակի վերաբերյալ Կենտրոնական բանկի վարկային ռեգիստրից կամ վարկային բյուրոյից ստացված տեղեկատվությամբ՝ ձևավորում է ընդհանուր և հատուկ պահուստ: Ընդ որում ընդհանուր պահուստը նախատեսված է՝ ստանդարտ ակտիվների, իսկ հատուկ պահուստը՝ հսկվող, ոչ ստանդարտ, կասկածելի և անհուսալի դասակարգված ակտիվների համար: Պահուստին տրված հատկացումները բանկի «Եկամուտների և ծախսերի մասին» հաշվետվությունում ճանաչվում են որպես ծախս՝ ելնելով դասակարգված ակտիվների գծով պարզաբանված հնարավոր կորուստների առաջացման հավանականությունից⁹⁰:

⁸⁹ Հայաստանի ֆինանսական համակարգի զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը, 2016, ՀՀ ԿԲ 2017, էջ 21 և 23

⁹⁰ Առավել մանրամասն տե՛ս «Հայաստանի Հանրապետության տարածքում գործող բանկերի վարկերի ու դեբիտորական պարտքերի դասակարգման և հնարավոր կորուստների պահուստների ձևավորման կարգը»՝ հաստատված 23 ապրիլի 1999 թվականի ԿԲ խորհրդի թիվ 63 որոշմամբ



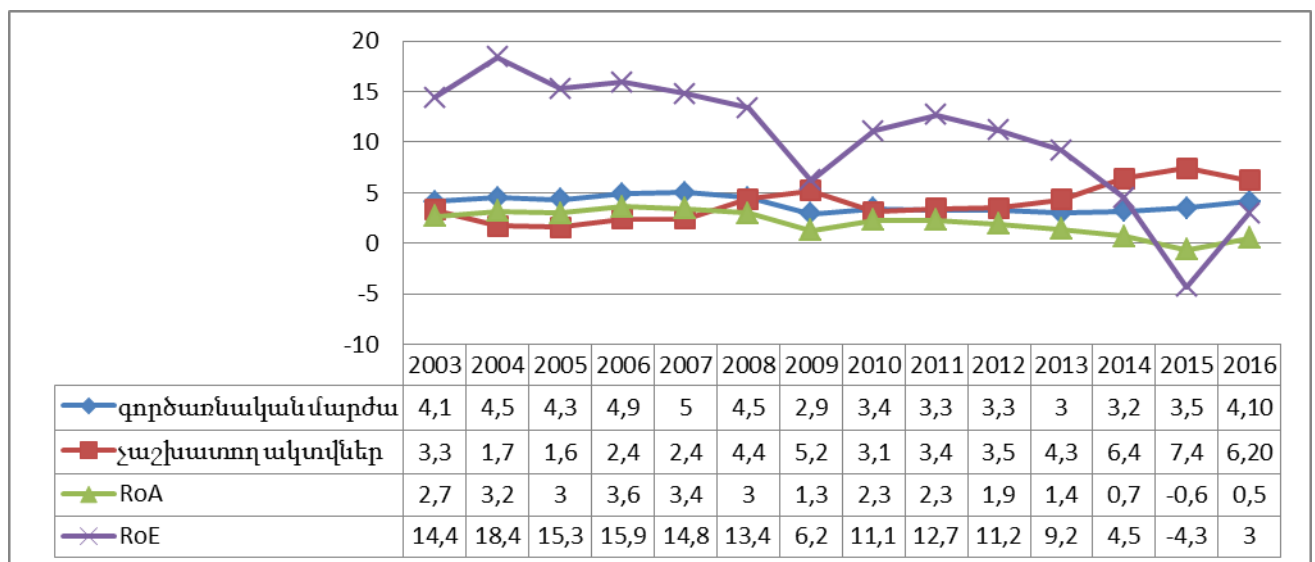
Գծապատկեր 2.3.6 Վարկերի և դեբիտորական պարտքերի կառուցվածքը ըստ ռիսկի դասերի⁹¹

2011-2016թթ. ընդգրկող ժամակահատվածում ՀՀ բանկերի վարկերի և դեբիտորական պարտքերի կառուցվածքը ըստ ռիսկի դասերի ցույց է տալիս, որ 2011թվականից մինչև 2015 թվականը արձանագրվել է ստանդարտ վարկերի նվազման միտում, և միայն 2016 թվականին ընդհանուր կապիտալի նորմատիվային նվազագույն շեմի բարձրացման շնորհիվ է ապահովվել ստանդարտ վարկերի և դեբիտորական պարտքերի աճ շուրջ 7.5%-ով կամ 374.4 մլրդ դրամով և կազմել 2 տրլն 509.1 մլրդ դրամ: Իսկ չաշխատող վարկերը և դեբիտորական պարտքերը 2016 թվականին նվազել են 1.2 տոկոսային կետով և տարեվերջին կազմել 6.2% կամ շուրջ 300 մլրդ դրամ: Հատկանշական է, որ դրանում «հսկվող» և «ոչ ստանդարտ» դասի վարկերի և դեբիտորական պարտքերի կշիռները նվազել են համապատասխանաբար 1.4 և 0.5 տոկոսով, մինչդեռ «կասկածելի» վարկերի և դեբիտորական պարտքերի տեսակարար կշիռները շարունակել են աճել շուրջ 0.6 տոկոսով (տե՛ս գծապատկեր 2.3.6): Հարկ է նշել, որ ըստ ռեզիդենտության՝ չաշխատող վարկերի և դեբիտորական պարտքերի 98.5%-ը բաժին է ընկել ռեզիդենտներին, իսկ 1.5%-ը՝ ոչ ռեզիդենտներին՝ նախարդ տարվա համապատասխանաբար 98.7%-ը և 1.3% ցուցանիշների: Ասվածը հիմք է տալիս արձանագրելու, որ ՀՀ տնտեսության համար շատ ծանր գնով համալրված կապիտալը, այնուամենայնիվ, չի նվազեցրել «կասկածելի» կամ «անհուսալի» դասի վարկերի և դեբիտորական պարտքերի կշիռները, այլ ընդհակառակը՝ դրաց տեսակարար կշիռը

⁹¹ Հայաստանի ֆինանսական համակարգի զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը, 2016, ՀՀ ԿԲ 2017, էջ 28

դեռևս նվազման միտում չի արձանագրում և երկարաժամկետում, եթե իրավիճակի շտկման համար միջոցներ ձեռք չառնվեն, ապա այսպիսի գործընթացները կարող են փոշիացնել բանկերի համալրած ընդհանուր կապիտալը: Ավելին, եթե չաշխատող վարկերի և դեբիտորական պարտքերի 98-ը բաժին է ընկնում ռեզիդենտներին, ապա դա կարելի է բացատրել հանրապետությունում ձևավորված գործազրկությամբ, եկամուտների անկմամբ, ՀՆԱ և այլ մակրոտնտեսական ցուցանիշների վատթարացմամբ, բայց ավելի վատ միտում է դրանում ոչ ռեզիդենտների տեսակարար կշռի 0.2% աճը, ինչը վկայում է գործընկեր երկրներում ևս վարկունակության անկման միտում:

Ի վերջո նշված բոլոր ռիսկերի համախմբի ազդեցության ներքո հարապետությունում տեղ են գտել աննախադեպ գործընթացներ: Խոսքը մասնավորապես շահութաբերության ռիսկի մասին է, ինչը 2003-2016 թ.-ից ի վեր առաջին անգամ 2015 թվականին է արձանագրել բացասական ֆինանսական արդյունքներ. ըստ ակտիվների RoA -0,6%, ըստ կապիտալի՝ RoE-4,3%: Թեև դրանք 2016 թվականին ՀՀ ԿԲ կարգավորման գործիքների կիրառման շնորհիվ փոքր-ինչ մեղմվել են և կազմել են համապատասխանաբար 0.5 և 3 %, այնուամենայնիվ, համակարգում առկա ռիսկերով պայմանավորված, դեռևս մնում են օրակարգային հիմնահարցեր (տե՛ս գծապատկեր 2.3.7):



Գծապատկեր 2.3.7 Բանկային համակարգի եկամտաբերությունը 2003-2015թթ.⁹²

⁹² Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, Ֆինանսական համակարգ, զարգացում, վերահսկողություն, կարգավորում, տարեկան պարբերականներ

Ամփոփելով ՀՀ ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների ռիսկերի կառավարման վերլուծության արդյունքները՝ կարելի փաստել, որ թեև Բազել 3-ի ներդրման շնորհիվ ընդհանուր կապիտալի նվազագույն շեմի բարձրացումը 5 մլրդ-ից 30 մլրդ դրամի, նպաստել է բանկային համակարգի կայունության բարձրացմանը, այնուամենայնիվ համակարգային ամենալուրջ ռիսկը՝ ընդհանուր կապիտալի համարժեքության ցուցանիշը, 2007թվականի 30.1 տոկոսից 2016 թ.-ին նվազել է 10 տոկոսով և կազմել է 20 տոկոս, որը չի չեզոքացնում ՀՀ ֆինանսական համակարգում սթրեսային իրավիճակների առաջացման հավանականությունը: Թեև ընդհանուր կապիտալի պահանջի բարձրացումը նպաստել է ՀՀ ֆինանսական միջնորդության մակարդակը գնահատող գրեթե բոլոր ցուցանիշների բարձրացմանը, սակայն այն ուղեկցվել է ՀՆԱ աճի՝ վերջին տարիներին արձանագրված ամենցածր՝ 0.2% աճով և վարկեր/ավանդներ տոկոսային սփրեդի 0.62% աճով: Դա համապատասխանում է միջազգային փորձագետների այն պնդմանը, որ կարգավորման նոր ստանդարտների կիրառումը կդանդաղեցնի տնտեսական աճը և կբարձրացնի տոկոսային սփրեդը: Բացի նշված ընդհանուր համակարգային ռիսկերից՝ ՀՀ միջնորդության համակարգին բնորոշ է կենտրոնացվածության բարձր մակարդակ և՛ ըստ միջնորդության գործարքների և ըստ կանոնադրական կապիտալում մասնակցության կառուցվածքի: Հարկ է նշել, որ 2016 թվականին խոշոր և մանր բանկերի միջև բոլոր ցուցանիշների գծով, բացառությամբ ընդհանուր կապիտալի, բևեռացվածությունն աճել է, և տարեվերջին հանրապետության 10 խոշորագույն բանկերից 4-ին բաժին է ընկնում համակարգի միջնորդության գրեթե բոլոր գործառնությունների կեսից ավելին, ինչը հիմք է տալիս եզրակացնելու, որ այդ բանկերը համակարգային նշանակության ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտներ են, որոնց նկատմամբ ՀՀ կարգավորող մարմինը պետք է կիրառի կարգավորման տարբերակված մոտեցումներ: Կենտրոնացվածության առավել վտանգավոր գործընթացներ են արձանագրվել ՀՀ առևտրային բանկերի կանոնադրական կապիտալում: Մասնակցության կառուցվածքը ըստ անձերի, ռեզիդենտ մասնակիցների քանակը, ոչ ռեզիդենտ մասնակիցների տարածաշրջանային բաշխվածությունը, հիմնականում (60 տոկոսից ավելի) ԵՄ-ում և ՌԴ-ում մասնակիցների գրանցված լինելու հանգամանքը աստիճանաբար կրճատում են ՀՀ ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների՝ արտաքին աղբյուրներից

Ֆինանսավորման հնարավորությունները, մեծացնում են ֆինանսական միջոցների արտահոսքը իրական հատվածից դեպի ֆինանսական հատված՝ նվազեցնելով երկրի տնտեսական աճի իրական հնարավորությունները: Այսպիսի գործընթացները ուղեկցվելով ՌԴ աշխարհաքաղաքական լարված իրավիճակների և ԵՄ երկրների ներկայիս ֆինանսական միջնորդության համակարգերում տեղ գտնող անորոշ ռիսկերի հետ, խիստ բացասական հետևանքներ են ունենում հանրապետության տնտեսության վրա: Հանրապետությունում առկա մակրո և միկրոտնտեսական միջավայրերից փոխանցվող ռիսկերի ազդեցությամբ ձևավորված ֆինանսական ռիսկերի հետևանքով նվազել է բանկային համակարգի շահութաբերության մակարդակը: Թեև 2016 թվականին նվազել են բանկերի կողմից տրամադրված վարկերի և ներգրավված ավանդների տոկոսադրույքները, այնուամենայնիվ սփրեղը մեծացել է: Սփրեղի աճը հիմնականում պայմանավորված է բանկային համակարգում վարկեր/ավանդներ հարաբերակցության նվազման գործոնով, որի հետագա խորացումը, ըստ էության, վտանգավոր գործընթաց է, քանի որ ճեղքվածքի հետագա ընդլայնումը Հայաստանում ևս ավանդային միջոցների կամ դեպոզիտային բացասական տոկոսադրույքների կիրառման իրական նախադրյալ է ստեղծում: Վերջին հաշվով ՀՀ ռիսկերի կառավարման համակարգում վերը թվարկված գործընթացները իրեց հանրագումարային արտացոլումն են գտել բանկերի շահութաբերության ռիսկերի վրա, որոնք վերջին 13 տարիներին առաջին անգամ միայն 2015 թվականին են արձանագրել է բացասական արդյունքներ՝ ըստ ակտիվների՝ RoA - 0,6%, ըստ կապիտալի՝ RoE-4,3%: Թեև դրանք 2016 թվականին ՀՀ ԿԲ կարգավորման գործիքների կիրառման շնորհիվ փոքր-ինչ մեղմվել են և կազմել 0.5 և 3 %, այնուամենայնիվ երկարաժամկետում մնում են հրատապ լուծումներ պահանջող հիմնախնդիրներ:

Հարկ է նշել նաև, որ կատարված վերլուծությունների արդյունքները հիմք են տալիս արձանագրելու, որ ՀՀ ֆինանսական միջնորդության ռիսկերի կառավարման ներկա գործընթացների արդյունավետությունը բարձրացնող ուղիները չեն կարող կապված լինել միայն միջնորդության գործառնություններից ծագող ռիսկերի արդյունավետ կառավարման կամ կարգավորման հետ. դրանք սերտորեն պայմանավորված են հանրապետության մակրոտնտեսական ներկա գործընթացներով: Հետևաբար ՀՀ ֆինանսական

միջնորդության ռիսկերի արդյունավետ կառավարման համար անհրաժեշտ է բացահայտել և գնահատել բոլոր այն հնարավոր գործոնների ազդեցությունն ու փոխազդեցությունը, որոնք կարող են նպաստել ՀՀ ֆինանսական միջնորդության և մակրոտնտեսական գործընթացների առավել հավասարակշռված կառավարմանը:

ԳԼՈՒԽ 3. ՀՀ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՄԻՋՆՈՐԴՈՒԹՅԱՆ ԳՈՐԾԸՆԹԱՅՆԵՐԻ ԿԱՌԱՎԱՐՄԱՆ ԱՐԴՅՈՒՆԱՎԵՏՈՒԹՅԱՆ ԲԱՐՁՐԱՑՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ

3.1 ՀՀ մակրոտնտեսական կայունության բարձրացման ուղիները հեռանկարային զարգացման ռազմավարական ծրագրի համատեքստում

Ինչպես ցանկացած երկիր, այնպես էլ Հայաստանը, որոշակի պարբերականությամբ մշակում և հաստատում է իր հեռանկարային զարգացման ռազմավարական ծրագիրը (ՀՁԾ): ՀՀ հեռանկարային զարգացման ռազմավարական վերջին ծրագիրը ընդունվել է 2014 թվականին և ընդգրկում է 2014-2025թթ. ժամանակահատվածը: Այն հանդիսանում է երկրի սոցիալ-տնտեսական զարգացման հիմնական ռազմավարական փաստաթուղթն է ու մշակվելիք միջնաժամկետ, ոլորտային և այլ ծրագրային փաստաթղթերի հիմքը: Որպես ՀՀ կառավարության գործունեության առաջնային ուղեցույցը՝ ՀՁԾ-ն հիմնված է հետևյալ չորս գերակայությունների վրա՝ 1. զբաղվածության ընդլայնում, 2. մարդկային կապիտալի զարգացում, 3. սոցիալական պաշտպանության համակարգի բարելավում, 4. կառավարման համակարգի ինստիտուցիոնալ արդիականացում:

Հատկանշական է, որ ծրագրում զբաղվածության խնդրի առկայությունը ենթադրում է կայուն տնտեսական աճի ապահովման ուղղությամբ իրականացվելիք քաղաքականության չափելի արդյունք, իսկ թե ո՞րն է այդ չափելի արդյունքը, և ինչպե՞ս պետք է գնահատվի դրա արդյունավետությունը, ծրագրում ընդհանրապես բացակայում է: Սակայն նշվում է, որ ծրագրի հիմնական նպատակին հասնելու «շրջանակային» քաղաքականությունները պետք է ուղղված լինի աշխատատեղերի ավելացմանն ու զբաղվածության կրճատմանը՝ դրա համար օգտագործելով ֆինանսական և դրամավարկային գործիքներ: Հատկանշական է և այն, որ այդ գործիքների կիրառմամբ նախատեսվում է բարձրացնել փոխառու միջոցների հասանելիությունն ու մատչելիությունը, այսինքն՝ նախանշված է ֆինանսական միջնորդության համակարգի միջնորդության մակարդակի աճ:

Ակնհայտ է, որ ծրագրում ամրագրված է դրամավարկային քաղաքականության գերակայությունը: Մինչդեռ «շրջանակային» քաղաքականությունն ընդհանրապես

ենթադրում է, նաև ամենամյա հարկաբյուջետային և դրամավարկային հայեցակարգային քաղաքականությունների մշակում և իրականացում, որոնց արդյունավետությունը որպես կանոն գնահատվում է ցածր գնաճի, տնտեսական կայուն աճի, զբաղվածության և զբաղվածության մակարդակը բնութագրող ցուցանիշներով⁹³:

Ընդհանուր առմամբ մասնագետների՝ այս երկու քաղաքականություններից որևէ մեկին նախապատվություն տալու շուրջ քննարկումները միանշանակ եզրակացության չեն հանգեցրել: Սակայն, որոշ մասնագետների կարծիքով, երբ երկրի ֆինանսական շուկան թույլ է զարգացած, ֆինանսական գործիքները սահմանափակ են և բացակայում են ածանցյալ գործիքները, ապա նախապատվությունը պետք է տրվի հարկաբյուջետային քաղաքականությանը: Ֆինանսական շուկայի զարգացվածությունը կարևորվում է այնքանով, որ իրականացվող դրամավարկային քաղաքականությունը տնտեսության իրական հատվածի վրա ազդում է ֆինանսական միջնորդության լծակների միջոցով, որի համար անհրաժեշտ են զարգացած ֆինանսական շուկա և փոխանցման մեխանիզմի, հիմնականում տոկոսադրույքի լծակի ակտիվ ներգործություն: Հայաստանի Հանրապետությունում, ինչպես տեսանք, առկա են և՛ ֆինանսական շուկայի թերզարգացածություն, և՛ ֆինանսական գործիքների սահմանափակություն:

Ասվածից ակնհայտ է դառնում, որ Հայաստանում գերակա է հարկաբյուջետային քաղաքականությունը, որի հիմնական նպատակն է բարձրացնել երկրի բարեկեցության մակարդակը՝ քաղաքացիների եկամտի և նյութական բարիքների հավասարակշռված վերաբաշխման, ազատ մրցակցային դաշտի ապահովման, երկրի ռեսուրսների արդյունավետ բաշխման, իրավական դաշտի և սոցիալական այնպիսի մթնոլորտի ստեղծմամբ, որոնցով հնարավոր կլինի ապահովել տնտեսության կայուն զարգացումը: Հարկաբյուջետային քաղաքականությունը կառավարության ձեռնարկած միջոցառումներն են՝ պայմանավորված պետական ծախսերի, հարկային քաղաքականության և պետական բյուջեի դիրքի (պակասուրդ, հավելուրդ) փոփոխությամբ, այլ խոսքով՝ ֆինանսների կենտրոնացված կառավարումն է, որի նպատակն է տնտեսությունում ապահովել լրիվ զբաղվածություն և տնտեսական կայուն աճ:

⁹³ Հայաստանի Հանրապետության 2014-2025թթ.. Հեռանկարային զարգացման ռազմավարական ծրագիր, Հավելված ՀՀ կառավարության 2014 թվականի մարտի 27-ի N 442 - Ն որոշման

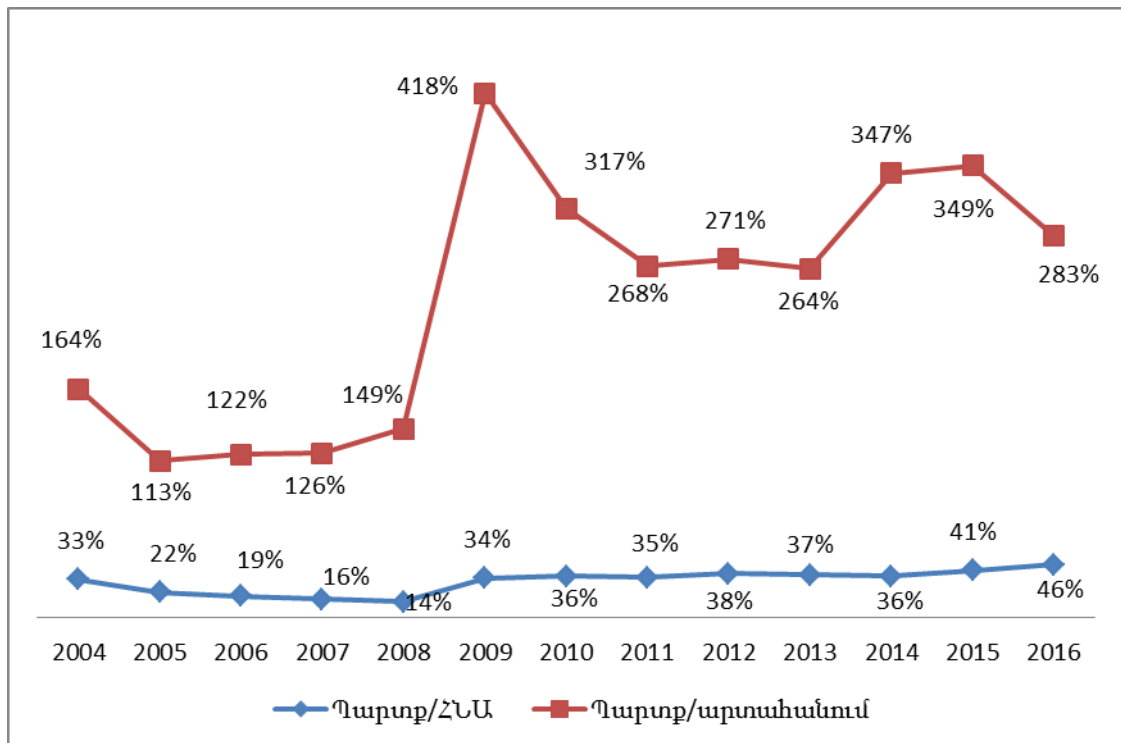
Տնտեսության վրա հարկաբյուջետային քաղաքականությունը կարող է՝ ծախսային քաղաքականությամբ ազդել կարճաժամկետ հատվածում ամբողջական պահանջարկի վրա, իսկ միջնաժամկետ հատվածում եկամտային քաղաքականությամբ՝ հարկային ռեֆորմներ իրականացնելով:

Ըդհանուր առմամբ կառավարության հարկաբյուջետային քաղաքականության արդյունավետությունը գնահատվում է հետևյալ ցուցանիշներով՝ պարտք / ՀՆԱ, պարտք / ապրանքների և ծառայությունների արտահանում, պարտքի սպասարկում / ՀՆԱ, պարտքի սպասարկում/ապրանքների և ծառայությունների արտահանում:

Առաջին երկու ցուցանիշները պաշարներ են, որոնք ցույց են տալիս պարտքի բեռը երկարաժամկետ ժամանակահատվածում: Երրորդ և չորրորդ ցուցանիշները հոսքային են. այսինքն՝ դրանք ընթացիկ պարտքի սպասարկման հնարավորություններն են. որքան դրանք բարձր են, այնքան ավելանում է կարճաժամկետ հատվածում կառավարության ֆիսկալ քաղաքականության կարգավորման անհրաժեշտությունը:

2004-2016 թվականներն ընկած ժամանակահատվածում հանրապետությունում իրականացված հարկաբյուջետային քաղաքականության մակրոտնտեսական գնահատականները ցույց են տալիս, որ ՀՀ համախառն ներքին արդյունքը դիտարկվող ժամակահատվածում աճել է շուրջ 3 անգամ՝ 3576,3մլն ԱՄՆ դոլարից հասնելով 10980,9-ի, պետական պարտքը նույն ժամանակշրջանում աճել է շուրջ 4.3 անգամ՝ 1182,9մլն դոլարից հասնելով 5105,6-ի: Արտահանումը աճել է մոտ 2.5 անգամ՝ 722,9-ից հասնելով 1791,7-ի (տե՛ս հավելված 22):

Հարկաբյուջետային քաղաքականության արդյունավետությունը, ելնելով երկրի ֆինանսական կայունության տեսանկյունից, հիմնականում գնահատվում է, պարտք / ՀՆԱ ցուցանիշի աճի շարժընթացով (տե՛ս գծապատկեր 3.1.1): Ինչպես տեսնում ենք Հայաստանում պարտք /ՀՆԱ ցուցանիշը, սկսած 2009 թվականից մինչև 2014 թվականը՝ գտնվել է 34-38 տոկոսի մակարդակում, իսկ 2005-2007 թվականների համեմատությամբ բարձր է շուրջ 2-3 անգամ: Այն էականորեն բարձրանում է և արդեն 2016թվականին գրանցում է ամենաբարձր մակարդակը՝ 46 տոկոս:



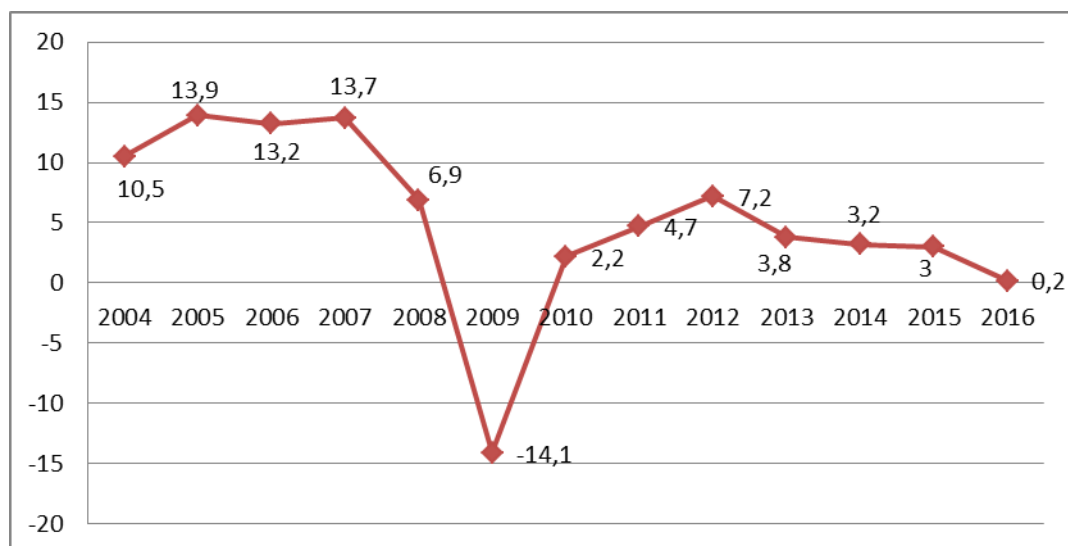
Գծապատկեր 3.1.1. ՀՀ պարտքի կայունությունը բնութագրող ցուցանիշների շարժընթացները 2004-2016 թթ.

Սա, անշուշտ, զարգացման բացասական միտում է, հատկապես երբ այն դիտարկում ենք ՀՀԱ աննախադեպ ցածր՝ 0.2% աճի համատեքստում: Պարտք/արտահանում ցուցանիշի առումով որոշակի կայունություն նկատվում է 2004-2009 թվականներն ընկած ժամակաշրջանում. 2009 թվականի ճգնաժամային տարվանից հետո այն սկսում է տատանվել 418-ից 283 տոկոս միջակայքում: Հարկ է նկատել նաև, որ 2016 թվականին գրանցված 283% պարտք/արտահանում ցուցանիշը թեև ճգնաժամից հետո գրանցված ամենաբարձր նիշը չէ, բայց, այնուամենայնիվ, բարձր է նախորդ՝ 2011-2013թթ.-ից:

Պարտք /ՀՀԱ, պարտք/արտահանում ցուցանիշները միանշանակորեն փաստում են երկրում իրականացվող հարկաբյուջետային քաղաքականության ցածր արդյունավետության մասին, հատկապես երբ այն ուղեկցվում է զբաղվածության և աղքատության ցուցանիշների աճով՝ էականորեն շեղվելով ՀԶԾ-ում որդեգրված հիմնական թիրախային ցուցանիշներից:

Հարկ է նշել, որ երբ բյուջեի դեֆիցիտը ֆինանսավորվում է պետական պարտքի թողարկմամբ, ապա որպես կանոն, ենթադրվում է տոկոսադրույքների աճ, ուստի և՛ ներդրումների կրճատում (արտամղման էֆեկտ): Տոկոսադրույքների աճի գործընթացն ավելի է արագանում, եթե կառավարության վարած քաղաքականությունն ուղեկցվում է դրամավարկային կոշտ քաղաքականությամբ, որը նպատակ է հետապնդում զսպել գնաճը: Արդյունքում արձանագրվում է արտաքին պարտքի աճ, իսկ դրա սպասարկմանն ուղղված միջոցները դուրս են հոսում տնտեսությունից: Այսինքն՝ տեղի է այն, ինչին մենք ականատես ենք լինում ներկայումս:

2016 թվականի պետական պարտքի սպասարկման գործընթացի վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ այդ ուղղությամբ ՀՀ կառավարության վարած քաղաքականության գնահատականը ուղղակիորեն միտված է մակրոտնտեսական կայունության ապահովմանը պարտքի վերարտադրության ճանապարհով՝ երկրորդ պլան մղելով երկրի տնտեսական աճը խթանող միջոցառումները: Դրա վկայությունն է ՀՆԱ աճի վերջին տարիների շարժընթացները, որը շուրջ 2 տոկոսով ցածր է նույնիսկ ճգնաժամային 2010 թվականին գրանցված ամենացածր տնտեսական աճի՝ 2.2% ցուցանիշից (տե՛ս գծապատկեր 3.1.2):



Գծապատկեր 3.1.2. ՀՀ ՀՆԱ աճի շարժընթացը 2004-2016 թթ., (%)⁹⁴

Մինչդեռ մակրոտնտեսական հավասարակշռությունը երկրում հնարավոր է ապահովել միայն հարկաբյուջետային և դրամավարկային համակարգված քաղաքականությունների իրականացնելու պարագայում: Ընդ որում մակրոտնտեսական

⁹⁴ Տվյալները վերցված են ՀՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայքից՝ armstat.am

հավասարակշռությունը հիմնված է ոչ միայն ընթացիկ, այլև ակնկալվող դրամավարկային քաղաքականության վրա: 1977 թվականին Քիդլենդը և Փրեսքոթը, տեսական վերլուծության ենթարկելով տնտեսվարող սուբյեկտների և կառավարության սպասումները գնաճի և տնտեսական աճի վերաբերյալ, զարգացրին «Ժամանակային անհամապատասխանության» գաղափարը⁹⁵: Այս առումով նրանք կարևորեցին նաև հանրության վստահությունը դրամավարկային քաղաքականություն իրականացրող մարմինների նկատմամբ: Բարրոն և Գորդոնը 1983 թվականին առաջարկեցին «Ժամանակային անհամապատասխանության» խնդրի լուծում, որը ենթադրում էր վստահության ձեռքբերում՝ «պահպանողական» գործունեություն իրականացնելու ճանապարհով⁹⁶:

Հետագայում Ցուկերմանը «Ժամանակային անհամապատասխանությունը» բնորոշեց հետևյալ կերպ. «այն առաջանում է, երբ տվյալ պահին ապագային միտված լավագույն քաղաքականությունն այլևս լավագույնը չէ, երբ գալիս է ապագա ժամանակահատվածը»⁹⁷: Այնպիսի գործոններ, ինչպիսիք են քաղաքականություն իրականացնելու հնարավորությունը, դրա համար ժամանակն ընտրելու նախապատվությունները, գների կայունության նկատմամբ հսկողությունը և վերջինիս դիպուկությունը, նաև քաղաքական անկայունության աստիճանը, նա համարում էր որոշիչ փողի զանգվածի և գնաճի մակարդակի ձևավորման համար: Նա կարևորում էր նաև գնաճի մակարդակի սահմանումը, տնտեսական աճի վրա գնաճի դրական և բացասական ազդեցության բեկումնային մակարդակի որոշումը: Թե որն է բեկումնային մակարդակը, գոյություն ունեն մի շարք գնահատականներ, որոնց տարբերությունը հաստատապես կախված է ընտրանքից, ժամանակահատվածից, այլ գործոններից, սակայն տնտեսագետների մեծ մասը ոչ մի դեպքում չի ընդունում, որ դա կարող է լինել 0%-ը: 0% գնաճի ծրագրային ցուցանիշի սահմանումը նպատակահարմար չէ երկու պատճառով. նախ այն չի խթանի տնտեսական աճը և երկրորդ՝ վիճակագրական անճշտությունների

⁹⁵ Kydland F. and E. C. Prescott (1977). "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans". *Journal of Political Economy*: 473–492

⁹⁶ Barro and Gordon. 1983. Rules, discretion, and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics* 12: 101-121.

⁹⁷ Cukierman A. Central Bank Strategy, Credibility and Independence, Theory and Evidence, MIT Press, Cambridge, MA, 1992

պատճառով գերազնահատված է, այսինքն՝ սահմանել 0%, նշանակում է ծրագրել դեֆլյացիա:

Սակայն ներկայումս, համաշխարհային տնտեսության զարգացումներով պայմանավորված, այլևս դժվար է միանշանակ ընդունել տնտեսագետների շրջանում ձևավորված այն միասնական կարծիքը, որ ցածր և կայուն գնաճը շուկայական տնտեսության պայմաններում տնտեսական աճի ապահովման կարևոր նախադրյալ է: Դա է վկայում արդեն տևական ժամանակահատված զարգացած երկրներում ձևավորված զրոյական գնաճի մակարդակը, որը, չնայած ֆինանսական միջնորդության զարգացած համակարգի առկայությանը և դրամավարկային մեղմ քաղաքականությանը, դեռևս ի զորու չէ ապահովելու տնտեսական աճ այդ երկրներում, և այլևս կանխատեսում են դեֆլյացիա: Տնտեսական աճ կամ ծարագրված 2 տոկոս գնաճ ապահովելու նպատակով այդ երկրների կենտրոնական բանկերը նույնիսկ դիմում են արտացոլոր գործիքների, ինչպիսին է, օրինակ, բազային բացասական տոկոսադրույքների կիրառումը, թեև դա էլ չի նպաստում գնաճի ցանկալի մակարդակի ապահովման: Դեֆլյացիայի կառավարումը հատկապես դժվարանում է թույլ զարգացած տնտեսություն և մեծ պարտքեր ունեցող երկրներում, ինչպիսիք են այսօր անցումային տնտեսությամբ շատ երկրներ, այդ թվում նաև Հայաստանը:

Այսպիսով, վերը նշվածից ակնհայտ է դառնում, որ ոչ միայն Հայաստանի այլև ցանկացած երկրի ֆինանսական միջնորդության համակարգի արդյունավետությունը մեծապես կախված է այդ երկրի կենտրոնական բանկի գործունեությունից: Սակայն աշխարհում դեռևս չկա կենտրոնական բանկերի գործունեության արդյունավետության գնահատման որևէ հստակ մոտեցում: Շատ տնտեսագետների կարծիքով՝ ԿԲ-ի արդյունավետ գործունեությունը պայմանավորված է նրա անկախությամբ, քանի որ ցանկացած երկրի տնտեսություն կախված է այդ երկրի ազգային արժույթի կայունությունից, ցածր գնաճային միջավայրից և բանկային համակարգի հուսալիությունից: Նշվածներից յուրաքանչյուրը շուկայական հարաբերությունների զարգացման կարևոր նախապայման է: Թե ինչ կապ կա ԿԲ-ի անկախության և այս ցուցանիշների միջև, զարգացած երկրները սկսել են ուսումնասիրել դեռևս 1980 թվականներից: Այն ավելի արդիական դարձավ հատկապես 2008 թվականի ճգնաժամից

հետո, երբ գրեթե բոլոր երկրները, այդ թվում նաև ԱՄՆ-ը, Մեծ Բրիտանիան, անդրադարձան կենտրոնական բանկերի գործունեության գնահատման հիմնախնդրին:

Այս նպատակով, մենք նույնպես, աշխատանքում ուսումնասիրելով ոլորտում առկա միջազգային տեսամեթոդական և գործնական հետազոտությունները, խնդիր դրեցինք գնահատել նախկին խորհրդային երկրների ԿԲ-ների անկախությունը՝ ըստ դրանց քաղաքական և տնտեսական անկախության մակարդակների, ստանալ այդ երկրների կենտրոնական բանկերի գործունեության արդյունավետության հնարավորինս ամփոփ գնահատականը⁹⁸:

Սկսած անցյալ դարի վերջին քառորդից՝ միջազգային պրակտիկայում կենտրոնական բանկերի անկախությունը գնահատելու համար լայն տարածում գտան Յուկերմանի, GMT-ի և Էյֆֆինգեր-Շալինգի ինդեքսները⁹⁹: Մասնավորապես, Յուկերմանի ինդեքսը ներառում է 16 չափորոշիչներ, որոնք բաժանվում են չորս խմբերի. դրանցից յուրաքանչյուրը բնորոշում է անկախության հետևյալ չափանիշները՝

- Կադրային անկախություն,
- Դրամավարկային քաղաքականության մշակում,
- Գործունեության նպատակներ,
- Պետական բյուջեի ֆինանսավորման սահմանափակումներ:

16 չափորոշիչներից յուրաքանչյուրը կարող է ընդունել 0-ից մինչև 1 արժեքներ՝ որպես անկախության նվազագույն և առավելագույն նշածող: Աղյուսակ 3.1.2-ում ներկայացված է կենտրոնական բանկերի անկախության ցուցանիշները, ըստ Յուկերմանի գնահատման ինդեքսների: Ինչպես տեսնում ենք, ամբողջ աշխարհում նկատվում է ԿԲ-ների անկախության մակարդակի աճի միտում. 2003-ին 1980-ի համեմատությամբ այն աճել է շուրջ երկու անգամ¹⁰⁰:

⁹⁸ iep.ru/files/text/working_papers/133.pdf

⁹⁹ GMT «Գրիլլի, Մասքիյանդարո, Թաբելինի», ըստ դրանց հեղինակների ազգանունների առաջին տառերի

¹⁰⁰ Cukierman A. Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions – Past, Present and Future // Central Bank of Chile Working Paper N 360. April 2006

Աղյուսակ 3.1.2 Կենտրոնական բանկերի անկախության տրեքնդը ըստ տարածաշրջանների¹⁰¹

Տարածաշրջան	Քաղաքական անկախություն		Տնտեսական անկախություն		Ընդահանուր անկախություն	
	1980թ.	2003թ.	1980թ.	2003թ.	1980թ.	2003թ.
Աֆրիկա	0,17	0,37	0,52	0,72	0,33	0,53
Ասիա և Խաղաղ օվկիանոս	0,21	0,54	0,41	0,73	0,30	0,63
Եվրոպա	0,32	0,79	0,27	0,98	0,30	0,88
Մերձավոր Արևմուտք և Կենտրոնական Ասիա	0,25	0,40	0,36	0,68	0,30	0,53
Արևմտյան կիսագունդ	0,36	0,50	0,36	0,88	0,36	0,67
Բոլոր երկրները	0,28	0,56	0,38	0,84	0,32	0,68

Ներկայումս GMT ինդեքսը ԿԲ-երի անկախության գնահատման ամենատարածված մոտեցումն է, քանի որ դրա համար օգտագործվող տվյալները ավելի մատչելի են հասանելիության տեսանկյունից: GMT ինդեքսը ներառում է երկու բաղադրիչ, որոնք բնորոշում են տվյալ երկրի կենտրոնական բանկի քաղաքական և տնտեսական անկախությունը, ըստ որում յուրաքանչյուր բաղադրիչ գնահատվում է բինոմային արժեքներով՝ 1 կամ 0, համապատասխանաբար ճիշտ կամ սխալ բնորոշմամբ¹⁰²: Այսինքն՝ այն կշռված բալային համակարգ չէ: Պարունակում է 15 չափորոշիչներ, ըստ որում քաղաքական անկախության գնահատման մոտեցումը ներառում է հետևյալ 8 չափորոշիչները՝

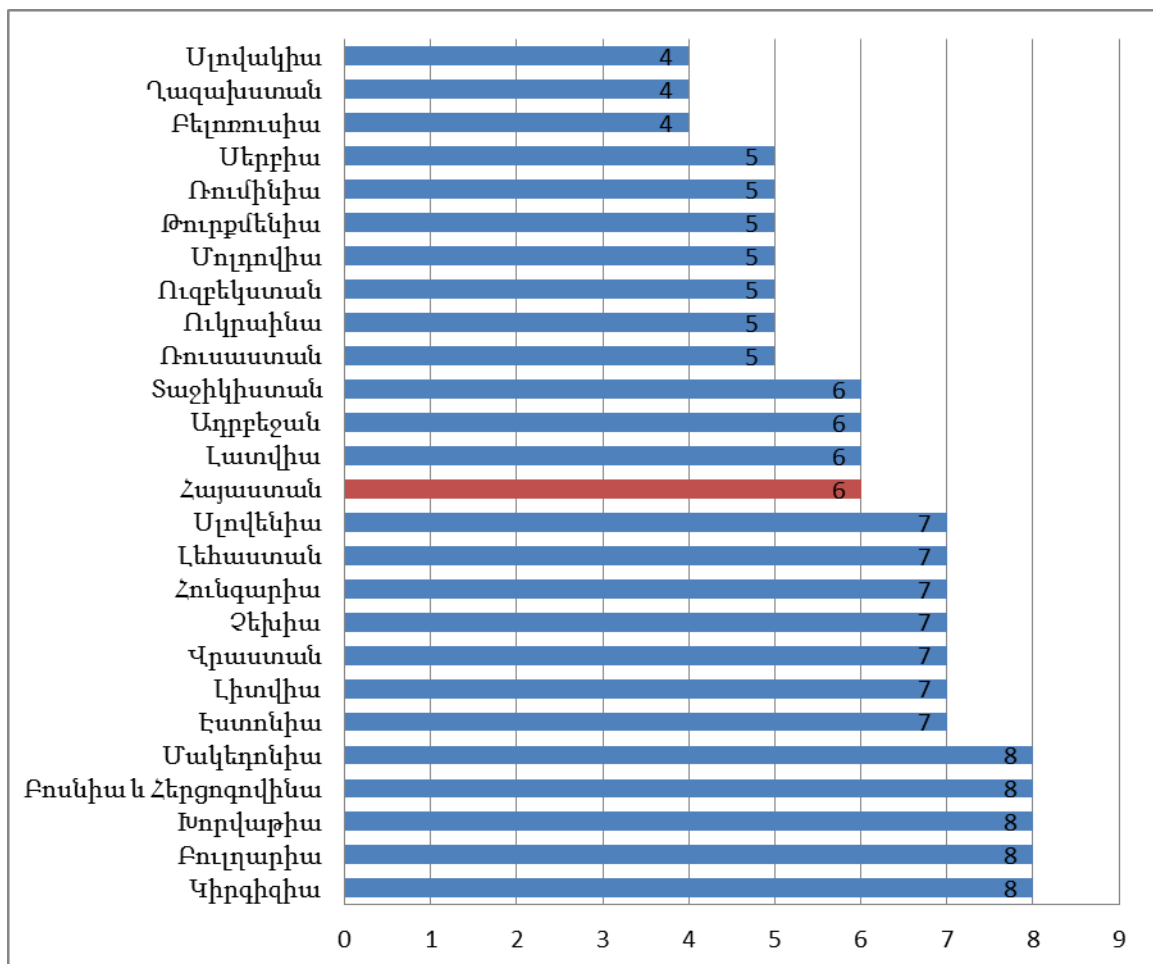
- ԿԲ-ի նախագահը նշանակվում է առանց կառավարության միջամտության,
- ԿԲ-ի նախագահը նշանակվում է 5 տարուց ավելի ժամկետով,
- ԿԲ խորհրդի անդամները նշանակվում են առանց կառավարության մասնակցության,
- ԿԲ խորհրդի անդամները նշանակվում են 5 տարուց ավելի ժամկետով,

¹⁰¹ Arnove et al. 2007. (Cukierman, 2006).

¹⁰² Grilli, V., D. Masciandaro, and G. Tabellini, 1991, "Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies in the Industrial Countries," Economic Policy, Vol. 13, pp. 341–92.

- ԿԲ խորհրդում պարտադիր չէ կառավարության անդամի մասնակցությունը,
- Պարտադիր չէ կառավարության հետ դրամավարկային քաղաքականության համաձայնեցումը,
- Գների կայունությունը ԿԲ-ի գերակա խնդիրն է,
- Օրենսդրությամբ սահմանված է ԿԲ-ի պաշտպանվածությունը կառավարության հետ վեճերի առաջանալու դեպքում:

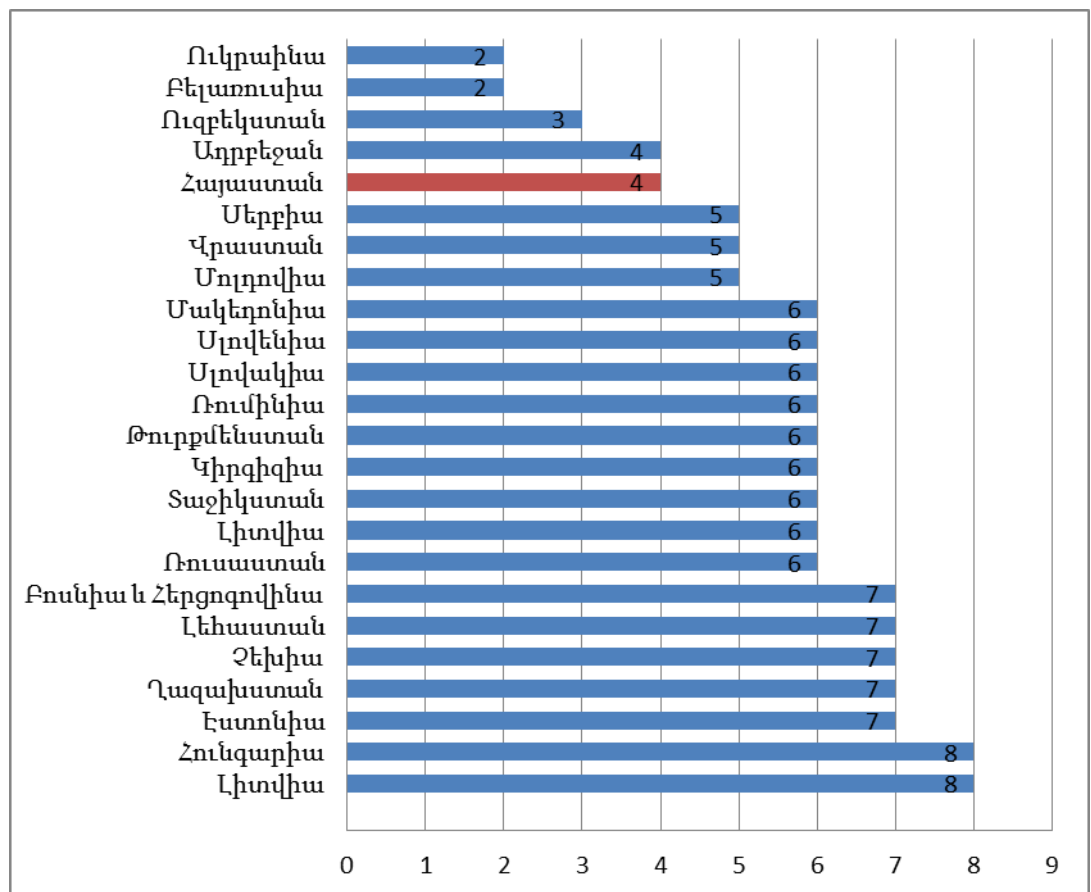
Դիտարկվող երկրների քաղաքական անկախության գնահատման ցուցանիշները ներկայացված են գծապատկեր 3.1.3-ում, իսկ հաշվարկները (տես՝ հավելված 23): Ինչպես տեսնում ենք գծապատկերից, ՀՀ կենտրոնական բանկը 6 միավորով առաջանցիկ դիրք է գրավում ԱՊՀ մի շարք երկրների շարքում, նույնիսկ շրջանցելով Ռուսաստանին, Ուկրաինային, Ղազախստանին և այլն:



Գծապատկեր 3.1.3 Անցումային տնտեսությամբ երկրների ԿԲ-ների քաղաքական անկախության ցուցանիշը ըստ GMT մեթոդաբանության

GMT ինդեքսը տնտեսական անկախությունը գնահատելու համար առաջնորդվում է հետևյալ 7 չափորոշիչներից՝

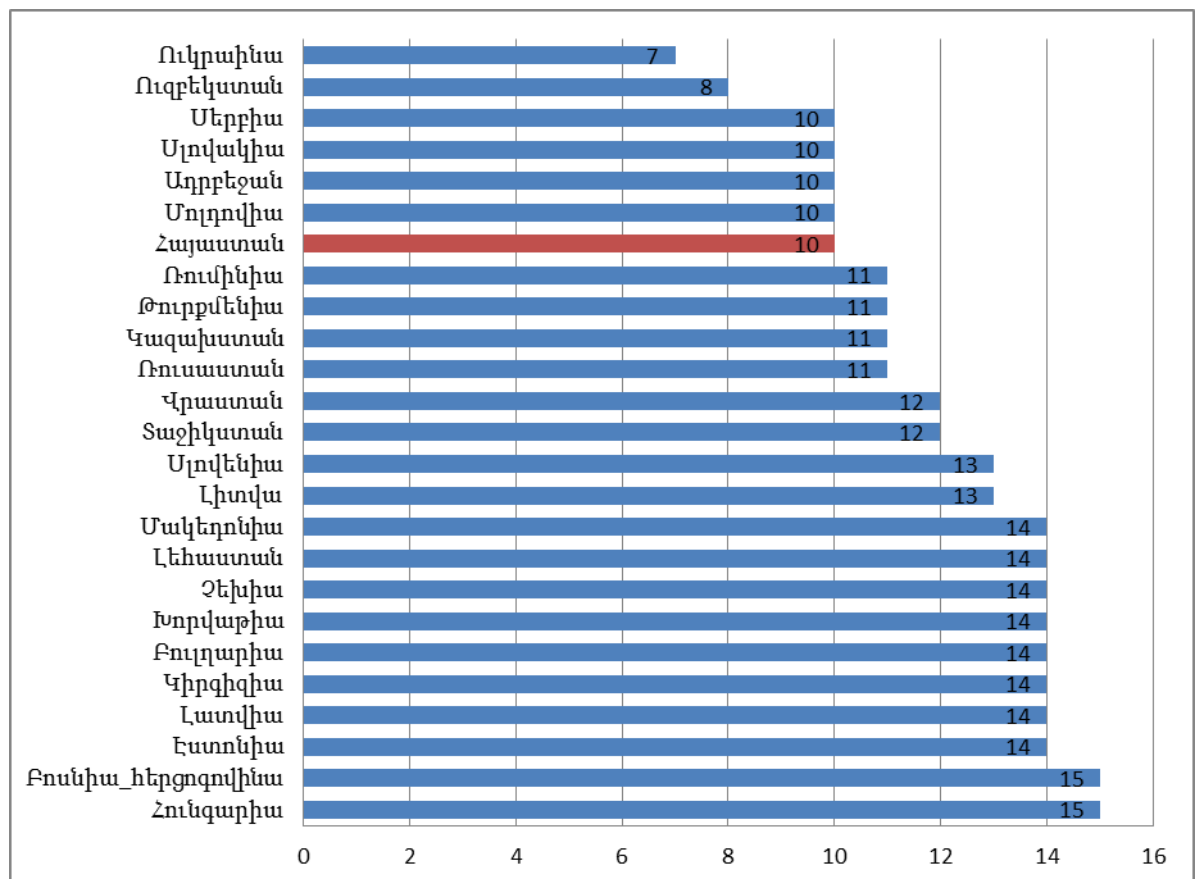
- 1) կա կառավարությանը ավտոմատ վարկեր տրամադրելու հնարավորություն,
- 2) եթե կա այդպիսի հնարավորություն, ապա միայն շուկայական տոկոսադրույքով,
- 3) վարկերը կառավարությանը տրվում են որոշակի ժամկետով,
- 4) վարկերը կառավարությանը տրվում են որոշակի սահմանաչափով,
- 5) ԿԲ-ն պետական արժեթղթերի առաջնային շուկայի մասնակից չէ,
- 6) ԿԲ-ն իր տոկոսադրույքները սահմանում է ինքնուրույն, առանց կառավարության հետ համաձայնեցնելու,
- 7) ԿԲ-ն ԱԲ-ների նկատմամբ վերահսկողություն չի իրականացնում: Եթե՝ այո, տրվում է 2 միավոր, եթե՝ ոչ, հանվում է 2 միավոր:



Գծապատկեր 3.1.4 Անցումային տնտեսությամբ երկրների ԿԲ-ների տնտեսական անկախության GMT ինդեքս

Ըստ GMT մեթոդաբանության կատարված տնտեսական անկախության ինդեքսի գնահատման՝ Հայաստանը զգալիորեն զիջում է նույնիսկ ԱՊՀ որոշ երկրների և հնարավոր 7 միավորից, ունի ընդամենը 4-ը: Տնտեսական անկախությամբ Հայաստանի կենտրոնական բանկից հետ են միայն Ուզբեկստանը 3, Բելառուսիան և Ուկրաինան՝ 2 ական միավորներով: Դիտարկվող երկրների տնտեսական անկախության ցուցանիշները ներկայացված են գծապատկեր 3.1.4-ում, իսկ հաշվարկները հավելված 24-ում:

Այսիսով, գումարելով քաղաքական և տնտեսական անկախության ցուցանիշները, կստանանաք յուրաքանչյուր բանկի անկախության ինդեքսը (տե՛ս գծապատկեր 3.1.5 և հավելված 25):



Գծապատկեր 3.1.5 Դիտարկված երկրների ԿԲ-ների անկախության ինդեքսը ըստ GMT մեթոդաբանության

Պետք է նշել, որ չնայած անցումային տնտեսությամբ երկրների ԿԲ-ների հիմքում դրված է զարգացած երկրների մոդելը, միևնույնն է, դիտարկվող երկրների ԿԲ-ների անկախության ցուցանիշներն էականորեն տարբեր են միմյանցից: Ինչպես տեսնում ենք

3.1.5 գծապատկերից, ՀՀ կենտրոնական բանկի ընհանուր անկախության ինդեքսը 10 է և զբաղեցնում է վերջին տեղերից մեկը:

Սակայն այս դիտարկումները իմաստ չեն ունենա, եթե չբացահայտենք ԿԲ անկախության մակարդակի կապը այնպիսի կարևորագույն մակրոտնտեսական ցուցանիշների հետ, ինչպիսիք են գնաճը, տնտեսական աճը, զբաղվածությունը: Այս նպատակով EXCEL ձևաչափով իրականացված ռեգրեսիոն վերլուծությունների արդյունքները ցույց են տալիս, որ կենտրոնական բանկի անկախության և գնաճի միջև արձանագրվում է չափազանց թույլ կապ (դետերմինացիայի գործակիցը՝ $RSquare = 0.35$): Հատկանշական է, որ ռեգրեսիոն գործակիցը -0.35 է, ինչը նշանակում հակադարձ կապ (տե՛ս աղյուսակ 3.1.1 և հավելված 26):

SUMMARY OUTPUT

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,591181
R Square	0,349495
Adjusted R Square	0,322391
Standard Error	2,030001
Observations	26

<i>ANOVA</i>					
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>Significance F</i>
Regression	1	53,13676	53,13676	12,89444	0,001471
Residual	24	98,9017	4,120904		
Total	25	152,0385			

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>	<i>Lower 95%</i>	<i>Upper 95%</i>	<i>Lower 95,0%</i>	<i>Upper 95,0%</i>
Intercept	13,1745	0,550797	23,91898	2,98E-18	12,03771	14,31129	12,03771	14,31129
Գնաճ	-0,3536	0,098472	-3,59088	0,001471	-0,55684	-0,15037	-0,55684	-0,15037

Աղյուսակ 3.1.1 ԿԲ անկախության և գնաճի կապը

Համոզվելու համար՝ արդյոք այդ գործոնների միջև գոյություն ունի՞ կորելյացիա, և որքա՞նով է այն նշանակալից, իրականացված կորելյացիոն վերլուծությունը արձանագրեց -0.48 կապ, ինչը նշանակում է, որ այդ գործոնների միջև այնուամենայնիվ, կորելյացիոն կապ կա, քանի որ այն գրեթե 50% է (տե՛ս աղյուսակ 3.1.4): Իսկ հավանականությունը, թե որքանով է այն վստահելի ցույց է տալիս P -value-ի արժեքը. որքան այն 0.05 -ից փոքր է,

այդքան ռեգրեսիոն վերլուծությամբ ստացված արդյունքները վստահելի են: Մեր դեպքում այն կազմում է 0.045, ինչը վստահության միջակայքում է: Ուստի վստահորեն կարելի է ասել՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկի անկախությունը հակադարձ կապ ունի գնաճի հետ և ներգործության մակարդակը կազմում է -0.35: Սա նշանակում է, որ մեծ անկախությունը մեծացնում է ԿԲ-ի հնարավորությունը՝ ազդելու գնաճի վրա, քանի որ կապը բացասական է: Սակայն, այնուամենայնիվ, այս ազդեցությունը դեռևս չի կարող վերջնական լինել, քանի որ գնաճը ներծին (էնդոգեն) բնույթ ունի և կախված չէ միայն ԿԲ-ից. այն ավելի շատ կախված է մակրոմիջավայրերից, իսկ ԿԲ-ն կարող է ընդամենը մեղմել այդ ազդեցությունները հնարավորությունների չափով: Մյուս կողմից՝ ցածր գնաճ դեռևս չի նշանակում տնտեսական աճ. ընդհակառակը կենտրոնական բանկերի այսպիսի քաղաքականությունը արգելակում է երկրի տնտեսական աճը, ինչին մենք ականատես ենք լինում ներկայումս:

ԿԲ անկախության և տնտեսական աճի ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները դարձյալ արժանագրում են բացասական կորելյացիոն կապ՝ -0.45, որը նշանալից է և ունի վստահության բավարար աստիճան, քանի որ P-value-ն 0.03 է և փոքր է 0.05 սահմանային ցուցանիշից: Սակայն դետերմինացիայի գործակիցը $RM=0.45$, իսկ $R\text{ Square}=0.20$, ռեգրեսիայի գործակիցը -0.29 (տե՛ս աղյուսակ 3.1.2 և հավելված 27):

SUMMARY						
Regression Statistics						
Multiple R	0,451086566					
R Square	0,20347909					
Adjusted R Square	0,165549522					
Standard Error	1,648555714					
Observations	23					
ANOVA						
	df	SS	MS	F	Significance F	
Regression	1	14,57971912	14,57972	5,36465625	0,030741752	
Residual	21	57,07245479	2,717736			
	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%
Intercept	13,12824802	0,455854846	28,79918	2,3063E-18	12,18024597	14,07625
ՀՆԱ	0,299806473	0,129440462	2,316173	0,03074175	-0,56899265	-0,03062

Աղյուսակ 3.1.2 ԿԲ անկախության և տնտեսական աճի կապը

Ըստ էության այս վերլուծության նպատակը ոչ թե ԿԲ անկախության ազդեցության քանակական գնահատականն է՝ պայմանավորված ԿԲ գործնական արդյունավետության գնահատման ցուցանիշների բացակայությամբ, այլ կապերի կորելյացիայի նշանների բացահայտումը, որը կողմնորոշիչ նշանակություն ունի երկրի ռազմավարական ծրագրերի մշակման ժամանակ:

Վերլուծությամբ ստացված արդյունքները դարձյալ արձանագրում են բացասական կապի առկայություն. Այսինքն՝ ԿԲ անկախության աստիճանի բարձրացումը չի կարող նպաստել ՀՀ տնտեսական աճին, ընդհակառակը այն, հիմնականում ուղղված լինելով ֆինանսական միջնորդության համակարգի հուսալիության և կայունության բարձրացմանը, կլանում է իրական հատվածի ֆինանսական ռեսուրսները՝ նվազեցնելով տնտեսական աճի ներքին հնարավորությունները: Դա է վկայում 2016 թվականին ՀՀ բանկային համակարգի կապիտալիզացիայի պահանջների բարձրացումը, որն ուղեկցվեց տնտեսական աճի աննախադեպ նվազմամբ:

SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0,022714769
R Square	0,000515961
Adjusted R Square	-0,047078517
Standard Error	1,846685631
Observations	23

ANOVA					
	Df	SS	MS	F	SignificanceF
Regression	1	0,036969709	0,03697	0,01084077	0,9180629
Residual	21	71,6152042	3,410248		
Total	22	71,65217391			

	Coefficients	StandardError	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper95%
Intercept	12,39197432	0,563306362	21,99864	5,538E-16	11,2205146	13,5634
Զբաղվածություն	0,002751791	0,026429281	0,104119	0,9180629	-0,05221091	0,05771

Աղյուսակ 3.1.3. ԿԲ անկախության և զբաղվածության կապը

Սակայն ԿԲ անկախության և զբաղվածության ռեգրեսիոն վերլուծությունը արձանագրում է շատ թույլ արտահայտված՝ 0.022 խտությամբ դրական կորելյացիա (տե՛ս աղյուսակ 3.1.3 և հավելված 28), իսկ ռեգրեսիայի $RM=0.022$, իսկ $RSquare = 0.0005$, ռեգրեսիայի գործակիցը -0.0028 է:

Ստացված արդյունքները վկայում են, որ թեև կապը դրական է, սակայն այն վստահելի չէ, քանի որ $P\text{-value}$ 0.9 է և մի քանի անգամ մեծ է սահմանային 0.05 վստահությունն ապահովող ցուցանիշից: Միանշանակ կարող ենք ասել, որ անկախության և զբաղվածության ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները ոչ ընդունելի են, ոչ էլ վստահելի:

	ԿԲ անկախություն	Գնաճ	ՀՆԱ
ԿԲ անկախություն	1		
Գնաճ	-0,4211	1	
ՀՆԱ	-0,45109	0,389477	1
Զբաղվածություն	0,022715	0,227899	0,177889

Աղյուսակ 3.1.4 ԿԲ անկախության, գնաճի, տնտեսական աճի և զբաղվածության կորելյացիան

Բայց դիտարկվող գործոնների կորելյացիոն վերլուծության արդյունքները ցույց են տալիս, որ կորելյացիոն կապ կա ոչ միայն ԿԲ անկախություն, գնաճ, տնտեսական աճ, զբաղվածություն ցուցանիշների միջև, այլ նաև ավելի ուժեղ արտահայտված կորելյացիոն կապ կա տնտեսական աճի և զբաղվածության միջև (տե՛ս աղյուսակ 3.1.4): Հավանաբար այս դրական առնչությունն է, որ հիմք է տվել կառավարությանը ՀՀ ռազմավարական ծրագրում ենթադրելու, որ երկրի ռազմավարական ծրագրերը պետք է ուղղված լինեն աշխատատեղերի ավելացմանն ու զբաղվածության կրճատմանը՝ դրա համար օգտագործելով ֆինանսական և դրամավարկային գործիքները:

Սակայն կենտրոնական բանկի անկախությունից բացի, ֆինանսական համակարգի արդյունավետության բարձրացման հիմնահախնդիրը զարգացած երկրներում ավելի շատ պայմանավորում են ֆինանսական համակարգի գործունեության նկատմամբ հանրության բարձր մակարդակի վստահությամբ, որը նույնականացվում է «տրանսպարանտություն» կամ թափանցիկություն հասկացության հետ: Թափանցիկություն կամ տրանսպարենտություն նշանակում է ոչ միայն ֆինանսական հաշվետվությունների հրապարակում, այլ նաև որոշումների, կանխատեսումների բավարար չափով բացատրություն և տեղեկատվության հրապարակայնություն: Դրանց հիման վրա տնտեսավարող սուբյեկտները և ֆինանսական կազմակերպությունները ձևավորում են իրենց վարքագիծը և սպասումները: Անշուշտ, տրանսպարենտությունն

արդարացված է, քանի որ միայն այսպիսի մոտեցմամբ է հնարավոր բարձրացնել հասարակության վստահությունը երկրում իրականացվող քաղաքականությունների արդյունավետության նկատմամբ: Առաջին անգամ տրանսպարանտության գնահատմանը անդրադարձել են անցյալ դարի վերջերին, և այդ գործում անգնահատելի ներդրում ունեն էյֆֆինգերը և Շելինգը¹⁰³: Ըստ նրանց կենտրոնական բանկի վարած դրամավարկային քաղաքականության տրանսպարանտությունը, առաջին հերթին բարձրացնում է կենտրոնական բանկերի պատասխանատվությունը հանրության առաջ, երկրորդ՝ ավելացնում է տնտեսավարող բոլոր սուբյեկտների վստահությունը, որ կառավարությունը վարում է հենց այն քաղաքականությունը, որը բխում և համապատասխանում է տվյալ երկրի ազգային շահերից: Կենտրոնական բանկերի գործունեության թափանցիկության բարձրացման գործում մեծ ներդրում ունեցավ Արժույթի միջազգային հիմնադրամը, երբ կենտրոնական բանկերի նկատմամբ սահմանեց տրանսպարանտության բարձր չափորոշիչներ, որը ամրագրվեց 2000 թվականին ընդունված ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության տրանսպարենտության ապահովման պարտադիր պահանջների կոդեքսում: Դրանում մանրամասնորեն նշվում էր բոլոր այն պահանջները, որոնք վերաբերվում էին ԿԲ-ների՝ տրանսպարանտությունը բավարարող պահանջները: Մասնավորապես, այդ պահանջները վերաբերում էին ԿԲ-ի վարած քաղաքականության նպատակների, իրավական, ինստիտուցիոնալ և տնտեսական հիմքերի պարզաբանմանը, կարգավորող և վերահսկողական մեխանիզմների հիմնավորմանը: Հարկ է նշել, որ այսօր Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկը թեև ստեղծել է միջազգային պահանջներին համապատասխանող տրանսպարենտության թվացյալ մակարդակ, սակայն, այնուամենայնիվ, հայաստանյան հասարակության մեջ դեռևս առկա է վստահության մեծ դեֆիցիտ ԿԲ-ի դրամավարկային քաղաքականության և վերահսկողական մեխանիզմների նկատմամբ:

¹⁰³ Eijffinger S.C.W., Geraats P.M. How transparent are central banks? //CEPR Discussion Paper 3188. 2002.

Ամփոփելով կատարված ուսումնասիրությունների արդյունքները՝ կարելի արձանագրել, որ թեև ՀՀ Սահմանադրությամբ կենտրոնական բանկին իր գերակա խնդիրների՝ գների և ֆինանսական կայունության ապահովման իրականացման համար տրված է լիովին անկախություն¹⁰⁴, այնուամենայնիվ, ԿԲ անկախության ազդեցությունը գնաճի և տնտեսական աճի վրա ունի հակառակ կապ, և իրեն տրված հնարավորությունները և գործառույթները իրացնում է բավարար արդյունավետ՝ այդ նպատակին հասնելու համար հիմնականում օգտագործելով կարգավորման և վերահսկողության գործիքները:

Իսկ հանրապետությունում ներքին տնտեսության զարգացման համար կիրառվող ռազմավարական զարգացման ծրագրերը, որոնք դեռևս ուղեկցվում են պետության դերի նվազեցման քաղաքականությամբ, հասարակության անդամների միջև եկամուտների անհավասարաչափ բաշխմամբ, հովանավորչության և կոռուպցիոն բարձր ռիսկերով, կառավարման ինստիտուցիոնալ կառուցվածքների և ենթակառուցվածքների գործունեության անարդյունավետությամբ ու ուռճավածությունությամբ, չեն նպաստում երկրի մակրոտնտեսական հավասարակշռվածության ապահովմանը¹⁰⁵: Մյուս կողմից այս գործընթացը առավել բարդանում է, երբ նշված ներծին (էնդոգեն) ռիսկերին ավելանում են արտածին (էկզոգեն) այնպիսի ռիսկեր ու գործոններ, ինչպիսիք են զարգացած երկրներում տեղ գտնող անորոշ ֆինանսական ռիսկերը, համաշխարհային տնտեսության վերականգնողական դանդաղ աճը, աշխարհաքաղաքական լարված հարաբերությունները, Ռուսաստանի նկատմամբ կիրառվող տնտեսական պատժամիջոցների երկարաձգումը, արտաքին աղբյուրներից վերաֆինանսավորման հնարավորությունների կրճատումը, էականորեն նվազեցնում են ոչ միայն Հայաստանի, այլև անցումային տնտեսությամբ շատ երկրների ներքին տնտեսական աճի իրական հնարավորությունները՝ նպաստելով այդ

¹⁰⁴ Ըստ նոր ընդունված սահմանադրության 199 հոդվածի 2-րդ կետի՝ նախկինում սահմանված գների կայունության ապահովմանը՝ որպես Կենտրոնական բանկի հիմնական խնդրի, ավելացավ նաև ֆինանսական կայունության ապահովումը, իսկ համաձայն “ՀՀ Կենտրոնական բանկի մասին” օրենքի 4 հոդվածի 2-րդ կետի պահանջի՝ եթե Կենտրոնական բանկի մյուս խնդիրները հակասում են հիմնական խնդրին, ապա Կենտրոնական բանկն առաջնություն է տալիս հիմնական խնդրին և ղեկավարվում է դրա իրագործման անհրաժեշտությամբ:

¹⁰⁵ Նշված գործոնների առկայությունը Հայաստանում արձանագրվում է նաև միջազգային կարգավորող և վերահսկող կառույցների համապատասխան զեկույցներում:

երկրներում զբաղվածության և աղքատության աննախադեպ աճին, առաջացնելով արտաքին պարտքի կայուն սպասարկման ու կայունության ապահովման համար լուրջ հիմնախնդիրներ:

Հետևաբար ներկա պայմաններում ՀՀ ֆինանսական կայունության ապահովման հիմնական պատասխանատվությունը կրում է ֆինանսական միջնորդության համակարգը, իսկ դրա համար չափազանց կարևորվում են միջնորդության ինստիտուտների գործունեության արդյունավետության բարձրացման ուղիների բացահայտումը և մշակումը, որոնք էլ կնպաստեն երկրում տնտեսական աճի ապահովմանը, զբաղվածության ընդլայնման և աղքատության կրճատմանը:

3.2 Ֆինանսական միջնորդության գործընթացների կառավարման արդյունավետության բարձրացման ուղիները ՀՀ-ում

Ֆինանսական միջնորդության գործընթացների կառավարման արդյունավետության բարձրացման ուղղված հոտազոտություններ իրականացվել են տարբեր երկրներում, բոլոր ժամանակաշրջաններում: Դրանք հիմնականում ուղղված են ֆինանսական միջնորդության և տնտեսության զարգացման միջև գոյություն ունեցող կապերի և առնչությունների բացահայտմանը և մեծի մասամբ ունեն երկրում վարվող քաղաքականությունների գերակայությունների ընտրության կողմնորոշիչ նշանակություն:

Հարկ է նշել, որ երկրի տնտեսական գործընթացներում ֆինանսական միջնորդության համակարգի դերի և նշանակության վերաբերյալ տնտեսագետների շրջանում դարձյալ միասնական տեսակետ չկա: Օրինակ ամերիկյան հայտնի տնտեսագետ Մերտոն Միլլերի կարծիքով՝ գաղափարը, որ ֆինանսական շուկաները նպաստում են երկրի տնտեսության զարգացմանը, այնքան ակնհայտ է, որ լրացուցիչ ուսումնասիրությունների կարիք չի առաջացնում¹⁰⁶: Դրան հակառակ՝ մեկ այլ հայտնի ամերիկյան տնտեսագետ՝ Ռոբերտ Լուկասը, պնդում է, որ տնտեսագետները չափազանց գերազնահատում են ֆինանսական միջնորդության համակարգի դերը երկրի տնտեսական

¹⁰⁶ M. H. Miller, "Financial Markets and Economic Growth," *Journal of Applied Corporate Finance*, no. 11, pp. 8-14, 1998.

գործընթացներում¹⁰⁷: Ջոան Ռոբինսոնը ապացուցում է, որ երկրի արդյունաբերության զարգացումը ինքնըստինքյան արդեն նպաստում է ֆինանսական միջնորդության համակարգի զարգացմանը¹⁰⁸:

Իսկ տնտեսագետների մի զգալի մաս էլ գտնում է, որ ֆինանսական միջնորդության համակարգի դերը երկրի տնտեսության զարգացման գործընթացներում թեև անվիճելի է, այնուամենայնիվ այդ ազդեցությունը միանշանակ չէ և կարիք ունի առավել լուրջ ուսումնասիրությունների, քանի որ այդպիսի հետազոտությունների արդյունքները կողմնորոշում են կառավարությանը երկրում ֆինանսական այնպիսի քաղաքականություն որդեգրելու, որտեղ առավելագույնս կօգտագործվեն ֆինանսական միջնորդության համակարգի հնարավորությունները տնտեսության զարգացման գործընթացներում:

Ֆինանսական միջնորդության համակարգի և տնտեսության զարգացման միջև գոյություն ունեցող էմպիրիկ կապի բացահայտմանը ուղղված առաջին հետազոտությունները իրականացվել են դեռևս 1969 թվականին Գոլդսմիթի կողմից¹⁰⁹: Հեղինակը ֆինանսական միջնորդության համակարգի զարգացվածության և տնտեսական աճի միջև կորելյացիոն կապը բացահայտելու համար, վերլուծել է 65 երկրների 1860-1963թթ. ընկած ժամակահատվածի տվյալները՝ որպես չափորոշիչ ընդունելով ակտիվներ/ՀՆԱ ցուցանիշը: Նա եզրահանգում է, որ երկրի ֆինանսական միջնորդության համակարգի և տնտեսական ակտիվության միջև գոյություն ունի դրական կորելյացիոն կապ, սակայն չի բացահայտում այդ գործոններում առկա պատճառահետևանքային կապերը: Հետագայում Գոլդսմիթի տեսությունը զարգացրին Ռոբերտ Քինգը և Ռոսսա Լևինան: Իրենց աշխատություններում այդ հեղինակները, դիտարկելով 77 երկրների 1960-1989թթ. ժամանակաշրջանի ֆինանսական և տնտեսական ցուցանիշները ակտիվներ/ՀՆԱ, վարկեր/ՀՆԱ, ավանդներ/ՀՆԱ չափորոշիչների հիման վրա, եզրահանգում են, որ հատկապես առևտրային բանկերի գործառույթներն են նպաստում երկրում կապիտալի կուտակմանը, տնտեսական աճին և աղքատության կարճատևմանը:

¹⁰⁷ R. Jr. Lucas, "On the mechanics of economic development," *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 22, no. 1, pp. 3-42, 1988.

¹⁰⁸ J. Robinson, "The Generalization of the General Theory," *The Rate of Interest and Other Essays*, London: MacMillan, 1952.

¹⁰⁹ Goldsmith, "Financial structure and development," Yale University Press, 1969.

Հարկ է նշել, որ գրեթե բոլոր հետազոտությունները իրականացված են տարբեր երկրների ֆինանսական ու տնտեսական վիճակագրական տվյալների և ժամանակային շարքերի համեմատական վերլուծությունների մեթոդաբանությամբ: Մեկ երկրի օրինակով նմանատիպ հետազոտություններ գրեթե իրականացված չեն: Այս առումով մեր հետազոտությունը՝ ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգի կապը և փոխկապվածությունը երկրի մակրոտնտեսական հավասարակշռություն ապահովող գործոնների հետ, առանձնանում է և գրեթե չի կրկնում ոչ մեկին: Հարկ է նշել նաև, որ իրականացված հայրենական հետազոտությունները հիմնականում նվիրված են բանկային համակարգի ռիսկերի կառավարման գործընթացներին, միջնորդության գործընթացների կառավարման համակարգային ուսումնասիրությունները գրեթե բացակայում են:

ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգի կապը և փոխկապվածությունը երկրի մակրոտնտեսական հավասարակշռություն ապահովող գործոնների հետ բացահայտելու համար, կիրառվել է հիմնական բաղադրատարրերի մեթոդը, օգտվելով EXCEL ձևաչափի ծրագրային հնարավորությունները՝ իրականացվել է համապատասխան ռեգրեսիոն և կորելյացիոն վերլուծություններ: Որպես ֆինանսական միջնորդության համակարգի արդյունավետությունը գնահատող ցուցանիշներ դիտարկվել են 2007-2016թթ. ընդգրկող ժամակահատվածի ակտիվներ/ ՀՆԱ, վարկեր/ ՀՆԱ, ավանդներ/ՀՆԱ, փողի զանգված/ՀՆԱ եռամսյակային տվյալները (տե՛ս հավելված 29): Որպես մակրոտնտեսական հավասարակշռություն ստեղծող հիմնական բաղադրատարրեր ընտրվել են ֆինանսական հոսքեր առաջացրող այնպիսի գործոններ, ինչպիսիք են զուտ արտահանումը, դրամական փոխանցումների զուտ ներհոսքը, պետական արտաքին համախառն պարտքը և ՀՆԱ-ն: Վերլուծության իրականացման համար օգտագործվել են ՀՀ ԱՎԾ և ՀՀ ԿԲ պաշտոնական հրապարակված տվյալները արտահայտված ԱՄՆ դոլարով (տե՛ս հավելված 30):

Ընտրված գործոնների և միջնորդության՝ ակտիվներ/ՀՆԱ ցուցանիշի կապերի դիպուկության բացահայտման նպատակով իրականացված կորելյացիոն վերլուծությունը ցույց տվեց, որ դրանց միջև իրոք գոյություն ունի նշանակալից դրական կորելյացիա. համախառն արտաքին պարտքի հետ՝ 0.86, զուտ արտահանման հետ՝ 0.36, իսկ դրամական փոխանցումների և ՀՆԱ հետ՝ ոչ նշանակալից դրական կորելյացիա

համապատասխանաբար 0.088 և 0.016 (տե՛ս աղյուսակ 3.2.1): Սակայն հարկ է նկատել նաև, որ նշանակալից բացասական կորելյացիա կա նաև դիտարկվող հիմնական բաղադրատարրերից՝ զուտ արտահանման և ՀՆԱ ցուցանիշների միջև (-0.41), իսկ դրամական փոխանցումների հետ արձանագրվում է -0.57 բացասական կապ: Թեև մնացած գործոնների մեջ էլ կան կորելյացիաներ, սակայն դրանք նշանակալից չեն, քանի որ փոքր են 0.3-ից: Գործոնների այսպիսի փոխադարձ կորելյացիաների առկայությունը վկայում է այն մասին, որ դիտարկվող գործոններում կա մուլտիկորելյացիա, ինչը հիմք է տալիս եզրակացնելու, որ ռեգրեսիոն վերլուծությամբ ստացվող արդյունքները մոդելավորման չեն ենթարկվի:

Աղյուսակ 3.2.1 Ֆինանսական միջնորդության ակտիվներ/ ՀՆԱ ցուցանիշի կորելյացիան ֆինանսական հոսքեր ստեղծող մակրոտնտեսական գործոններից

	Ակտիվներ/ ՀՆԱ	Համախառն արտաքին պարտք	Զուտ արտահանում	Դրամական փոխանցումներ
Ակտիվներ/ ՀՆԱ	1			
Համախառն արտաքին պարտք	0,859060037	1		
Զուտ արտահանում	0,356663097	0,303337746	1	
Դրամական փոխանցումներ	0,088373744	0,238539131	-0,57686440	1
ՀՆԱ	0,015695981	0,179402709	-0,40548315	0,698306882

Իրականացված ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները ևս հաստատում են, որ դիտարկվող 4 գործոնների և ֆինանսական միջնորդության՝ ակտիվներ/ՀՆԱ ցուցանիշի միջև գոյություն ունի նշանակալի փոխկապվածություն, քանի որ կորելյացիայի գործակիցը $RM=0.87$, իսկ դետերմինացիայի գործակիցը $R\text{ Square}=0.76$ (տե՛ս աղյուսակ 3.2.2): Բայց մակրոտնտեսական գործոններից և ոչ մեկի ներգործությունը ակտիվներ/ՀՆԱ միջնորդության ցուցանիշի վրա նշանակալից չէ, ընդ որում դրական ազդեցություն ունի միայն համախառն պարտքը՝ 0.023 գործակից և զուտ արտահանումը 0.01, մնացած բոլոր գործոններն էլ արձանագրում են բացասական ազդեցություն՝ ՀՆԱ -0.01, դրամական փոխանցումներ՝ -0.0015:

Աղյուսակ 3.2.2 Ակտիվներ/ՀՆԱ միջնորդության ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները
ֆինանսական հոսքեր ստեղծող մակրոտնտեսական գործոններից

SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics					
Multiple R	0,871379888				
R Square	0,759302909				
Adjusted R Square	0,726103311				
Standard Error	34,11607062				
Observations	34				
ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	4	106478,0847	26619,52117	22,870846	1,291E-08
Residual	29	33753,28196	1163,906275		
Total	33	140231,3666			
	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%
Intercept	-1,79785962	36,01469639	-0,04992016	0,960528253	-75,456184
Համախառն արտաքին պարտք	0,0239398	0,003088752	7,750654636	1,51173E-08	0,0176226
Զուտ արտահանում	0,01198408	0,049818655	0,240554223	0,811593121	-0,0899065
Դրամական փոխանցումներ	-0,00155256	0,010279399	-0,15103610	0,880992966	-0,0225763
ՀՆԱ	-0,01018232	0,011621432	-0,87616744	0,388139058	-0,0339508

Ստացվում է, որ ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգի ակտիվները ձևավորվում են մակրոտնտեսական գործոնների հիմնականում բացասական ներգործությամբ և ըստ էության չեն էլ կարող նպաստել ՀՀ տնտեսական գործընթացներին, քանի որ այդ գործոններն իրենք էլ չեն նպաստում ֆինանսական ակտիվների աճին, այլ, ընդհակառակը փոշիացնում են դրանք: Ինչի վկայությունն է նաև Intercept -1.8 գործակիցը, որը Constanta-ն է և թույլ է տալիս եզրակացնելու, որ ակտիվներ/ՀՆԱ ցուցանիշը նույնպես դրական չէ:

Ֆինանսական միջնորդության վարկեր/ՀՆԱ ցուցանիշի ռեգրեսիոն վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ կորելյացիայի գործակիցը կազմում է $R=0.93$, իսկ դետերմինացիայի գործակիցը՝ $R^2=0.86$, որոնք վկայում են վարկեր/ՀՆԱ ցուցանիշի և ընտրված գործոնների նշանակալից փոխկապվածության առկայության մասին (տե՛ս աղյուսակ 3.2.3): Բայց նորից ֆինանսական միջնորդության վարկեր/ՀՆԱ ցուցանիշը, գտնվելով սերտ կապի մեջ դիտարկվող գործոնների հետ, առնչությունները աչքի չեն ընկնում խորությամբ: Ռեգրեսիայի գործակիցներից երեքը ցուցանիշի վրա ունեն բացասական ներգործություն:

զուտ արտահանում՝ -0.005, ՀՆԱ՝ -0.04, դրամական փոխանցումներ-0.005 դրական ազդեցություն ունի միայն համախառն արտաքին պարտքը՝ 0.02 գործակից:

Այուսակ 3.2.3 Վարկեր /ՀՆԱ միջնորդության ցուցանիշի ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները ֆինանսական հոսքեր ստեղծող մակրոտնտեսական գործոններից

SUMMARY OUTPUT					
Regression Statistics					
Multiple R	0,92840				
R Square	0,86193				
Adjusted R Square	0,84616				
Standard Error	20,8516				
Observations	40				
ANOVA					
	Df	SS	MS	F	Significance F
Regression	4	95006,29	23751,57	54,62765	1,44E-14
Residual	35	15217,66	434,7903		
Total	39	110224			
	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%
Intercept	77,08863	19,4867	3,955961	0,000355	37,52852
Համախառն արտաքին պարտք	0,020431	0,001645	12,42321	2,18E-14	0,017093
Զուտ արտահանում	-0,0492	0,027505	-1,7888	0,082305	-0,10504
Դրամական փոխանցումներ	-0,00486	0,005671	-0,8574	0,397059	-0,01637
ՀՆԱ	-0,04212	0,006601	-6,38067	2,44E-07	-0,05552

Ստացվում է, որ առևտրային բանկերի կողմից տրամադրվող վարկերը ՀՀ տնտեսության ակտիվության վրա ոչ մի էական դրական ներգործություն չեն ունենում, իսկ ՀՆԱ-ն միջնորդության ցուցանիշի վրա ամենաբացասական ազդող գործոնն է (-0.04):

Վարկեր /ՀՆԱ կորելացիոն վերլուծության արդյունքներով ստացվում է, որ ցուցանիշի հետ բացասական կորելյացիա կա գրեթե բոլոր դիտարկվող ցուցանիշների միջև, իսկ հատկապես նշանակալից առնչություն ունի համախառն պարտքի հետ՝ 0.74 և 0.33 զուտ արտահանման հետ: Գործոնների միջև էլ նկատվում է մուլտիկորելյացիա. հատկանշական է, որ համախառն պարտքը դրական առնչություն է արձանագրում գրեթե բոլոր ցուցանիշների հետ: Զուտ արտահանումը բացասական մուլտիկորելյացիա ունի և՛ դրամական փոխանցումների, և՛ ՀՆԱ-ի հետ (տե՛ս աղյուսակ 3.2.4):

Աղյուսակ 3.2.4 Ֆինանսական միջնորդության վարկեր/ ՀՆԱ ցուցանիշի կորելյացիան ֆինանսական հոսքեր ստեղծող մակրոտնտեսական գործոններից

	Վարկեր/ՀՆԱ	Համախառն արտաքին պարտք	Զուտ արտահանում	Դրամական փոխանցումներ
Վարկեր/ՀՆԱ	1			
Համախառն արտաքին պարտք	0,748008695	1		
Զուտ արտահանում	0,336238376	0,194487388	1	
Դրամական փոխանցումներ	-0,171283042	0,244974317	-0,623976248	1
ՀՆԱ	-0,392246076	0,182990613	-0,464858433	0,706774074

Ասվածից ակնհայտ է դառնում, որ թեև դիտարկվող ցուցանիշների միջև արձանագրվում են բարձր աստիճանի կորելյացիոն կապեր, այնուամենայնիվ այդ կապերը և կորելյացիաները չեն ուղեկցվում դրական փոխազդեցության գործակիցներով, ինչն էլ էականորեն նվազեցնում է ֆինանսական միջնորդության արդյունավետության աստիճանը: Եվ քանի որ այդ գործոնների միջև կա մուլտիկորելյացիա, ապա դրական փոփոխություններ չեն արձանագրվում նաև դիտարկվող մակրոտնտեսական գործոններում, բացառությամբ ՀՆԱ և դրամական փոխանցումներ կապի, որտեղ արձանագրվում է ամենանշանակալից ուղղակի առնչությունը՝ 0.71: Արդյունքում ՀՆԱ-ի բացասական ներգործությամբ պայմանավորված՝ դրամական փոխանցումները գրեթե բոլոր ցուցանիշների վրա թողնում են բացասական ներգործություն:

Աղյուսակ 3.2.5 Ֆինանսական միջնորդության ավանդներ/ ՀՆԱ ցուցանիշի կորելյացիան ֆինանսական հոսքեր ստեղծող մակրոտնտեսական գործոններից

	Ավանդներ/ ՀՆԱ	Համախառն արտաքին պարտք	Զուտ արտահանում	Դրամական փոխանցումներ
Ավանդներ/ ՀՆԱ	1			
Համախառն արտաքին պարտք	0,746752099	1		
Զուտ արտահանում	0,492433963	0,194487388	1	
Դրամական փոխանցումներ	-0,29747937	0,244974317	-0,623976248	1
ՀՆԱ	-0,411024799	0,182990613	-0,464858433	0,706774074

Ավանդներ/ՀՆԱ ցուցանիշի կորելյացիոն վերլուծությունը դիտարկվող մակրոտնտեսական գործոնների հետ, ինչպես և բոլոր վերը դիտարկված ցուցանիշները, արձանագրում են նշանակալից կապ համախառն արտաքին պարտքի հետ 0.75, զուտ արտահանման հետ՝ 0.5, մնացած գործոնների հետ դարձյալ բացասական կորելյացիաներ, ըստ որում, դրամական փոխանցումների և ՀՆԱ-ի հետ թույլ՝ համապատասխանաբար -0.30 և -0.41 (տե՛ս աղյուսակ 3.2.5): Ավանդներ/ՀՆԱ ցուցանիշի ռեգրեսիոն վերլուծությունից դժվար չէ նկատել, որ արձանագրվում է ամենաբարձր դետերմինացիայի գործակիցը, որը կազմում է $R^2=0.89$ (տե՛ս աղյուսակ 3.2.6):

Աղյուսակ 3.2.6 Ավանդներ/ՀՆԱ միջնորդության ցուցանիշի ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները ֆինանսական հոսքեր ստեղծող մակրոտնտեսական գործոններից

SUMMARY OUTPUT					
Regression Statistics					
Multiple R	0,943870323				
R Square	0,890891187				
Adjusted R Square	0,878421608				
Standard Error	21,86949323				
Observations	40				
ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	4	681,6821	34170,42051	71,44517175	2,41E-16
Residual	35	16739,61569	478,274734		
Total	39	153421,2978			
	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%
Intercept	114,535461	20,43794129	5,604060584	2,56899E-06	73,0442
Համախառն արտաքին պարտք	0,02346474	0,00172490	13,60352848	1,54556E-15	0,01996
Զուտ արտահանում	-0,00563112	0,028847938	-0,19520019	0,846365001	-0,0642
Դրամական փոխանցումներ	-0,01395260	0,00594745	-2,34598056	0,024769712	-0,02603
ՀՆԱ	-0,03671990	0,00692356	-5,30361618	6,39754E-06	-0,05078

Սա նշանակում է, որ մակրոտնտեսական գործոնները նշանակալից կապ ունեն խնայողությունների հետ, սակայն այդ կապը էապես չի արտացոլվում ռեգրեսիայի գործակիցների վրա: Դարձյալ համախառն արտաքին պարտքի ռեգրեսիայի գործակիցը կազմում է 0.023, մնացած բոլոր դիտարկվող գործակիցները բացասական են. զուտ արտահանում՝ -0.0056, դրամական փոխանցումներ՝ -0.014, իսկ ՀՆԱ-ն՝ -0.038: Իսկ Intercept-ի 114,5 գործակիցը հուշում է ավանդների/ՀՆԱ ցուցանիշի կայունության մասին,

բայց կայունությունը ապահովվում է ոչ թե ավանդների աճի, այլ զուտ սպառման նվազման հաշվին, քանի որ ավանդները հանրության անդամներին ապահովում են պասիվ եկամուտներ: Դրանք նույնիսկ աճի միտում են արձանագրում ներկայիս ավանդային տոկոսադրույքների նվազման ֆոնին:

Եվ վերջապես փողի զանգված/ՀՆԱ ցուցանիշի կորելյացիոն վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ դիտարկվող մակրոտնտեսական գործոնների հետ արձանագրվում է համեմատաբար թույլ կապվածություն: Այն համախառն արտաքին պարտքի հետ կազմում է 0.59, իսկ զուտ արտահանման հետ՝ -0.56, դրամական փոխանցումների հետ՝ -0.39, ՀՆԱ-ի հետ -0.57 (տե՛ս աղյուսակ 3.2.7): Ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները դարձյալ արձանագրում են բարձր կապ. դիտարկվող մակրոտնտեսական գործոններից $R_{\text{square}}=0.84$ (տե՛ս աղյուսակ 3.2.8): Համախառն արտաքին պարտքի ռեգրեսիայի գործակիցը կազմում է 0.005, մնացած բոլոր գործոնների գործակիցները բացասական են. զուտ արտահանում՝ -0.007, դրամական փոխանցումներ՝ -0.005, իսկ ՀՆԱ-ն՝ -0.034:

Աղյուսակ 3.2.7 Ֆինանսական միջնորդության փողի զանգված/ՀՆԱ ցուցանիշի կորելյացիան ֆինանսական հոսքեր ստեղծող մակրոտնտեսական գործոններից

	Փողի զանգված/ՀՆԱ	Համախառն արտաքին պարտք	Զուտ արտահանում	Դրամական փոխանցումներ
Փողի զանգված/ՀՆԱ	1			
Համախառն արտաքին պարտք	0,59460452	1		
Զուտ արտահանում	-0,56315178	-0,99028549	1	
Դրամական փոխանցումներ	-0,3863389	0,244992685	-0,279623365	1
ՀՆԱ	-0,57042414	0,182986907	-0,227720142	0,706755197

Ամփոփելով կատարված ռեգրեսիոն վերլուծությունների արդյունքները՝ կարելի է փաստել, որ ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգը, գտնվելով բարձր կապի մեջ դիտարկվող ֆինանսական մակրոտնտեսական գործոնների հետ, ոչ մի ակտիվ ներգործություն չունի այդ գործոնների վրա, ընդհակառակը արձանագրվում է տարբեր մակարդակների բացասական փոխներգործություն միջնորդության գրեթե բոլոր ցուցանիշների վրա: Ակնհայտ է նաև, որ ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգը ապահովում է բարձր կայունություն, ինչը, անշուշտ, դրական գործընթաց է:

Աղյուսակ 3.2.8 Ակտիվներ/ՀՆԱ միջնորդության ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները
ֆինանսական հոսքեր ստեղծող մակրոտնտեսական գործոններից

SUMMARY

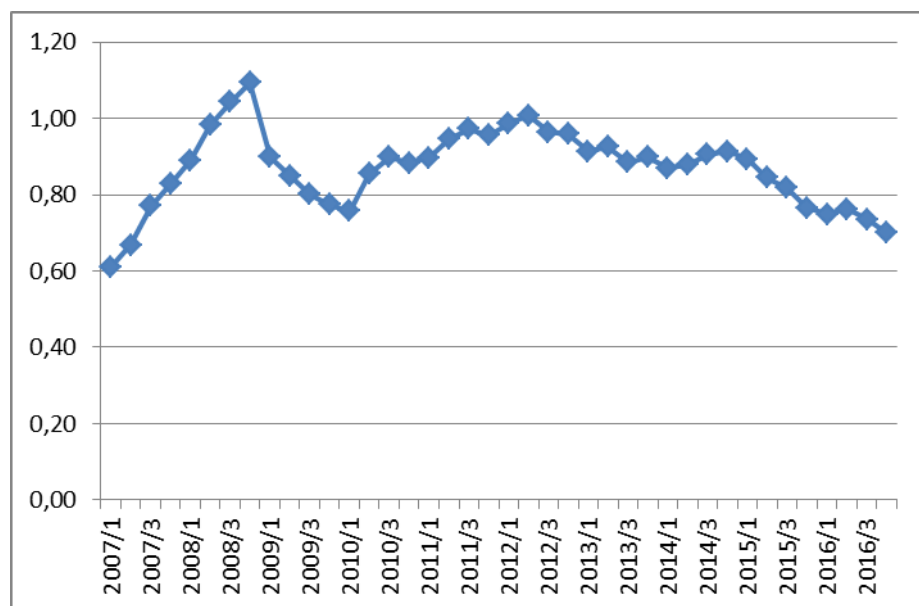
Regression Statistics					
Multiple R	0,918457642				
R Square	0,84356444				
Adjusted R Square	0,825686091				
Standard Error	16,56806587				
Observations	40				
ANOVA					
	Df	SS	MS	F	SignificanceF
Regression	4	51807,71688	12951,92922	47,18357433	1,25456E13
Residual	35	9607,528238	274,5008068		
Total	39	61415,24512			
	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%
Intercept	145,62050	13,69258	10,634992	1,65236E-12	117,823089
Համախառն արտաքին պարտք	0,0049767	0,008527	0,583613	0,56322297	-0,0123350
Զուտ արտահանում	-0,0071277	0,008060	-0,884310	0,38256314	-0,0234910
Դրամական փոխանցումներ	-0,0055264	0,003732	-1,48080	0,14760612	-0,0131030
ՀՆԱ	-0,0347539	0,005363	-6,47947	1,8129E-07	-0,0456427

Բայց եթե հաշվի առնենք, որ ՀՀ ֆինանսական միջնորդության ակտիվները կազմում են ՀՆԱ-ի շուրջ 89 տոկոսը, որտեղ շուրջ 60 տոկոսը վարկերն են, իսկ ավանդները, որոնք պարտավորություններ են, կազմում են ՀՆԱ-ի 43 տոկոսը, ապա ակնհայտ է դառնում վարկեր/ավանդներ հարաբերակցության առանձին դիտարկման անհրաժեշտությունը որպես ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգի արդյունավետության վրա ազդող գործընթաց:

2007-2016թթ. ընդգրկող ժամանակաշրջանում վարկեր/ավանդներ հարաբերակցության շարժընթացների դիտարկումները ցույց են տալիս, որ նույնիսկ ըստ եռամսյակային կտրվածքի՝ սկսած 2012 թվականից՝ արձանագրվում են նվազման միտումներ, ըստ որում 2016 թվականի ընթացքում՝ ավելի արագ տեմպերով (տե՛ս գծապատկեր 3.2.1): Սա նշանակում է, որ թեև ֆինանսական միջնորդության համակարգում աճում են և՛ վարկերը, և՛ ավանդները, սակայն դրանց աճի տեմպերը տարբեր են, այսինքն՝ ավանդների տեսակարար կշիռը ընդհանուր

պարտավորություններում գերազանցում է ընդհանուր ակտիվներում վարկերի տեսակարար կշռի աճին, ինչը նշանակում է, որ ՀՀ բանկերը աստիճանաբար դառնում են դեպոզիտային վարկառուներ:

Ավանդների այսպիսի աճը պայմանավորված է հանրության՝ տոկոսային պասիվ եկամուտները մեծացնելու ձգտումով, հատկապես երբ բանկերը, շահութաբերության ռիսկի կարգավորման նկատառումներից ելնելով, իջեցնում են ավանդային տոկոսադրույքները, ավանդատուները այդ բացը լրացնում են ավանդների ավելացմամբ՝ սպառմանը հատկացվող միջոցների կրճատման հաշվին: Դրան հակառակ՝ հանրապետությունում տնտեսական աճի նվազումը հանգեցրել է հանրության ակտիվ եկամուտների նվազման, զբաղվածության մակարդակի աճի, որոնք էլ իրենց հերթին նվազացնում են վարկառուների վարկունակության մակարդակը պատճառ դարձնալով բանկային համակարգի չաշխատող վարկերի աճի:



Գծապատկեր 3.2.1 2007-2016թթ. վարկեր/ավանդներ շարժընթացը ըստ եռամսյակների

Բնականաբար այսպիսի գործընթացը իր արտացոլումն է գտնում ՀՀ բանկային համակարգի՝ որպես ավանդներ ներգրավելու բացառիկ իրավիճակ ունեցող ֆինանսական միջնորդի շահութաբերության վրա:

Աղյուսակ 3.2.9 RoE շահութաբերության ցուցանիշի վրա ազդող հիմնական գործոնների ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները

SUMMARY OUTPUT (RoE)

Regression Statistics					
Multiple R	0,94698				
R Square	0,89677				
Adjusted R Square	0,87800				
Standard Error	2,15264				
Observations	14				
ANOVA					
	Df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	442,80489	221,402	47,7795	3,7663E-06
Residual	11	50,97225	4,63384		
Total	13	493,77714			
	Coefficients	StandardError	t Stat	P-value	Lower 95%
Intercept	19,86428	4,7986524	4,1395	0,001645	9,30252
Գործառնական մարժա	0,718993	0,9812091	0,7327	0,479028	-1,44063
Հաշխատող ակտիվներ	-3,094495	0,3886913	-7,9613	0,000007	-3,95000

Վարկերի այսպիսի նվազման պատճառը, ինչպես տեսանք կատարված վերլուծությունների արդյունքներով, չաշխատող վարկերի տեսակարար կշռի աճն է ընդհանուր դեբիտորական պարտքերում, որոնք դուրս են գրվում բանկի ծախսային հոդվածներով՝ պատճառ դառնալով բանկերի շահութաբերության անկման:

Այս նպատակով կատարված ռեգրեսիոն վերլուծությունների արդյունքները ցույց են տալիս, որ << բանկերի շահութաբերությունը և՛ ըստ ակտիվների (RoA), և՛ ըստ կապիտալի (RoE) գրեթե 90 տոկոսով կախված է ընդամենը երկու ցուցանիշից՝ գործառնական մարժայից և չաշխատող վարկերից (R Square =0.89) (տե՛ս աղյուսակ 3.2.9): Վերլուծության արդյունքում պարզ դարձավ, որ բանկի շահութաբերությունը ըստ կապիտալի գրեթե ամբողջությամբ կախված է չաշխատող վարկերից, որի ռեգրեսիայի գործակիցը -3.09 է: Այդպիսի եզրահանգման հիմք է հանդիսանում այն հանգամանքը, որ գործառնական մարժայի (որը վարկային անվանական տոկոսադրույքի և ավանդային տոկոսադրույքի տարբերությունն է) P-value-ն մեծ է 5 տոկոսից. նման դեպքերում այդ գործոնի ազդեցության հիփոթեզը հավասարեցվում է զրոյի, և կարելի է անտեսել: Դա նշանակում է, որ չաշխատող վարկերը, որոնց աճը, ինչպես տեսանք նախորդ գլխում ստացված արդյունքներից, հանրապետությունում դեռևս նվազման միտումներ չի

արձանագրում, երկարաժամկետում կարող են արագ փոշիացնել բանկերի համալրած ընդհանուր կապիտալը, եթե այդ ուղղությամբ համապատասխան միջոցներ չձեռնարկվեն: Առավել ևս եթե հաշվի առնենք, որ ՀՀ բանկերի նոր համալրված կապիտալում թեև մեծացել է ռեզիդենտ մասնակիցների մասնաբաժինը, այնուամենայնիվ դրանցում դեռևս 62 տոկոսը ոչ ռեզիդենտ մասնակիցներն են, այն էլ հիմնականում՝ ԵՄ և ՌԴ երկրներից, որոնք կարող են իրենց ներդրումները տեղափոխել տնտեսական շահերին համապատասխանող երկրներ: Այդպիսի օրինակ է 2014 թվականին միայն մեկ ոչ ռեզիդենտ մասնակցի տնտեսական շահերի կենտրոնի փոփոխության հետևանքով բանկային համակարգի կանոնադրական կապիտալի նվազումը 8.1 տոկոսով:

Շահութաբերության՝ ըստ ակտիվների ռեգրեսիոն վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ այն կախված է և՛ գործառնական մարժայից, և՛ չաշխատող վարկերից: Ընդ որում եթե գործառնական մարժան նշանակալից 0.45 ռեգրեսիայի գործակից ունի և նպաստում է շահութաբերության բարձրացմանը, ապա չաշխատող վարկերը -0.54 գործակցով բացասական ներգործություն ունեն շահույթի վրա:

Աղյուսակ 3.2.10 RoA շահութաբերության ցուցանիշի վրա ազդող հիմնական գործոնների ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները

SUMMARY OUTPUT (RoA)

Regression Statistics					
Multiple R	0,944871				
R Square	0,892782				
Adjusted R Square	0,873288				
Standard Error	0,443229				
Observations	14				
ANOVA					
	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	2	17,9940238	8,9970119	45,79742	4,639E-06
Residual	11	2,1609762	0,1964524		
Total	13	20,1550000			
	Coefficients	StandardError	t Stat	P-value	Lower 95%
Intercept	2,456358	0,9880465	2,4860756	0,030246	0,281683
Գործառնական մարժա	0,452222	0,2020318	2,2383690	0,046835	0,007553
Չաշխատող ակտիվներ	-0,544466	0,0800319	-6,803120	0,000029	-0,720615

Սրանով էլ բացատրվում է այն հանգամանքը, որ 2016 թվականին մարժայի 0.5 կետով բարձրացումը, ուղեկցվելով 1.2 տոկոս չաշխատող վարկերի նվազմամբ, հանգեցրել

է ընդամենը ըստ ակտիվների 0.5 տոկոս շահութաբերության աճի (տե՛ս աղյուսակ 3.2.10): Ամփոփելով կատարված վերլուծությունների արդյունքները՝ կարելի է արձանագրել, որ ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգը, որի ակտիվները կազմում են ՀՆԱ-ի շուրջ 90 տոկոսը, իսկ ավանդները՝ 43 տոկոսը, էական ոչ մի ներգործություն չունի հանրապետությունում ձևավորված մակրոտնտեսական ծանր միջավայրի գործընթացների մեղմացման և հատկապես տնտեսական աճի վրա: Ակնհայտ է նաև, որ ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգը ապահովում է բարձր աստիճանի կայունություն, սակայն դա տեղի է ունենում այնպիսի գործոնների ուղեկցությամբ, ինչպիսիք են սպառման նվազումը, զբաղվածության և աղքատության աճը, տնտեսական աճի անկումը, արտաքին պետական պարտքի աճը, գնանկումը և այլն, որոնք առայժմ անդրադառնում են միայն ֆինանսական միջնորդության համակարգի շահութաբերության վրա, սակայն այդպիսի տևական գործընթացները երկարաժամկետում կարող են լուրջ ռիսկեր առաջացնել նաև ՀՀ միջնորդության համակարգի կայունության ապահովման համար: Պարզ է դառնում նաև հանրապետությունում մակրոտնտեսական հավասարակշռության ապահովման հրամայականը, որին հասնելու համար անհրաժեշտ է մշակել և կիրառել երկրի ֆինանսական և տնտեսական բարեփոխումների այնպիսի միջոցառումներ, որոնք թույլ կտան համակարգել այդ երկու հատվածների արդյունավետ կառավարման գործընթացները՝ ապահովելով երկրի ընդհանուր ֆինանսական կայունությունը:

Հարկ է նշել, որ այս իրավիճակը որոշ առանձնահատկություններով բնորոշ է ոչ միայն Հայաստանին կամ անցումային տնտեսությամբ երկրներին, այլ նաև գրեթե բոլոր զարգացած երկրներին: Զարգացած երկրների կենտրոնական բանկերը տնտեսական աճի խթանման նպատակով դեռևս 2014 թվականից կիրառում են «Տնտեսության խթանման» (Quantitative easing, **QE**) քաղաքականություն¹¹⁰, որը, սակայն, ներկայումս դեռևս չի ապահովում տնտեսական աճի ցանկալի արդյունքներ և արժանանում է աշխարհի շատ

¹¹⁰ QE-ն դրամավարկային քաղաքականություն է, որն օգտագործում են կենտրոնական բանկերը՝ ազգային տնտեսության խթանման նպատակով, երբ ավանդական դրամավարկային քաղաքականությունները, որոշ գործոնների առկայությամբ պայմանավորված, արդյունավետ չեն կամ ոչ ցանկալի արդյունքներ են ապահովում:

վերլուծաբանների խիստ քննադատություններին¹¹¹: Ըստ վերլուծաբանների՝ (QE) քաղաքականությունը, որն իրականացվում է ԱՄՆ-ում, Ճապոնիայում և ԵՄ-ում պետական արժեթղթերի ետգնման կամ բազային տոկոսադրույքների փոփոխություններով, ոչ միայն չի նպաստում ստեղծված իրավիճակի կարգավորմանը, այլև, ընդհակառակը, խորացնում են ստագնացիան և անկայունությունը¹¹²:

«Ստագնացիա» լատիներեն նշանակում է «կանգ առնել», այսինքն՝ դա տնտեսական այնպիսի գործընթաց է, երբ տնտեսությունում առաջընթացը դանդաղում է, տնտեսական աճը գործնականում անփոփոխ է կամ տևականորեն նվազում է, մեծանում է կապիտալի արտահոսքը, գրանցվում է կազմակերպությունների ֆինանսատնտեսական ցուցանիշների անկում, աճում են զբաղվածության և աղքատության ցուցանիշները, վատանում է բնակչության կենսամակարդակը: Ստագնացիոն գործընթացները տեղի են ունենում ոչ այնքան արագ, որքան ճգնաժամայինը, բայց անշեղորեն արագ տեմպերով ընդգրկում են տնտեսության գրեթե բոլոր ոլորտները: Այստեղ դրա դեմ պայքարելու ավանդական միջոցառումները գրեթե անզոր են: Որպես կանոն տևական ստագնացիոն գործընթացները հանգեցնում են ճգնաժամի, ընդ որում այն բնորոշ է ոչ միայն որևէ երկրի տնտեսության, այլ նաև գործարարության ցանկացած ոլորտի:

Ստագնացիոն այս երևույթների կարգավորման համար որոշ միջազգային հեղինակավոր վերլուծական կազմակերպություններ առաջարկում են նույնիսկ անցնել արտասովոր QE-ի կիրառմանը, այսինքն՝ պարզապես փող տպել և բաժանել բնակչությանը: Նման մոտեցումը հեղինակները հիմնավորում են այն տրամաբանությամբ, որ նախ՝ ցածր եկամուտներ ունեցող տնտեսությունները որպես կանոն ավելի շատ են ծախսում, և երկրորդ՝ այս դեպքում հնարավորություն է ստեղծվում հարթեցնել եկամուտների աճող անհամաչափ բաշխումը հասարակության անդամների միջև: Ավելին, նրանք առաջարկում են նաև այդ քաղաքականության գործնական կիրառման ձևերը: Այն է՝ ԿԲ-ն իրավունք է ստանում կառավարությունից տրամադրել վարկառուներին կամ հարկատուներին անհատույց որոշակի գումար, իսկ կառավարությունն իր հերթին սահմանում է դրա վճարման կարգը. Կա՛մ այն հավասարաչափ բաժանել տնային

¹¹¹ <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/pages/qe/default.aspx>

¹¹² <http://predp.com/fin/terms/chto-takoe-stagnatsiya.html>,

տնտեսություններին կա՛մ էլ, որը, ըստ հեղինակների, ավելի ընդունելի է, ուղղել դա այն տնային տնտեսություններին, որոնք ունեն եկամուտների առավել ցածր կամ խոցելի մակարդակ:

Ի մի բերելով կատարված վերլուծությունների և հետազոտությունների արդյունքները՝ ակնհայտ է դառնում, որ ՀՀ ֆինանսական համակարգը՝ հանձին բանկային ոլորտի, ներկայումս թևակոխել է ստագնացիոն փուլ, և դրա տևականությունը կարող է հանգեցնել անդառնալի հետևանքների, ուստի անհրաժեշտ է **QE** քաղաքականության մշակում և իրականացում: Հարկ է նշել, որ ՀՀ կենտրոնական բանկը, գնահատելով ստեղծված իրավիճակը, արդեն իջեցնում է վերաֆինանսավորման տկոկոսադրույքը, ետ է գնում պետական պարտատոմսերը, իսկ կառավարությունն էլ իր հերթին մեծացնում է սուբսիդավորման ծավալները. այսինքն՝ Հայաստանում արդեն իսկ իրականացվում է «փսևդո» **QE** քաղաքականություն, բայց դա էական դրական փոփոխություններ դեռևս չի արձանագրվում: Այդպիսի քաղաքականությունը նույնիսկ շատ զարգացած երկրներում կախված տվյալ երկրի տնտեսության առանձնահատկություններով պայմանավորված, տարբեր արդյունավետություն է ապահովում¹¹³:

Այսպիսով, հիմնավորելով Հայաստանի Հանրապետությունում **QE** քաղաքականության իրականացման անհրաժեշտությունը՝ աշխատանքում մշակվել և առաջարկվել են դրա իրականացման ուղիները՝ հաշվի առնելով մեր երկրի տնտեսության և ֆինանսական միջնորդության համակարգերի առանձնահատկությունները:

Ինչպես տեսանք իրականացված վերլուծությունների արդյունքներից, ի տարբերություն դիտարկված գրեթե բոլոր երկրների՝ ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգը հիմնականում աշխատում է ապակենտրոնացված ֆինանսներով՝ ապահովելով երկրի ֆինանսական կայունությունը: Այնտեղ գրեթե բացակայում են կենտրոնացված ֆինանսների մասնակցությունը: Ավելին, երկրում ձևավորված մակրոտնտեսական միջավայրը բացասական ազդեցություն է թողնում երկրի ֆինանսական միջնորդության համակարգի արդյունավետության վրա: Այս հիմնախնդրի լուծման համար անհրաժեշտ է ֆինանսական միջնորդության համակարգում ձևավորեն

¹¹³ <http://www.vedomosti.ru/economics/articles/2016/09/05/655780-otritsatelnie-stavki-raznii-effekt>

պետական առևտրային բանկեր՝ կա՛մ ամբողջությամբ պետական կապիտալով, կա՛մ գոնե խառը, որոնք իրենց վրա կվերցնեն երկրի տնտեսության գերակա ոլորտների վարկավորման գործառույթները և կաշխատեն նեղ սեգմենտների հետ: Քանի որ հանրապետության ֆինանսական միջոցների սուղ են, գտնում ենք, որ դրանք կարող են լինել թեկուզ փոքր կապիտալով բանկային կառույցներ, որոնք կունենան գործունեության նեղ ոլորտ, սակայն այնուամենայնիվ կնպաստեն կենտրոնացված ֆինանսների ներթափանցմանը ինչպես ՀՀ ֆինանսական միջնորդության, այնպես էլ տնտեսական համակարգեր՝ ստեղծելով տնտեսական աճի, զբաղվածության կրճատման և ինչ-որ չափով նաև վարկունակության բարձրացման իրական հնարավորություններ: Բացի դրանից՝ այդ բանկերը, աշխատելով ԿԲ վերահսկողության ներքո կբարձրացնեն կենտրոնացված ֆինանսների օգտագործման արդյունավետությունը՝ շնորհիվ ընթացիկ հաշվետվողականության ու գործնական թափանցիկության պահանջների կիրառման:

Մյուս կողմից, ինչպես տեսանք, Հայաստանի ֆինանսական միջնորդության համակարգը, իր հնարավորություններով հանդերձ, ինքն է մեկուսացած տնտեսական համակարգից. վարկային ռիսկից խուսափելու նպատակով ակտիվորեն չի ներգավվում տնտեսական համակարգի գործընթացներում: Այդ խնդիրը կարգավորելու նպատակով, կարծում ենք, պետք է առևտրային բանկերին թույլատրել զուգահեռաբար զբաղվել տնտեսական գործունեությամբ, ինչպես դա արվում է Գերմանիայում: Այստեղ բանկային համակարգի կապը արդյունաբերության հետ կարգավորվում է այնպես, որ գրեթե բոլոր խոշոր բանկերի ղեկավարները միաժամանակ արդյունաբերական խոշոր ընկերությունների կառավարման խորհրդի անդամներ են և օժտված են հզոր լծակներով: Նման փոխկապակցվածության շնորհիվ տնտեսության մեջ բանկերի և այլ ընկերությունների շահերը սերտորեն փոխկապակցված են, որի շնորհիվ այստեղ բացառվում են տնտեսությանը և ազատ մրցակցությանը վնասող անբարեխիղճ միաձուլումները և մենաշնորհները: Իսկ Մեծ Բրիտանիայում բանկային համակարգը երկրի ողջ տնտեսական հատվածի հետ սերտ կապ ապահովելու նպատակով Անգլիայի բանկի

խորհրդի 16 անդամներից 12-ը պետք է լինեն խոշոր ընկերությունների ղեկավարներ, որոնցից չորսը՝ առևտրային բանկերի¹¹⁴:

ՀՀ բանկային համակարգի չաշխատող վարկերի աճին նպաստում են նաև ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգում շրջանառվող ֆինանսական գործիքների սակավությունը, հատկապես վարկային գործառնությունների հեջավորման գործիքների բացակայությունը: Այս հիմնախնդրի կարգավորման համար, կարծում ենք, պետք առևտրային բանկերին թույլատրել զբաղվել նաև ապահովագրական գործունեությամբ, հատկապես այնպիսի ապահովագրական գործառնություններով, որոնք վերաբերում են վարկային ռիսկի հեջավորմանը: Օրինակ՝ Գերմանիայում բանկերի այդպիսի գործարքները կազմում են երկրի ամբողջ ապահովագրական ոլորտի 25-30%¹¹⁵:

Հարկ է նշել նաև, որ այպիսի **QE** քաղաքականության իրականացման առաջարկվող մեխանիզմը երկրի կառավարությունից և Կենտրոնական բանկից խոշոր ծավալի ֆինանսական միջոցներ չի պահանջի. կարգավորող մարմինը և կառավարությունը պետք է ընդամենը կատարեն օրենսդրական համապատասխան բարեփոխումներ «Բանկերի և բանկային գործնեության մասին» ՀՀ օրենքում, իսկ պետական բանկերի հիմնադրման համար պարզապես վերակազմավորել գանձապետարանի և սուբսիդավորման գործող համակարգերը որպես առանձին պետական ֆինանսական միջնորդության կազմակերպություններ:

3.3 ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգի ռիսկերի կառավարման արդյունավետության բարձրացման ուղիները

Ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների արդյունավետ գործունեության ապահովումը նույնիսկ տնտեսական կայուն իրավիճակներում մեծապես կախված է ֆինանսական միջնորդության հարաբերություններում ծագող ռիսկերի ժամանակին բացահայտման և դրանց կառավարման համապատասխան գործիքների ընտրությամբ: Այս նպատակով զարգացած երկրներում դեռևս անցյալ դարի վերջերից ֆինանսական համակարգային ռիսկերի բացահայտման և արդյունավետ կառավարման համար

¹¹⁴ <https://utmagazine.ru/posts/7523-bank-anglii>

¹¹⁵ Տե՛ս աշխատանքի առաջին գլուխ 1.1 ենթագլխում

լայնորեն կիրառվում է կազմակերպության ակտիվների և պարտավորությունների ողջ պորտֆելի սցենարային վերլուծության քաղաքականությունը, որն ավելի մեծ տեղ է գտել բանկային համակարգում:

Սակայն, այդուհանդերձ, ինչպես ցույց տվեց ֆինանսատնտեսական վերջին ճգնաժամը, բանկերի կողմից օգտագործվող ռիսկերի գնահատման սցենարային վերլուծության մեթոդներում տեղ էին գտնում զգալի թերություններ՝ տարբեր ռիսկերի փոխկապակցված ներգործության գնահատման անհնարինության պատճառով: Արդյունքում, միայն ճգնաժամին հաջորդած իրադարձություններում տարբեր կառույցների վերլուծաբաններ նկատեցին համակարգային փոխկապակցված ռիսկերի բացահայտ ներգործության հետևանքները: Ասվածից ակնհայտ է դառնում, որ ներկայիս ֆինանսական միջնորդությունների ինստիտուտների մատուցվող ծառայություններում ծագող հարաբերությունները առաջ են բերում նոր ռիսկեր, որոնք ի հայտ են գալիս հանկարծակի և անսպասելի իրադարձությունների հետևանքով, և որ դրանք հաղթահարելու համար ֆինանսական կազմակերպությունը պետք է պատրաստ լինի ցանկացած պահի: Ներկայումս տարբեր երկրներում ձևավորված մակրոտնտեսական միջավայրերի պայմաններում անհրաժեշտ է ռիսկերի չափման ստատիկ մոդելներից անցում կատարել դինամիկ մոդելների, որոնք ֆինանսական կազմակերպություններին հնարավորություն կընձեռեն իրականացնելու որոշակի միջանկյալ ժամանակահատվածի ընթացքում ենթադրվող փոփոխությունների վերլուծություն՝ հաշվի առնելով ներքին և արտաքին շուկաներում տեղ գտնող զարգացման միտումները: Միևնույն ժամանակ հարկ է նշել, որ արտաքին գործոններն անընդհատ փոփոխվում են, և ռիսկերի գնահատման ցանկացած ընտրված մոդել որպեսզի պահպանի իր բավարար ճկունությունը, կարիք ունի պարբերաբար վերանայման՝ հաշվի առնելով ոչ միայն իր, այլև համակարգի տարբեր ինստիտուտների գործունեությամբ պայմանավորված փոխկապակցված ռիսկերի ներգործության հավանականությունը:

Մինչդեռ ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող միջնորդության հարաբերություններից ծագող ռիսկերի սթրես-սցենարներ իրականացման ներկայիս փորձը հիմնականում սահմանափակվում է միայն ֆինանսական համակարգի թույլ կողմերի բացահայտմամբ և այդ ռիսկերի չեզոքացման ունակության գնահատմամբ՝

առանց այդ ռիսկերի առաջացման կանխատեսման և դրսևորման հետևանքների գնահատման¹¹⁶: Սթրես-թեսթավորման այսպիսի մոդելները ուղղված են շատ սահմանափակ խնդիրների լուծմանը, տալիս են միայն վերլուծական արդյունքներ՝ արտացոլելով միայն առկա գործընթացները, այնինչ ներկայումս իրադարձություններն աչքի են ընկնում շատ արագ և կտրուկ փոփոխություններով, ինչպես նաև անորոշության բարձր մակարդակով: Այդ պատճառով նման իրավիճակների համար իմիտացիոն մոդելավորումն ու սթրես-թեսթավորումը՝ որպես դրա մաս, կարող են լինել բավական արդյունավետ: Մասնավորապես դրանց անհրաժեշտությունը ավելի ցայտուն է արտահայտվում բացասական մակրոտնտեսական իրադարձությունների ֆոնին:

Այս առումով հարկ է նշել, որ սթրես-թեսթավորումները պետք է կազմել ագրեգացված մոդելներով՝ տեղ տալով սցենարային վերլուծություններին՝ անկախ այն հանգամանքից, որ դրանցում առկա են ընդգծված սուբյեկտիվ տարրեր: Մասնավորապես, իմիտացիոն մոդելավորման կիրառումը թույլ կտա.

- լուծել համակարգային մոտեցման հենքի վրա ռիսկի կառավարման խնդիրներ,
- գնահատել ֆինանսական շուկայի սուբյեկտի գործունեությունը՝ տալով համակարգային գնահատական դրա հետ կապված ռիսկերին,
- հետևել ֆինանսական շուկայի սուբյեկտի վրա արտաքին և ներքին գործոնների ընդհանուր ազդեցությանը:

Հարկ է նշել, որ ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող միջնորդության հարաբերություններից ծագող ռիսկերի սթրես-սցենարներ իրականացման համար կիրառվող ներկայիս մոդելը թույլ չի տալիս գնահատել այնպիսի ռիսկեր, ինչպիսիք են, օրինակ, ՀՀ արժեթղթերի շուկայի մասնակից NASDAQ OMX Armenia ֆոնդային բորսայում վերջին տարիներին տեղ գտնող զարգացումները: Հատկապես այնպիսի ռիսկերի դրսևորման հետևանքները, որոնք կարող էին առաջանալ՝ պայմանավորված բորսայի մասնակիցների արտարժույթային գործառնությունների իրականացման հարթակների փոփոխությամբ: Մասնավորապես, նույնիսկ բորսայի անդամները, անտեսելով բորսայական հարթակը, արտարժույթային գործառնություններ իրականացնելու համար

¹¹⁶ Հայաստանի ֆինանսական համակարգի զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը, 2016, ՀՀ ԿԲ 2017, էջ 29

նախընտրեցին արտաբորսայականը¹¹⁷: ՀՀ արտաբորսայական շուկաներում ներկայումս իրականացվում են այնպիսի դիրևատիվներ, ինչպիսիք են ֆորվարդային համաձայնագրերը, որոնք ահռելի ծավալներով տեղ են գտնում բանկերում, արտարժույթի առք ու վաճառի կետերում, ինչպես նաև խոշոր մթերոլների կողմից ագրարային շուկայում նպաստելով ստվերային տնտեսության ֆինանսական սպասարկմանը և դրա զարգացմանը, ստեղծելով համակարգային լուրջ ռիսկեր:

Նշված զարգացումների պատճառով 2015 թվականին հայկական ֆոնդային բորսայում արտարժույթային գործառնությունների աննախադեպ անկում է արձանագրվել, այդ միտումը շարունակվել է նաև 2016 թվականին, երբ ամիսներ շարունակ արտարժույթային գործառնություններ չեն իրականացվել: Արդյունքում, 2015 թվականին դոլարային արտարժույթային գործարքները կազմել են 312.5 մլն ԱՄՆ դոլար, ինչը գրեթե 58 տոկոսով պակաս է նախորդ տարվա համեմատությամբ, իսկ գործարքների քանակը կազմել է 2036 հատ, նախորդ՝ 2014 թվականի 4696-ի դիմաց, կամ կրճատվել է ավելի քան 50 տոկոսով: 2016 թվականի առաջին կիսամյակում իրականացվել է բորսայական 35 այդպիսի գործարք՝ 3.85 մլն դոլար ծավալով, մինչդեռ անցյալ տարվա նույն ժամանակաշրջանում դրանք կազմել են 1155 գործարք՝ 181.59 մլն դոլար ծավալով: Այսինքն՝ արտարժույթային գործարքների քանակը նվազել է շուրջ 33 անգամ, իսկ ծավալային մեծությամբ նվազել է մոտ 47 անգամ:

Այս ամենի պատճառը ոչ թե ՀՀ արտարժույթային շուկայում այդպիսի գործառնությունների պահանջարկի նվազումն է, այլ պարզապես դրանք գրեթե ամբողջությամբ տեղափոխվել են արտաբորսայական շուկա՝ որպես OTC (over the counter) արտաբորսայական գործարքներ: Այսինքն՝ արտարժույթային շուկան ենթարկվել է որոշակի տրանսֆորմացիայի, որի հիմնական պատճառը, OTC-ների նոր ձևավորված հարթակն է, որը նոր տեխնոլոգիական հնարավորություններով հագեցած արտարժույթային գործառնությունների մատուցման այլընտրանք է և ի տարբերություն բորսայական հարթակի՝ թույլ է տալիս իրականացնել երկկողմ գործարքներ՝ առանց նախնական կանոնակարգված վճարների դեպոնացման և գրանցման պահանջների: Նշված զարգացումների պատճառով, ըստ տարբեր երկրների կապիտալի անօրինական

¹¹⁷ ЕРЕВАН, 15 сентября. /APKA/.

արտահոսքի ուսումնասիրություններով զբաղվող ամերիկյան «Global Financial Integrity» հասարակական կազմակերպության 2015 թվականի զեկույցի, Հայաստանից այդպիսի կապիտալի արտահոսքը 2004-2013 թվականների ընթացքում կազմել է շուրջ 9.8 մլրդ ԱՄՆ դոլար:¹¹⁸ Այդ նույն ժամանակաժրջանում բոլոր զարգացող և անցումային տնտեսությամբ երկրներից այդպիսի արտահոսքը կազմել է 7.8 տրլն ԱՄՆ դոլար: Տարեկան կտրվածքով անօրինական ճանապարհով ատահոսող կապիտալի աճի տեմպը շուրջ երկու անգամ գերազանցում է համաշխարհային համախառն արդյունքի աճի տեմպը կամ տարեկան կազմել է շուրջ 6.5 տոկոս¹¹⁹:

Հարկ է նշել, որ այս այդպիսի ռիսկեր բնորոշ են ոչ միայն Հայաստանին, այլև գրեթե բոլոր զարգացող երկրներին, սակայն մի տարբերությամբ, որ այդ երկրներում հատկապես ճգնաժամից հետո արտաբորսայական դիրևատիվների հաշվառման նպատակով բացվել են այդ գործարքների գրանցման ռեեստրներ վարող հատուկ ֆինանսական կազմակերպություններ, որոնք ստացել են «ռեպոզիտարիա» անվանումը: Առաջին անգամ ռեպոզիտարիաների ձևավորման անհրաժեշտությանն անդրադարձավ G20 երկրների խումբը և 2009 թվականի սեպտեմբերին Պիտսբուրգում տեղի ունեցած զագաթաժողովում սահմանեցին պահանջներ, որոնք ամրագրվեցին պետությունների ազգային օրենսդրավական նորմերում: Դրանք են՝

- արտաբորսայական շուկաներում կնքվող բոլոր տեսակի դիրևատիվներով կնքվող գործարքները իրականացնել ստանդարտացված բորսայական առևտրի հարթակներում՝ օգտագործելով բացառապես կազմակերպված առևտրի էլեկտրոնային համակարգը,
- արտաբորսայական շուկաներում կնքվող բոլոր տեսակի դիրևատիվներով կնքվող գործարքները պետք է անցնեն կենտրոնացված քլիրինգային վճարային համակարգով,
- խստացնել կապիտալի պահուստավորման պահանջները արտաբորսայական շուկաներում կնքվող բոլոր տեսակի դիրևատիվներով կնքվող գործարքին մասնակից բոլոր այն կողմերի նկատմամբ, որոնք չեն անցնում կենտրոնացված քլիրինգային համակարգով,

¹¹⁸ <http://www.gfintegrity.org/reports/>

¹¹⁹ Источник: <http://www.rbc.ru/rbcfreenews/20120724082517.shtml>

- պարտադրել արտաբորսայական շուկաների մասնակիցներին սահմանված ժամկետներում կնքված գործարքների մասին տվյալները հաղորդել համապատասխան գրանցումներով զբաղվող ինտիտուտին՝ ռեպոզիտարիատներին,
- ռեպոզիտարիատները պարտավոր են գրանցված համապարփակ տվյալները ներկայացնել ոլորտի կարգավորող մարմնին՝ ազգային ֆինանսական համակարգում տեղ գտնող համակարգային ռիսկերի կառավարման նպատակով:

Սրանով Հայաստանում հիմք կդրվի ֆինանսական մի նոր ենթակառուցվածքի, որը պետք է զբաղվի արտաբորսայական շուկայում կնքվող ժամկետային պայմանագրերի գրանցմամբ և վարմամբ՝ միաժամանակ բարձրացնելով վերահսկողությունը ստվերային ֆինանսական միջոցների շրջանառության և երկրից անօրինական ճանապարհներով կապիտալի արտահոսքի նկատմամբ, որը, անշուշտ, կնպաստի ՀՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը, կկանխի տարեկան շուրջ 1 մլրդ դոլար կապիտալի արտահոսքը հանրապետությունից:

Փաստորեն ռիսկերի կառավարման դինամիկ մոդելի գաղափարը հենց շուկայում տեղ գտնող այսպիսի տատանումների վերլուծությունն է, որը կախված է շուկայական ցուցանիշների տատանումներից. այսինքն՝ կազմակերպությունը պետք է հասկանա՝ ինչ կարող է տեղի ունենալ, ինչպիսի վնասներ կարող է նա կրել այս կամ այն անսպասելի իրավիճակում շուկայում տեղ գտնող ներկա և ապագա զարգացումներից, ինչպիսին էր, օրինակ, 2014 թվականի դեկտեմբերին ՀՀ արտարժույթային շուկայում տեղ գտած շուկային հայտնի իրավիճակը:

Միջազգային արժույթի հիմնադրամը (IMF) իմիտացիոն մոդելը բնութագրում է, որպես «մակրոտնտեսական ցուցանիշների փոփոխություններին կամ բացառիկ, բայց հնարավոր իրադարձություններին վերաբերող պորտֆելի զգայունության գնահատման մեթոդ»¹²⁰, իսկ ըստ Բանկերի միջազգային հաշվարկների համակարգի (BIS) բնորոշման՝ «սթրես-թեստավորումը տարբեր մեթոդներ բնութագրող տերմին է, որոնք օգտագործվում են ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից բացառիկ, բայց հնարավոր

¹²⁰ Տե՛ս Blaschke W., Jones T., Majnoni G., Peria S-M. “Stress Testing of Financial Systems: An Overview of Issues, Methodologies, and FSAP Experience”, IMF Working Paper, 2001.

իրադարձությունների նկատմամբ սեփական խոցելիության աստիճանը գնահատելու համար»¹²¹: Գործնականում գոյություն ունեն սթրես-թեսթավորման տարբեր տեսակներ¹²²:

Հայաստանում առավել տարածված է միագործոն սթրես-թեսթավորումը, երբ զգայունության վերլուծություն իրականացնելիս դիտարկվում է ռիսկային գործոններից մեկի փոփոխության ազդեցությունը կազմակերպության պորտֆելի արժեքի վրա: Նման թեսթեր հաճախակի օգտագործվում են թրեյդերների կողմից, որոնք ցանկանում են պարզել, թե ինչ զգալի ազդեցություն կարող է ունենալ որոշակի ռիսկի գործոնի փոփոխությունը (օրինակ՝ արտարժույթի փոխարժեքի կամ արտարժույթային հարթակի փոփոխությունը) իրենց դիրքերի վրա:

Բազմագործոն սթրես-թեսթավորումը (սցենարների վերլուծություն) միաժամանակ դիտարկում է մի քանի ռիսկային գործոնների փոփոխությունը: Բազմագործոն սթրես-թեսթավորման սցենարները կարող են հիմնվել պատմական փորձի վրա: Դրանք ենթադրում են անցյալում արդեն տեղի ունեցած ռիսկային գործոնների դիտարկում: Սակայն տվյալ մեթոդի հիմնական թերությունն այն է, որ հաշվի չի առնվում շուկայի և ինստիտուցիոնալ կառույցների բնութագիրը, որոնք ժամանակի հետ փոփոխվում են:

Բազմագործոն սթրես-թեսթավորման սցենարները կարող են նաև հիմնվել հիպոթետիկ սցենարների վրա: Վերջիններս օգտագործվում են, երբ պատմական սցենարով գնահատումը չի համապատասխանում դիտարկվող կազմակերպության պորտֆելի բնութագրին կամ հաշվի չի առնում ռիսկային որոշ կարևոր գործոններ: Սթրես-թեսթավորման այս մեթոդի առավելությունը այն է, որ հնարավոր իրադարձություններին առավել ճկուն արձագանքելու հատկություն ունի: Այնուամենայնիվ, ըստ էության, բավական բարդ է կանխորոշել նախկինում երբևէ տեղի չունեցած իրադարձությունների հավանականությունը: Սակայն հարկ է նշել, որ հիպոթետիկ սցենարները հիմնվում են ռիսկերը գնահատող մարմնի հմտության և իրատեսական ռիսկերը ճիշտ կանխատեսելու կարողության վրա, քանի որ յուրաքանչյուր ֆինանսական կազմակերպություն իր գործունեության ընթացքում առնչվում է առանձնահատուկ ռիսկային իրավիճակների հետ և կառուցում իրեն բնորոշ սթրես-սցենարներ: Սթրես-թեսթավորման առավել բարդ

¹²¹ Տե՛ս “Stress testing by large financial institutions: current practice and aggregation issues”, BIS, 2000.

¹²² Տե՛ս Consultative Paper “Credit Stress-Testing”, Monetary Authority of Singapore, 2002.

խնդիրներից մեկը որոշելն է, թե ինչպես պետք է փոփոխվի ռիսկային որևէ գործոն մնացած գործոնների փոփոխության դեպքում: Համակարգային հիպոթետիկ սցենարներից են «փոխկապվածությունները» (կորելյացիաները): Գոյություն ունեն տարբեր կարծիքներ այն հարցի շուրջ, թե ինչպես պետք է փոփոխվեն ռիսկային գործոնների միջև կորելյացիաները: Կա տեսակետ, որ արտակարգ իրադարձությունների դեպքում ռիսկային գործոնների միջև կորելյացիաները պետք է լինեն նույնը, ինչ որ սովորական պայմաններում¹²³:

Համաձայն մեկ այլ տեսակետի՝ ճգնաժամային պայմաններում կորելյացիաները փոփոխվում են, հետևաբար դրանց ըստ պատմական նշանակության օգտագործումը կհանգեցնի սխալի: Նման դեպքերում առաջարկվում է այլ մոտեցում. անհրաժեշտ է բարձր տատանումների շրջանում գնահատել կորելյացիաները և օգտագործել դրանք սթրես-թեսթավորումներ կատարելիս¹²⁴:

Գոյություն ունեն նաև «Մոնտե-Կառլո» մեթոդի վրա հիմնված համակարգային հիպոթետիկ սցենարներ, որոնց առավելությունը շուկայի բարդ վարքագծի մոդելավորման հնարավորությունն է: Սակայն այս մեթոդը ևս ունի որոշակի թերություն. Այն դժվար իրացվելի է, այսինքն՝ առաջանում է հաշվողական հզոր ռեսուրսների անհրաժեշտություն:

Միջազգային պրակտիկայում որոշակի կիրառում ունի նաև այսպես կոչված ագրեգացված սթրես-թեսթավորումը, որը որոշակի սթրեսային իրավիճակների նկատմամբ մի խումբ կազմակերպությունների (ընկերությունների) զգայունության գնահատումն է: Նման վերլուծության նպատակն է պարզել ֆինանսական համակարգի կառուցվածքային խոցելիությունն ու ռիսկին ենթարկվելու հավանականությունը: Այն չի ենթադրում հաշվարկման որոշակի մեթոդիկա, քանի որ դիտարկվում են տարբեր ռիսկերին վերաբերող մի շարք սցենարներ, և յուրաքանչյուրի դեպքում համապատասխան մեթոդով հաշվարկվում է ֆինանսական կազմակերպության վնասը կամ օգուտը:

Կարծում ենք, որ ՀՀ ֆինանսական կազմակերպությունների շուկայական ռիսկերի կառավարման համակարգում սթրես-թեսթավորման բազմագործոն սցենարները պետք է

¹²³ Sł' u Kupiec, Paul "Stress-testing in a value at risk framework", v.24, Journal of Derivatives, 1999.

¹²⁴ Sł' u Kim and Finger "A Stress Test to Incorporate Correlation Breakdown", Journal of risk, 2000.

դառնան պարբերական և ստանդարտ գործընթացներ՝ համակցված վիճակագրական տվյալների դինամիկ փոփոխությունների վերլուծություններով:

Ամփոփելով ասվածը՝ կարող ենք եզրակացնել, որ իմիտացիոն այդպիսի համակցված մոդելի կիրառումը ռիսկերի կառավարման առավել արդյունավետ գործիք է, որը ֆինանսական կազմակերպության ղեկավարությանը զգուշացնում է բազում ռիսկերի ներգործության անսպասելի, ու անցանկալի հետևանքների մասին, ինչպես նաև հուշում է՝ ինչ չափի միջոցներ կարող են անհրաժեշտ լինել կազմակերպությանը լուրջ ցնցումներից առաջացած վնասները ծածկելու համար, տալիս է ռիսկի ապագա կանխատեսման գնահատական, կանխատեսում է ռիսկերի նկատմամբ կազմակերպության զգայունության մակարդակը:

Հայաստանյան բանկային համակարգում դեռևս բացակայում է սթրես-թեսթավորման այնպիսի մեթոդաբանություն, որը թույլ կտա ՀՀ ֆինանսական կազմակերպություններին կառուցել իրենց բազմագործոն սթրես-թեսթավորման համակարգը: Չնայած համակարգում կիրառվում են զարգացած երկրների սթրես-թեսթավորման մեթոդաբանության տարբերակներ, միևնույն է այն, պահանջում է կատարելագործում և տեղայնացում հայաստանյան ֆինանսական շուկաների պայմաններին:

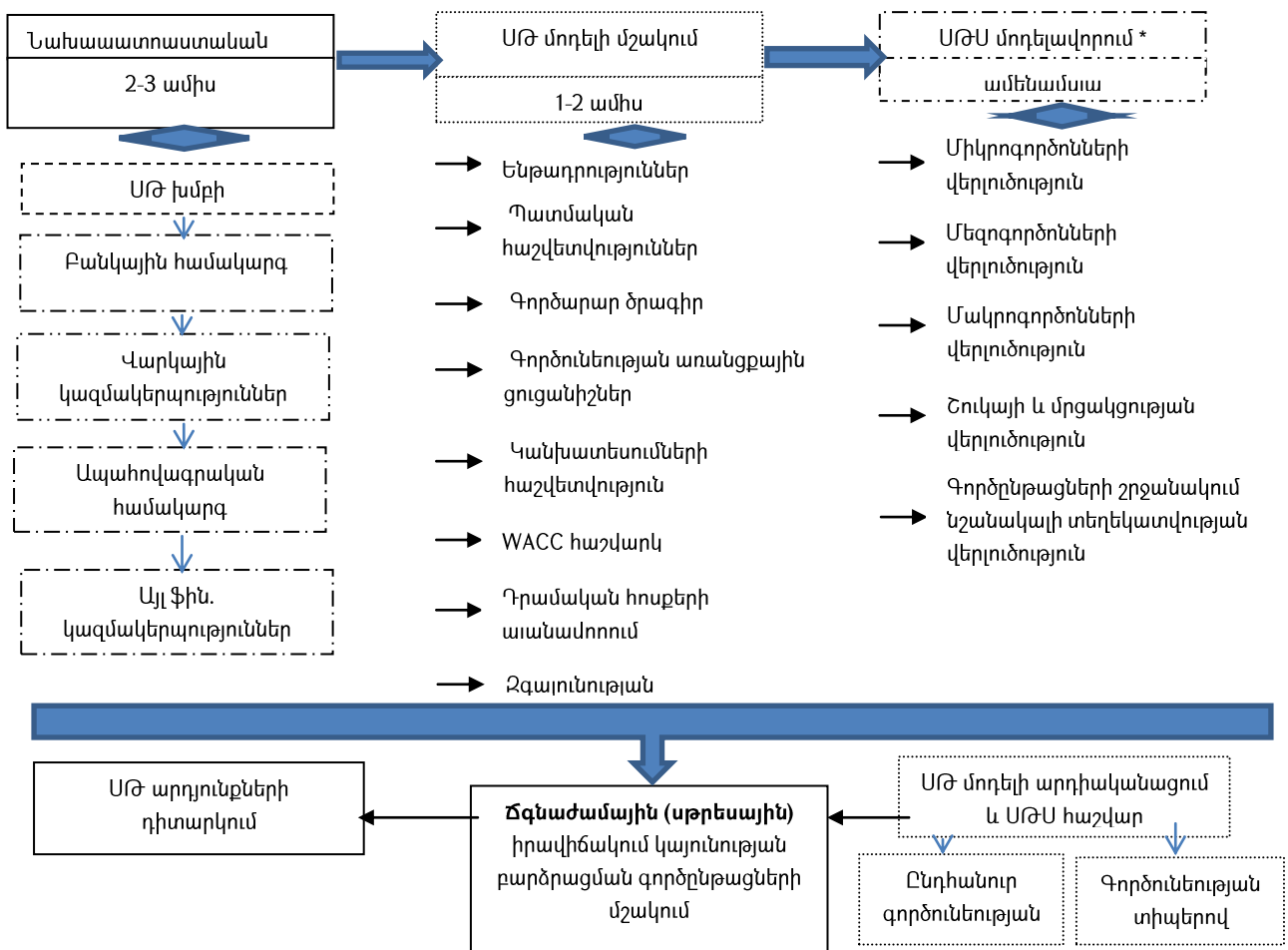
Սթրես-թեսթավորման մեխանիզմի ստեղծման կարևոր նախապայմաններից է տնտեսական նպատակայնությունը, երբ սթրես-թեսթավորման մեխանիզմ մշակելու ծախսերը համադրվում են դրա կիրառման արդյունքների վերլուծության հետ: Այս խնդիրը հատկապես արդիական է փոքր ֆինանսական ծառայություններ մատուցող կազմակերպությունների համար, որոնք, ի տարբերություն խոշորների հազիվ թե իրենց թույլ տան օգտագործել ռիսկերի կառավարման նման ծախսատար գործիք: Ներկայումս ՀՀ-ում անգամ առկա չեն սթրես-թեսթավորման ձեռնարկատիրական ծառայություններ, որոնցից են խորհրդատվական և աութսորսինգային ծառայությունները:

Ուստի անհրաժեշտություն է առաջանում մշակելու բազմագործոն սթրես-թեսթավորման այնպիսի մեխանիզմ, որը թույլ կտա բացի ռիսկերի կառավարման և բացահայտման ունիվերսալ մեթոդներից և մոտեցումներից, հաշվի առնել նաև ՀՀ ֆինանսական միջնորդ կազմակերպությունների գործունեության

առանձնահատկությունները և լինի հասանելի՝ գնային առումով: Այսպիսով, սթրես-թեսթավորման կատարելագործումը Հայաստանում դեռևս բավականին բարդ և երկարատև ուղի պետք է անցնի: Սակայն միևնույն ժամանակ պետք է նշել, որ դրա զարգացման անհրաժեշտությունը պարտադիր պայման է ֆինանսական միջնորդության կայուն համակարգ ունենալու համար: Այն թույլ կտա վերահսկողությունը հասցնել ավելի բարձր մակարդակի և ստեղծել ավելի բարենպաստ հիմք համակարգային հնարավոր մարտահրավերներին դիմակայելու համար: Բացի դրանից, սթրես-թեսթերի պարբերաբար անցկացումը մակրոմակարդակներում ՀՀ ԿԲ-ն կարող է ծառայեցնել ոչ միայն վերահսկողություն իրականացնելու, այլև հանրության համար բաց տեղեկատվություն տրամադրելու նպատակին, ինչը կնպաստի ՀՀ ֆինանսական համակարգի գործունեության տրանսպարանտության բարձրացմանը: Այդ նպատակին հասնելու համար անհրաժեշտ է ստեղծել մասնագիտական թիմ, որտեղ պետք է ընդգրկվեն ֆինանսական մոդելավորման փորձառու այնպիսի մասնագետներ, ովքեր տիրապետում են դրամական հոսքերի կանխատեսման և կառուցման, ինչպես նաև ֆինանսական կազմակերպությունների հաշվապահական հաշվեկշռի վերլուծության անհրաժեշտ գիտելիքների: Թիմը պետք է մշակի միասնական փաստաթուղթ, որը պետք է ներառի համակարգի սթրես-թեսթավորման կառուցման կիրառական խորհրդատվություն, գործընթացների իրականացման կոնկրետ ժամանակացույցներ, սթրես-թեսթավորում իրականացնելիս փուլերի համապատասխան պատասխանատուներ, սթրես-սցենարների մեջ օգտագործվող գործոնների ցանկ, ռիսկերի կառավարման գործընթացի վերաբերյալ տեղեկատվական աղբյուրների և օժանդակ մեթոդաբանության կիրառման հղումներ: Ըստ որում, համակարգի կայունության սթրես-թեսթավորումը պետք է կառուցվի մակրոտնտեսական հիմնական ցուցանիշների վիճակագրական վերլուծությունների ու կանխատեսումների շարքի հիման վրա: Դրանք են՝ ՀՆԱ, ոսկու պահուստներ, արտահանում/ներկրում, վարկերի և ավանդների տոկոսադրույքների միջև սփրեդ, արդյունաբերական արտադրանքի ինդեքս ՀՀ դրամի փոխարժեքը ԱՄՆ դոլարի կամ այլ արտարժույթների նկատմամբ և ՀՀ ֆոնդային բորսայի այլ ցուցանիշներ:

ՀՀ ֆինանսական միջնորդության հարաբերություններից ծագող ռիսկերի կառավարման արդյունավետության բարձրացման նպատակով առաջարկվող

բազմագործոն սթրես-թեսթավորման մոդելը և մեթոդաբանությունը ներկայացված է գծապատկեր 3.3.1-ում: Ըստ մշակված մեթոդաբանության նախատեսվում է ճգնաժամային իրավիճակներում համակարգված սթրես-թեսթավորման անցկացում ամսական առնվազն մեկ անգամ: Նման հաճախականության անհրաժեշտությունը բացատրվում է երկրում ընդհանուր տնտեսական միջավայրի հնարավոր արագ փոփոխություններով, միևնույն ժամանակ՝ դա կարելի է իրականացնել կազմակերպությունների կողմից յուրաքանչյուր ամիս պատրաստվող հաշվետվությունների հետ համատեղելու միջոցով, ինչպես նաև սթրես սցենարների կառուցման հիմքում դրված մակրոտնտեսական գործոնների կանխատեսման ամենամյա թարմացմամբ: Հարաբերական կայուն տնտեսական իրավիճակների ժամանակաշրջանում սթրես-թեսթավորումը կարելի է իրականացնել եռամսյակը մեկ անգամ:



Գծապատկեր 3.3.1 ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգի ռիսկերի բազմագործոն սթրես-թեսթավորման մոդել

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ ԵՎ ԱՌԱՋԱՐԿՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ

Հայաստանի Հանրապետությանում ֆինանսական միջնորդության գործընթացների կառավարման հիմնախնդիրների լուծման նպատակով իրականացված ուսումնասիրությունները և տվյալ ոլորտում առկա միջազգային փորձի ընդհանրացումները թույլ են տվել հանգել հետևյալ եզրակացություններին.

1. Ուսումնասիրելով տարբեր երկրների ֆինանսական միջնորդության համակարգերի ձևավորման գործընթացները, ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգի համար կարելի է առանձնացնել հետևյալ երկու առանցքային առանձնահատկությունները: Առաջինը, որ ի տարբերություն Հայաստանի դիտարկվող երկրներից մեծ մասում, հիմնականում զարգացած երկրների, ձևավորված են երկար փողեր ստեղծող այնպիսի ֆինանսական միջնորդության ենթակառուցվածքներ ինչպիսիք են ապահովագրական ընկերությունները՝ հատկապես կյանքի, ու կենսաթոշակային հիմնադրամները: Դրանց առկայությունը համակարգում նպաստում է երկրի ֆինանսական կայունության բարձրացմանը ինչպես մակրոտնտեսական, այնպես էլ միկրոտնտեսական մակարդակներում, քանի որ դրանք նվազեցնում են հանրային անհանգստությունը, մեծացնում են դիսկի արդյունավետ կառավարման հնարավորությունները, աջակցում են կապիտալի արդյունավետ բաշխմանը, խթանում են առևտուրն ու ապրանքաշրջանառությունը, թեթևացնում են վնասների բեռը և անենակարևորը՝ կարող են հանդես գալ որպես կառավարության սոցիալական ապահովության ծրագրերին օժանդակող կառույցներ:

Երկրորդ՝ դիտարկված գրեթե բոլոր երկրները, բացառությամբ Հայաստանի, ֆինանսական միջնորդության համակարգում պահպանել են պետական բանկերը, որով հնարավորություն է ստեղծվում երկրի կարգավորող մարմնի կողմից պատշաճ հսկողության ու վերահսկողություն իրականացնել կենտրոնացված ֆինանսների շրջանառության նկատմամբ ևս:

2. Գրեթե բոլոր անցումային տնտեսությամբ երկրներում, այդ թվում նաև Հայաստանում, ֆինանսական միջնորդության համակարգերը ձևավորվել են ԽՍՀՄ փլուզումից հետո. պլանային տնտեսությունից անցնելով մեկ այլ՝ արմատական փոփոխություններով նոր շուկայական տնտեսության՝ հաշվի չեն առնվել տվյալ երկրի

առանձնահատկությունները, ներդրվել են ոչ միայն ֆինանսական միջնորդության համընդհանուր մոդելը, այլև դրանց գործունեության նկատմամբ կիրառվող միասնական վերահսկողության և կարգավորման ստանդարտները: Ավելին, այդ համակարգերը տնտեսաֆինանսական գլոբալիզացիայի պայմաններում առանց տվյալ երկրի առանձնահատկություններին համապատասխան մշակված ինտեգրացիոն քաղաքականության՝ ներդրվել են նույն գլոբալ շուկաներում, այդպիսով ի սկզբանե ունենալով սեփական յուրահատուկ ռիսկեր՝ ավելացրել են դրսից փոխանցվող անորոշ ռիսկեր ևս: Ակնհայտ է նաև, որ եթե գլոբալ շուկաներում առաջացող ներկայիս ռիսկերին դժվարությամբ են դիմակայում նույնիսկ զարգացած երկրները, ապա անցումային տնտեսությամբ երկրները դրանք հաղթահարելու համար պետք է հանդիպեն ավելի շատ դժվարությունների: Մասնավորապես, միջազգային ֆինանսական շուկաներում դարձյալ մեծ թափով վերարտադրվում են նախկին ռիսկերից ամենավտանգավոր ֆինանսական գործիքները՝ ածանցյալ և անորակ արժեթղթերը, որոնց ներկայիս ծավալները գերազանցում են նույնիսկ մինչճգնաժամային ժամանակահատվածի ծավալները: Բացի դրանից, աստիճանաբար նվազում է եվրոպական բանկերի մասնակցությունը միջազգային ֆինանսական շուկաներին, և ընդհակառակը՝ մեծանում է կապիտալի արտահոսքը զարգացող երկրներից դեպի զարգացած երկրներ՝ նպաստելով ֆինանսական շուկաների ազգայնացման խորացմանը: Այս աննախադեպ զարգացումները ստիպում են միջազգային կարգավորողներին, նոր ճգնաժամ թույլ չտալու նկատառումներից ելնելով, խստացնել կարգավորման և վերահսկողության նորմատիվային պահանջները ֆինանսական միջնորդության կազմակերպությունների գործունեության նկատմամբ, որոնք էլ դանդաղեցնում են համաշխարհային տնտեսական աճը, ձևավորում են ցածր գնաճային միջավայր՝ ստեղծելով դեֆլյացիոն նոր ռիսկեր: Մի շարք զարգացած երկրներում արդեն իսկ կիրառվում է արտասովոր բացասական տոկոսադրույքների քաղաքականություն:

3. Ոչ միայն Հայաստանը, այլ նաև զարգացող երկրների զգալի մասը ներկայումս գտնվում են մակրոտնտեսական ծանր միջավայրում: Զարգացած երկրներում անորոշ ֆինանսական ռիսկերի առկայությունը, համաշխարհային տնտեսության վերականգնողական դանդաղ աճը, աշխարհաքաղաքական լարված հարաբերությունները, Ռուսաստանի նկատմամբ կիրառվող տնտեսական պատժամիջոցների երկարաձգումը,

արտաքին աղբյուրներից վերաֆինանսավորման հնարավորությունների կրճատումը նվազեցրել են են զարգացող երկրներում ներքին տնտեսական աճի իրական հնարավորությունները՝ նպաստելով զբաղվածության և աղքատության աննախադեպ աճին, առաջացնելով արտաքին պարտքի սպասարկման կայունության վտանգավոր լուրջ ռիսկեր: Բնականաբար, հանրապետությունում ներկայումս ձևավորված մակրոտնտեսական ծանր միջավայրը իր ազդեցությունն է ունենում երկրի ֆինանսական միջնորդության գործընթացների վրա: Ուստի ֆինանսական միջնորդության ծառայություններ մատուցող կազմակերպությունների գործնեության կարգավորման և այդ փոխհարաբերություններից ծագող ռիսկերի կառավարման նպատակով ներկայումս կիրառվող մոտեցումների ու գործիքների ուսումնասիրությունների և վերլուծությունների իրականացումը դառնում է չափազանց կարևոր և հրատապ լուծումներ պահանջող հիմնահարցեր ՀՀ ֆինանսական միջնորդության գործընթացների արդյունավետության բարձրացման առումով:

4. ՀՀ ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների ռիսկերի կառավարման վերլուծության արդյունքները ցույց են տալիս, որ թեև Բազել 3-ի ներդրման շնորհիվ ընդհանուր կապիտալի նվազագույն շեմի բարձրացումը 5 մլրդ-ից 30 մլրդ դրամի, նպաստել է բանկային համակարգի կայունության բարձրացմանը, այնուամենայնիվ համակարգային ամենալուրջ ռիսկը՝ ընդհանուր կապիտալի համարժեքության ցուցանիշը, 2007թվականի 30.1 տոկոսից 2016 թ.-ին նվազել է 10 տոկոսով և կազմել է 20 տոկոս, որը չի չեզոքացնում ՀՀ ֆինանսական համակարգում սթրեսային իրավիճակների առաջացման հավանականությունը: Ընդհանուր կապիտալի պահանջի բարձրացումը նպաստել է ՀՀ ֆինանսական միջնորդության մակարդակը գնահատող գրեթե բոլոր ցուցանիշների բարձրացմանը, սակայն այն ուղեկցվել է ՀՆԱ աճի՝ վերջին տարիներին արձանագրված ամենցածր՝ 0.2% աճով և վարկեր/ավանդներ տոկոսային սփրեդի 0.62% աճով: Դա համապատասխանում է միջազգային փորձագետների այն պնդմանը, որ կարգավորման նոր ստանդարտների կիրառումը կդանդաղեցնի տնտեսական աճը և կբարձրացնի տոկոսային սփրեդը: Բացի նշված ընդհանուր համակարգային ռիսկերից՝ ՀՀ միջնորդության համակարգին բնորոշ է կենտրոնացվածության բարձր մակարդակ և՛ ըստ միջնորդության գործարքների և ըստ կանոնադրական կապիտալում մասնակցության

կառուցվածքի: 2016 թվականին խոշոր և մանր բանկերի միջև բոլոր ցուցանիշների գծով, բացառությամբ ընդհանուր կապիտալի, բևեռացվածությունն աճել է, և տարեվերջին հանրապետության 10 խոշորագույն բանկերից 4-ին բաժին է ընկնում համակարգի միջնորդության գրեթե բոլոր գործառնությունների կեսից ավելին, ինչը հիմք է տալիս եզրակացնելու, որ այդ բանկերը համակարգային նշանակության ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտներ են, որոնց նկատմամբ ՀՀ կարգավորող մարմինը պետք է կիրառի կարգավորման տարբերակված մոտեցումներ:

5. Կենտրոնացվածության առավել վտանգավոր գործընթացներ են արձանագրվել ՀՀ առևտրային բանկերի կանոնադրական կապիտալում: Մասնակցության կառուցվածքը ըստ անձերի, ռեզիդենտ մասնակիցների քանակը, ոչ ռեզիդենտ մասնակիցների տարածաշրջանային բաշխվածությունը, հիմնականում (60 տոկոսից ավելի) ԵՄ-ում և ՌԴ-ում մասնակիցների գրանցված լինելու հանգամանքը աստիճանաբար կրճատում են ՀՀ ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների՝ արտաքին աղբյուրներից ֆինանսավորման հնարավորությունները, մեծացնում են ֆինանսական միջոցների արտահոսքը իրական հատվածից դեպի ֆինանսական հատված՝ նվազեցնելով երկրի տնտեսական աճի իրական հնարավորությունները: Այսպիսի գործընթացները ուղեկցվելով ՌԴ աշխարհաքաղաքական լարված իրավիճակների և ԵՄ երկրների ներկայիս ֆինանսական միջնորդության համակարգերում տեղ գտնող անորոշ ռիսկերի հետ, խիստ բացասական հետևանքներ են ունենում հանրապետության տնտեսության վրա:

6. Հանրապետությունում առկա մակրո և միկրոտնտեսական միջավայրերից փոխանցվող ռիսկերի ազդեցությամբ ձևավորված ֆինանսական ռիսկերի հետևանքով նվազել է բանկային համակարգի շահութաբերության մակարդակը: Թեև 2016 թվականին նվազել են բանկերի կողմից տրամադրված վարկերի և ներգրավված ավանդների տոկոսադրույքները, այնուամենայնիվ սփրեղը մեծացել է: Սփրեղի աճը հիմնականում պայմանավորված է բանկային համակարգում վարկեր/ավանդներ հարաբերակցության նվազման գործոնով, որի հետագա խորացումը, ըստ էության, վտանգավոր գործընթաց է, քանի որ ճեղքվածքի հետագա ընդլայնումը Հայաստանում ևս ավանդային միջոցների կամ դեպոզիտային բացասական տոկոսադրույքների կիրառման իրական նախադրյալ է ստեղծում:

7. Վերջին տարիների ՀՀ ռիսկերի կառավարման գործընթացներում տեղ գտնող բացասական գործոնները իրեց հանրագումարային արտացոլումն են գտել բանկերի շահութաբերության ռիսկերի վրա, որոնք վերջին 13 տարիներին առաջին անգամ միայն 2015 թվականին են արձանագրել է բացասական արդյունքներ՝ ըստ ակտիվների՝ RoA - 0,6%, ըստ կապիտալի՝ RoE-4,3%: Թեև դրանք 2016 թվականին ՀՀ ԿԲ կարգավորման գործիքների կիրառման շնորհիվ փոքր-ինչ մեղմվել են և կազմել 0.5 և 3 %, այնուամենայնիվ երկարաժամկետում մնում են հրատապ լուծումներ պահանջող հիմնախնդիրներ: ՀՀ ֆինանսական միջնորդության ռիսկերի կառավարման ներկա գործընթացների արդյունավետությունը բարձրացնող ուղիները չեն կարող կապված լինել միայն միջնորդության գործառնություններից ծագող ռիսկերի արդյունավետ կառավարման կամ կարգավորման հետ. դրանք սերտորեն պայմանավորված են հանրապետության մակրոտնտեսական ներկա գործընթացներով: Հետևաբար ՀՀ ֆինանսական միջնորդության ռիսկերի արդյունավետ կառավարման համար անհրաժեշտ է բացահայտել և գնահատել բոլոր այն հնարավոր գործոնների ազդեցությունն ու փոխազդեցությունը, որոնք կարող են նպաստել ՀՀ ֆինանսական միջնորդության և մակրոտնտեսական գործընթացների առավել հավասարակշռված կառավարմանը:

8. Թեև ՀՀ Սահմանադրությամբ կենտրոնական բանկին իր գերակա խնդիրների՝ գների և ֆինանսական կայունության ապահովման իրականացման համար տրված է լիովին անկախություն, այնուամենայնիվ, ԿԲ անկախության ազդեցությունը գնաճի և տնտեսական աճի վրա ունի հակառակ կապ, և իրեն տրված հնարավորությունները և գործառույթները իրացնում է բավարար արդյունավետ՝ այդ նպատակին հասնելու համար հիմնականում օգտագործելով կարգավորման և վերահսկողության գործիքները: Իսկ հանրապետությունում ներքին տնտեսության զարգացման համար կիրառվող ռազմավարական զարգացման ծրագրերը, որոնք դեռևս ուղեկցվում են պետության դերի նվազեցման քաղաքականությամբ, հասարակության անդամների միջև եկամուտների անհավասարաչափ բաշխմամբ, հովանավորչության և կոռուպցիոն բարձր ռիսկերով, կառավարման ինստիտուցիոնալ կառուցվածքների և ենթակառուցվածքների գործունեության անարդյունավետությամբ ու ուռճածվածությամբ, չեն նպաստում երկրի մակրոտնտեսական հավասարակշռվածության ապահովմանը:

9. Զարգացած երկրների կենտրոնական բանկերը տնտեսական աճի խթանման նպատակով դեռևս 2014 թվականից կիրառում են «Տնտեսության խթանման» (Quantitative easing, QE) քաղաքականություն, որը, սակայն, ներկայումս դեռևս չի ապահովում տնտեսական աճի ցանկալի արդյունքներ և արժանանում է աշխարհի շատ վերլուծաբանների խիստ քննադատություններին: Ըստ վերլուծաբանների՝ (QE) քաղաքականությունը, որն իրականացվում է ԱՄՆ-ում, Ճապոնիայում և ԵՄ-ում պետական արժեթղթերի ետգնման կամ բազային տոկոսադրույքների փոփոխություններով, ոչ միայն չի նպաստում ստեղծված իրավիճակի կարգավորմանը, այլև, ընդհակառակը, խորացնում են ստագնացիան և անկայունությունը:

10. ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգը հիմնականում աշխատում է ապակենտրոնացված ֆինանսներով՝ ապահովելով երկրի ֆինանսական կայունությունը: Այնտեղ գրեթե բացակայում են կենտրոնացված ֆինանսների մասնակցությունը: Ավելին, երկրում ձևավորված մակրոտնտեսական միջավայրը բացասական ազդեցություն է թողնում երկրի ֆինանսական միջնորդության համակարգի արդյունավետության վրա: Այս հիմնախնդրի լուծման համար անհրաժեշտ է ֆինանսական միջնորդության համակարգում ձևավորեն պետական առևտրային բանկեր՝ կա՛մ ամբողջությամբ պետական կապիտալով, կա՛մ գոնե խառը, որոնք իրենց վրա կվերցնեն երկրի տնտեսության գերակա ոլորտների վարկավորման գործառույթները և կաշխատեն նեղ սեգմենտների հետ: Քանի որ հանրապետության ֆինանսական միջոցները սուղ են, գտնում ենք, որ դրանք կարող են լինել թեկուզ փոքր կապիտալով բանկային կառույցներ, որոնք կունենան գործունեության նեղ ոլորտ, սակայն այնուամենայնիվ կնպաստեն կենտրոնացված ֆինանսների ներթափանցմանը ինչպես ՀՀ ֆինանսական միջնորդության, այնպես էլ տնտեսական համակարգեր՝ ստեղծելով տնտեսական աճի, զբաղվածության կրճատման և ինչ-որ չափով նաև վարկունակության բարձրացման իրական հնարավորություններ: Բացի դրանից՝ այդ բանկերը, աշխատելով ԿԲ վերահսկողության ներքո կբարձրացնեն կենտրոնացված ֆինանսների օգտագործման արդյունավետությունը՝ շնորհիվ ընթացիկ հաշվետվողականության ու գործնեության թափանցիկության պահանջների կիրառման:

11. Հայաստանի ֆինանսական միջնորդության համակարգը, իր հնարավորություններով հանդերձ, ինքն է մեկուսացած տնտեսական համակարգից.

վարկային ռիսկից խուսափելու նպատակով ակտիվորեն չի ներգավվում տնտեսական համակարգի գործընթացներում: Այդ խնդիրը կարգավորելու նպատակով, կարծում ենք, պետք է առևտրային բանկերին թույլատրել զուգահեռաբար զբաղվել տնտեսական գործունեությամբ, ինչպես դա արվում է Գերմանիայում: Այստեղ բանկային համակարգի կապը արդյունաբերության հետ կարգավորվում է այնպես, որ գրեթե բոլոր խոշոր բանկերի ղեկավարները միաժամանակ արդյունաբերական խոշոր ընկերությունների կառավարման խորհրդի անդամներ են և օժտված են հզոր լծակներով: Նման փոխկապակցվածության շնորհիվ տնտեսության մեջ բանկերի և այլ ընկերությունների շահերը սերտորեն փոխկապակցված են, որի շնորհիվ այստեղ բացառվում են տնտեսությանը և ազատ մրցակցությանը վնասող անբարեխիղճ միաձուլումները և մենաշնորհները: Իսկ Մեծ Բրիտանիայում բանկային համակարգը երկրի ողջ տնտեսական հատվածի հետ սերտ կապ ապահովելու նպատակով Անգլիայի բանկի խորհրդի 16 անդամներից 12-ը պետք է լինեն խոշոր ընկերությունների ղեկավարներ, որոնցից չորսը՝ առևտրային բանկերի:

12. ՀՀ բանկային համակարգի չաշխատող վարկերի աճին նպաստում են նաև ՀՀ ֆինանսական միջնորդության համակարգում շրջանառվող ֆինանսական գործիքների սակավությունը, հատկապես վարկային գործառնությունների հեջավորման գործիքների բացակայությունը: Այս հիմնախնդրի կարգավորման համար, կարծում ենք, պետք առևտրային բանկերին թույլատրել զբաղվել նաև ապահովագրական գործունեությամբ, հատկապես այնպիսի ապահովագրական գործառնություններով, որոնք վերաբերում են վարկային ռիսկի հեջավորմանը: Օրինակ՝ Գերմանիայում բանկերի այդպիսի գործարքները կազմում են երկրի ամբողջ ապահովագրական ոլորտի 25-30%:

13. Աշխատանքում մշակված **QE** քաղաքականության իրականացման առաջարկվող մեխանիզմը երկրի կառավարությունից և Կենտրոնական բանկից խոշոր ծավալի ֆինանսական միջոցներ չի պահանջի. կարգավորող մարմինը և կառավարությունը պետք է ընդամենը կատարեն օրենսդրական համապատասխան բարեփոխումներ «Բանկերի և բանկային գործնեության մասին» ՀՀ օրենքում, իսկ պետական բանկերի հիմնադրման համար պարզապես վերակազմավորել գանձապետարանի և սուբսիդավորման գործող

համակարգերը որպես առանձին պետական ֆինանսական միջնորդության կազմակերպություններ:

14. ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող միջնորդության հարաբերություններից ծագող ռիսկերի սթրես-սցենարներ իրականացման համար կիրառվող ներկայիս մոդելը թույլ չի տալիս գնահատել այնպիսի ռիսկեր, ինչպիսիք են, օրինակ, ՀՀ արժեթղթերի շուկայի մասնակից NASDAQ OMX Armenia ֆոնդային բորսայում վերջին տարիներին տեղ գտնող զարգացումները: Հատկապես այնպիսի ռիսկերի դրսևորման հետևանքները, որոնք կարող էին առաջանալ՝ պայմանավորված բորսայի մասնակիցների արտարժույթային գործառնությունների իրականացման հարթակների փոփոխությամբ: Մասնավորապես, նույնիսկ բորսայի անդամները, անտեսելով բորսայական հարթակը, արտարժույթային գործառնություններ իրականացնելու համար նախընտրել են արտաբորսայականը: ՀՀ արտաբորսայական շուկաներում ներկայումս իրականացվում են այնպիսի դիրևատիվներ, ինչպիսիք են ֆորվարդային համաձայնագրերը, որոնք ահռելի ծավալներով տեղ են գտնում բանկերում, արտարժույթի առք ու վաճառի կետերում:

Նշված զարգացումների պատճառով 2015 թվականին հայկական ֆոնդային բորսայում արտարժույթային գործառնությունների աննախադեպ անկում է արձանագրվել, այդ միտումը շարունակվել է նաև 2016 թվականին, երբ ամիսներ շարունակ արտարժույթային գործառնություններ չեն իրականացվել: Արդյունքում, 2015 թվականին դոլարային արտարժույթային գործարքները կազմել են 312.5 մլն ԱՄՆ դոլար, ինչը գրեթե 58 տոկոսով պակաս է նախորդ տարվա համեմատությամբ, իսկ գործարքների քանակը կազմել է 2036 հատ, նախորդ՝ 2014 թվականի 4696-ի դիմաց, կամ կրճատվել է ավելի քան 50 տոկոսով: 2016 թվականի առաջին կիսամյակում իրականացվել է բորսայական 35 այդպիսի գործարք՝ 3.85 մլն դոլար ծավալով, մինչդեռ անցյալ տարվա նույն ժամանակաշրջանում դրանք կազմել են 1155 գործարք՝ 181.59 մլն դոլար ծավալով: Այսինքն՝ արտարժույթային գործարքների քանակը նվազել է շուրջ 33 անգամ, իսկ ծավալային մեծությամբ նվազել է մոտ 47 անգամ:

15. ՀՀ արտարժույթային շուկան ենթարկվել է որոշակի տրանսֆորմացիայի, որի հիմնական պատճառը, OTC-ների նոր ձևավորված հարթակն է, որը նոր տեխնոլոգիական

հնարավորություններով հագեցած արտարժույթային գործառնությունների մատուցման այլընտրանք է և ի տարբերություն բորսայական հարթակի՝ թույլ է տալիս իրականացնել երկկողմ գործարքներ՝ առանց նախնական կանոնակարգված վճարների դեպոնացման և գրանցման պահանջների: Նշված զարգացումների պատճառով, ըստ տարբեր երկրների կապիտալի անօրինական արտահոսքի ուսումնասիրություններով զբաղվող ամերիկյան «Global Financial Integrity» հասարակական կազմակերպության 2015 թվականի զեկույցի, Հայաստանից այդպիսի կապիտալի արտահոսքը 2004-2013 թվականների ընթացքում կազմել է շուրջ 9.8 մլրդ ԱՄՆ դոլար: Այդ նույն ժամանակաժրջանում բոլոր զարգացող և անցումային տնտեսությամբ երկրներից այդպիսի արտահոսքը կազմել է 7.8 տրլն ԱՄՆ դոլար: Տարեկան կտրվածքով անօրինական ճանապարհով ատահոսող կապիտալի աճի տեմպը շուրջ երկու անգամ գերազանցում է համաշխարհային համախառն արդյունքի աճի տեմպը կամ տարեկան կազմել է շուրջ 6.5 տոկոս:

16. Հայաստանյան բանկային համակարգում դեռևս բացակայում է սթրես-թեսթավորման այնպիսի մեթոդաբանություն, որը թույլ կտա ՀՀ ֆինանսական կազմակերպություններին կառուցել իրենց բազմագործոն սթրես-թեսթավորման համակարգը: Չնայած համակարգում կիրառվում են զարգացած երկրների սթրես-թեսթավորման մեթոդաբանության տարբերակներ, միևնույնն է այն, պահանջում է կատարելագործում և տեղայնացում հայաստանյան ֆինանսական շուկաների պայմաններին: Կարծում ենք ՀՀ ֆինանսական կազմակերպությունների շուկայական ռիսկերի կառավարման համակարգում սթրես-թեսթավորման բազմագործոն սցենարները պետք է դառնան պարբերական և ստանդարտ գործընթացներ՝ համակցված վիճակագրական տվյալների դինամիկ փոփոխությունների վերլուծություններով: Իմիտացիոն այդպիսի համակցված մոդելի կիրառումը ռիսկերի կառավարման առավել արդյունավետ գործիք է, որը ֆինանսական կազմակերպության ղեկավարությանը զգուշացնում է բազում ռիսկերի ներգործության անսպասելի, ու անցանկալի հետևանքների մասին, ինչպես նաև հուշում է՝ ինչ չափի միջոցներ կարող են անհրաժեշտ լինել կազմակերպությանը լուրջ ցնցումներից առաջացած վնասները ծածկելու համար, տալիս է ռիսկի ապագա կանխատեսման գնահատական, կանխատեսում է ռիսկերի նկատմամբ կազմակերպության զգայունության մակարդակը:

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆ

1. Дробозина Л. А., финансы. Денежное обращение. Кредит, 2000, с. 77
2. Коллектив авторов под редакцией Г.Б.Поляка, Финансы. Денежное обращение. Кредит, 2001, с. 73
3. Под редакций проф. чл.-корр. РАЕН Е.Ф. Жукова, Банки и банковские операции, М., Банки и биржи. ЮНИТИ-ДАНА, 2012, с. 428
4. Բազրաւտ Ասատրյան և ուրիշներ, «Բանկային գործ», Երևան 2014, էջ
5. Голубев А.А., Абакумова А.В., Мишура Л.Г., *Банковское и страховое дело / Учебное пособие. СПб: СПб ГУИТМО, 2006, с.93*
6. Бакулина Т. С. Организация деятельности центрального банка Учебное пособие. УлГТУ, 2009. с.147
7. Жариков, М.В.Жарикова,. А.И. Евсейчев. *Управление кредитными рисками*, Изд-во Тамб. гос. техн. ун-та, 2009. Тамбов, с.244
8. П. В. Трунин, Д. А. Князев, А. М. Сатдаров, Анализ независимости центральных банков РФ, стран СНГ и Восточной Европы, *ИЭПП, М., 2014, с. 133*
9. *OECD Conference Centre, Paris, 5-6 November 2012.*
10. No recovery until 2018, IMF warns. The Guardian. 2012. October 3.
11. The liberalization and management of capital flows: an institutional view. IMF. 2012. 14 November. P. 27
12. Рейтинг стран по объему внешнего долга, Журнал Вести. Экономика.17.05.2012
13. BIS, 82nd Annual Report 1 april 2011, 31 march 2012, Basel, 24 June 2012 ECB. April 2012.
14. *Bank of Japan Head Office. BOJ Reports & Research Papers. Apr. 19, 2012*
15. *Bank of Japan Head Office Financial System Report (April 2012).* Oct. 18, 2011
16. Finnerty, J.D. «Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview», Financial Management, pp. 14-33, Winter, 1988
17. Deal book // The New York Times. 2012. August 15.
18. Financial News. 2012. 25 Sept
19. Comptroller's Handbook US Comptroller of the Currency, June 2012.
20. Carney M. Financing the global transition, Remarks at the Atlantic Institute for Market Studies. Halifax. Nova Scotia. 21 June 2012
21. Remarks by Mr. Masaaki Shirakawa, Governor of the Bank of Japan, at the Federal Reserve Bank of Kansas City's Annual Economic Symposium. Jackson Hole. Wyoming. 2009. 21 August.

22. Speech by Mario Draghi, President of the ECB, at the 22nd Frankfurt European Banking Congress. Frankfurt am Main. 23 November 2012.
23. Europe's banking union: made in Brussels / The Economist. 2012. November 17.
24. Tobin, James. (1978) A Proposal for International Monetary Reform. Eastern Economic Journal 4:153-59
25. European Commission (2013) Proposal for a Council Directive implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax, Brussels, COM(2013) 71 final.
26. The Federal Banking Agency Audit Act, 1978 (31 U.S.C. 714).
27. House passes Ron Paul's Fed audit measure/ The Washington Post. 2012. July 25.
28. Deloitte Touche Tohmatsu, Global Risk Management Survey: Sixth Edition, June 2009, p.
29. Лаврушин О.И., Банковский менеджмент, Второе издание, М: 2009, с. 407.
30. Материалы X региональной научно-технической конференции "Вузовская наука Северокавказскому региону", Сев. кав. ГТУ 2006, стр. 32-33.
31. О международных подходах (стандартах) организации управления процентным риском, письмо ЦБ РФ, 2 октября 2007г., N 15-1-3-6/3995
32. "Basel Committee on Banking Supervision: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards", A Revised Framework Comprehensive Version, June 2006, p. 179.
33. Таран В.А., «Играть на бирже просто?!», 3-е издание, М.: 2008, ст. 32.
34. Cukierman A. Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions – Past, Present and Future // Central Bank of Chile Working Paper N 360. April 2006
35. Eijffinger S.C.W., Geraats P.M. How transparent are central banks? //CEPR Discussion Paper 3188. 2002.
36. Enterprise risk management, When weathering the storm is not enough, SAS Institute Inc., Cary, NC, USA 2009, p.27.
37. Blaschke W., Jones T., Majnoni G., Peria S-M. "Stress Testing of Financial Systems: An Overview of Issues, Methodologies, and FSAP Experience", IMF Working Paper, 2001.
38. "Stress testing by large financial institutions: current practice and aggregation issues", BIS, 2000
39. Consultative Paper "Credit Stress-Testing", Monetary Authority of Singapore, 2002.
40. Kupiec, Paul "Stress-testing in a value at risk framework", v.24, Journal of Derivatives, 1999.
41. Kim and Finger "A Stress Test to Incorporate Correlation Breakdown", Journal of risk, 2000.
42. Blaschke W., Jones T., Majnoni G., Peria S-M. "Stress Testing of Financial Systems: An Overview of Issues, Methodologies, and FSAP Experience", IMF Working Paper, 2001.
43. "Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options", Claudio Borio, Craig Furfine and Philip Lowe

44. "Towards a macro prudential framework for financial supervision and deregulation?", Borio, Claudio (2003), BIS Working Paper 128
45. "Financial data needs for macro prudential surveillance – what are the key risks to domestic financial stability?", Davis, E P (1999), CCBS Lecture Series, Handbook no. 2.
46. "Macro prudential indicators of financial system soundness", Evans, O et al (2000), IMF Occasional Paper, No. 192.
47. "Financial stability in Dollarized Economies", Anne-Marie Gulde, David Hoelscher (2004), IMF Occasional Paper, No. 230
48. E Philip Davis, European Monetary Institute "Financial fragility in the early 1990s – What can be learnt from international experience?", Frankfurt
49. "Corporate Financial Structure and Financial stability", E. Philip Davis and Mark Stone, June 24th 2003
50. "Financial stability in the euro area – Some lessons from US financial history", E Philip Davis, Brunel University, Uxbridge
51. "Banking sector development and financial stability in the run up to EU accession", Henk Brouwer, Ralph de Haas and Bas Kiviet, FONDAD-conference, De Nederlandsche Bank, June 2002
52. "The contribution of payments system to financial stability", BIS, September 2000
53. "Responsibility of Central Banks for Stability in Financial markets", Garry J.Schinasi, June 2003, IMF Working paper WP /03/121
54. "Compilation guide on Financial Soundness Indicators", IMF, 2003
55. "The Financial Crisis. Reform and exit strategies", OECD, 2009
56. Cassard, M. and Folkerts-Landau, D. (1997) "Risk Management of sovereign assets and liabilities", IMF Working Paper WP/97/166.
57. Greenspan, A. 1999 "Currency reserves and debt", Paper given to the World Bank Conference on reserves management, Washington DC.
58. Benedict, W. (1999) "Reserve management and the international financial system" Central Banking (U.K.).
59. Malevergne, Y. and Sornette, D. (2006) "Extreme Financial Risks: From Dependence to Risk Management", Springer-Verlag Berlin Heidelberg.
60. Scherer, B. (2004). "Portfolio Construction and Risk Budgeting", Second edition, Risk books, Incisive Financial Publishing Ltd.
61. Golub, B. and Tilman, L. (2000) "Risk management: Approaches for fixed income markets", John Wiley & Sons, Inc.

62. Brigo, D. and Mercurio, F. (2006) "Interest rate models-theory and practice with smile, inflation and credit", Springer-Verlag Berlin Heidelberg.
63. Alexander, C. and Sheedy, E. (2004) "The professional risk managers' handbook: a comprehensive guide to current theory and best practice", PRIMA risk management series.
64. Jorion, P. (2003) "Financial risk manager handbook", John Wiley & Sons, Inc.
65. Reiss, D. and Thomas, M. (2007) "Statistical analysis of extreme values with applications to insurance, finance, hydrology and other fields", Birkhäuser Verlag AG.
66. Haan, de L. and Ferreira, A. (2006) "Extreme value theory: An introduction", Springer-Verlag Berlin Heidelberg.
67. Gregoriou, G. (2007) "Advances in risk management", Palgrave Macmillan Ltd.
68. Bluhm, Ch. et al. (2003) "An introduction to credit risk modeling", Chapman & Hall/CRC.
69. Crosbire, P. and Kocagil, A. (2003) "Modeling default risk", Moody's KMV Company.
70. Chernobai, A. (2007) "Operational Risk: A guide to Basel II capital requirements, models and analysis", John Wiley & Sons, Inc.
71. Chowla, P., 2011, Time for a New Consensus: Regulating Financial Flows for Stability and Development, (London: Bretton Woods Project), December.
72. Claessens, S., and K. Forbes, 2004, —International Financial Contagion: The Theory, Evidence and Policy Implications, (November), paper presented at the Conference 'The IMF's Role in Emerging Market Economies: Reassessing the Adequacy of its Resources' in Amsterdam.
73. Committee on the Global Financial System, 2009, Capital flows and emerging market economies, (CGFS Publications No. 33 (Basel: Bank for International Settlements), January.
74. Demirgüç-Kunt, A., and E. Detragiache, 1998, The Determinants of Banking Crisis in Developing and Developed Countries, (Staff Papers, International Monetary Fund, Vol. 45, No. 1, pp. 81–109 (Washington, DC: International Monetary Fund).
75. Edwards, S., 2007, Capital Controls, Sudden Stops and Current Account Reversals, in International Capital Flows, ed. Sebastian Edwards (Chicago, IL: University of Chicago Press).
76. Financial Stability Board, Overview of Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability, Report of the Financial Stability Board to G20 Leaders (Basel: Financial Stability Board), 2012 June.
77. Forbes, K., M. Fratzscher, T. Kostka, and R. Straub, Portfolio effects and externalities from capital controls, (ECB Working papers series No. 1456 (Frankfurt: European Central Bank), 2012 August.
78. Forbes, K., Capital controls: mud in the wheels of market efficiency, (Cato Journal, Vol. 25, No. 1 2005 Winter.

79. 2007a, The Microeconomic Evidence on Capital Controls: No Free Lunch, In Sebastian Edwards, ed., *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economies: Policies, Practices, and Consequences* (Chicago: University of Chicago Press).
80. 2007b, One Cost of the Chilean Capital Controls: Increased Financial Constraints for Smaller Traded Firms, *Journal of International Economics*, 71, pp. 294–323.
81. Frankel, J. A., and A. K. Rose, 1996, "Currency crashes in emerging markets: An empirical treatment," *Journal of International Economics*, Vol. 41, No. 3-4, pp. 351-366.
82. Fratzscher, M., 2002, On Currency Crises and Contagion, *European Central Bank Working Paper No. 139*, (Frankfurt: European Central Bank), April.
83. Gallagher, K. P., S. Griffith-Jones, and J. A. Ocampo, 2012, *Regulating Global Capital Flows for Long-run Development*, Pardee Center Task Force Report (Boston, MA:
84. Fredrick S. Pardee Center for the Study of the Longer Range Future, *THE LIBERALIZATION AND MANAGEMENT OF CAPITAL FLOWS INTERNATIONAL MONETARY FUND*, IMF 2012, March.
85. Ghosh, A. R., J. Kim, M.S. Qureshi, and J. Zalduendo, 2012, —Surges, IMF Working Paper 12/22 (Washington, DC: International Monetary Fund).
86. Greenwood, J., 2008, —The costs and implications of PBC sterilization, *The Cato Journal*, Vol. 28, No. 2, pp. 205–17.
87. Habermeier, K., A. Kokenyne, and C. Baba, 2011, —The Effectiveness of Capital Controls and Prudential Policies in Managing Large Inflows, IMF Staff Discussion Note 11/14 (Washington, DC: International Monetary Fund).
88. Henry, P. B., 2007, —Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation, *Journal of Economic Literature*, Vol. XLV, pp. 887–935, December.
89. Independent Evaluation Office, 2005, *Report on the Evaluation of the IMF's Approach to Capital Account Liberalization*, (Washington, DC), April.
90. Ishii, S., K. Habermeier, J. I. Canales-Kriljenko, B. Laurens, J. Leimone, and J. Vadasz, 2002, *Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability*, IMF Occasional Paper No. 211 (Washington: International Monetary Fund).
91. International Monetary Fund, 2009, *Initial Lessons of the Crisis* (Washington, DC: International Monetary Fund), <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/020609.pdf>.
92. 2010a, *The Fund's Role Regarding Cross-Border Capital Flows*, (Washington, DC: International Monetary Fund), <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/111510.pdf>.
93. 2010b, *Regional Economic Outlook: Asia and Pacific*, (Washington, DC: International Monetary Fund), April, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2011/apd/eng/areo0411.pdf>

94. 2010c, How Did Emerging Markets Cope in the Crisis? (Washington, DC: International Monetary Fund), June, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/061510.pdf>.
95. 2010d, Reserve Accumulation and International Monetary Stability (Washington, DC: International Monetary Fund), April, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/041310.pdf>.
96. 2010e, The Fund's Mandate—The Legal Framework (Washington, DC: International Monetary Fund), January, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/022210.pdf>.
97. 2010f, Understanding Financial Interconnectedness (Washington, DC: International Monetary Fund), October, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/100410.pdf>.
98. 2011a, The Multilateral Aspects of Policies Affecting Capital Flows (Washington, DC: International Monetary Fund), October, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/101311.pdf>.
99. 2011b, World Economic Outlook: Slowing Growth, Rising Risks (Washington, DC: International Monetary Fund), September, www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/pdf/text.pdf.
100. 2011d, Recent Experiences in Managing Capital Inflows—Cross-Cutting Themes and Possible Guidelines (Washington, DC: International Monetary Fund), February, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/021411a.pdf>.
101. 2011e, Regional Economic Outlook: Western Hemisphere, (Washington, DC: International Monetary Fund), April, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2011/whd/eng/pdf/wreo0411.pdf>.
102. 2011h, IMF Committee on Balance of Payments Statistics Annual Report (Washington, DC: International Monetary Fund), May, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/bop/2011/ar/bopcom11.pdf>.
103. 2011i, Analytics of Systemic Crises and the Role of Global Financial Safety Nets (Washington, DC: International Monetary Fund), May, www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/053111.pdf.
104. 2012a, Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows (Washington, DC: International Monetary Fund), March, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf>.
105. 2012d, Modernizing the Legal Framework for Surveillance – An Integrated Surveillance Decision (Washington, DC: International Monetary Fund), June, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/071712.pdf>.
106. Jeanne, O., A. Subramanian, and J. Williamson, 2012, Who Needs to Open the Capital Account? (Washington, DC: Petersen Institute for International Economics), April.
107. Jonung, L., 2010, —Lessons from the Nordic Financial Crisis,|| Paper prepared for the AEA meeting in Denver, CO in January 2011
108. Kaminsky, G., and C. M. Reinhart, 1999, —The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems,|| The American Economic Review, pp.473–500.
109. Korinek, A., 2011, —The New Economics of Prudential Capital Controls,|| IMF Economic Review, Vol. 59, No. 3, pp. 523–561

110. Kose, M.A., E.S. Prasad, K. Rogoff and S.J. Wei, 2009, —Financial Globalization: A Reappraisal,|| Staff Papers, International Monetary Fund, Vol. 56, No.1, pp.8–62.
111. Levine, R., 2005. —Finance and Growth: Theory and Evidence,|| in Handbook of Economic Growth, edited by P. Aghion and S. Durlauf (Amsterdam; Elsevier).
112. Magud, N. E., C. M. Reinhart, and K. S. Rogoff, 2011, —Capital Controls: Myth and Reality—A Portfolio Balance Approach,|| NBER Working Paper No. 16805 (Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research), February.
113. Martin, P., and H. Rey, 2006, —Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?|| American Economic Review, Vol. 96, No. 5, pp. 1631–1651
114. N'Diaye, P., 2009, —Countercyclical Macro Prudential Policies in a Supporting Role to Monetary Policy,|| IMF Working Paper 09/257 (Washington, DC: International Monetary Fund).
115. Neely, C. J., 2008, —Central Bank Authorities' Beliefs about Foreign Exchange Intervention,|| Journal of International Money and Finance, Vol. 27, No.1, pp. 1–25.
116. Nier, E. W., J. Osiński, L. I. Jácome, and P. Madrid, 2011, Institutional Models for Macroprudential Policy, IMF Staff Discussion Note 11/18 (Washington, DC: International Monetary Fund).
117. Obstfeld, M., 2009, —International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned?|| Staff Papers, International Monetary Fund, Vol. 56, No.1, pp. 63–111.
118. Organisation for Economic Co-operation and Development, 2011, Structural Reforms and Experience with the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements, Report from the OECD to the G20 Sub-Group on Capital Flow Management (Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development), June.
119. 2012, International Capital Mobility: Structural Policies to Reduce Financial Fragility? OECD Economics Department Policy Notes, No. 13 (Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development).
120. Pinto, B., and S. Ulatov, 2010, —Financial Globalization and the Russian Crisis of 1998,|| The World Bank Policy Research Working Paper 5312 (Washington, DC: World Bank), May.
121. Prasad, E. S., and R. Rajan, 2008, —A Pragmatic Approach to Capital Account Liberalization,|| NBER Working Paper No. 14051 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research), June
122. Reinhart, C. M., and V. R. Reinhart, 2008, —Capital Flow Bonanzas: An Encompassing View of the Past and Present,|| NBER Working Paper No. 14321 (Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research), September

123. Rodrik, D., and A. Subramanian, 2009, —Why Did Financial Globalization Disappoint? Staff Papers, International Monetary Fund, Vol. 56, No.1, pp.113–138.
124. Subramanian, A., 2012, —International Regulation of the Capital Account, in Regulating Global Capital Flows for Long-run Development, Pardee Center Task Force Report (Boston, MA: Fredrick S. Pardee Center for the Study of the Longer Range Future), March.
125. Vastrup, C., 2009, —How did Denmark avoid a banking crisis? in The Crisis of the 1990s in Finland and Sweden: The Nordic experience of financial liberalization, edited by L. Jonung, J. Kiander and P. Vartia (Cheltenham).
126. Yellen, J. L., 2011, Improving the International Monetary and Financial System, Speech at the Banque de France International Symposium, Paris, France (Washington, DC: Federal Reserve Board), March.
127. World Bank and IFC, 2012, Doing Business in a More Transparent World (Washington, DC: World Bank)
128. Tucker, P, Hall, S and Pattani, A (2013), ‘Macroprudential policy at the Bank of England’, Bank of England Quarterly Bulletin, Vol. 53, No. 3, pages 192–200.
129. Singh, ‘Collateral and monetary policy’, IMF Working Paper No. 13/186. M (2013)
130. Miles D. ‘Asset prices, saving and the wider effects of monetary policy’, www.bankofengland.co.uk/publications/Pages/speeches/2012/549.aspx.
131. By Michael McLeay, Amar Radia and Ryland Thomas of the Bank’s Monetary Analysis Directorate, Money creation in the modern economy, Quarterly Bulletin 2014 Q1
132. M. H. Miller, "Financial Markets and Economic Growth," *Journal of Applied Corporate Finance*, no. 11, 1998, pp. 8-14,
133. R. Jr. Lucas, "On the mechanics of economic development," *Journal of Monetary Economics*, Elsevier, vol. 22, 1988, no. 1, pp. 3-42,
134. J. Robinson, "The Generalization of the General Theory," *The Rate of Interest and Other Essays*, London: MacMillan, 1952.
135. Goldsmith, "Financial structure and development," Yale University Press, 1969. pp.134
136. Blaschke W., Jones T., Majnoni G., Peria S-M. “Stress Testing of Financial Systems: An Overview of Issues, Methodologies, and FSAP Experience”, IMF Working Paper, 2001.
137. “Stress testing by large financial institutions: current practice and aggregation issues”, BIS, 2000.
138. Consultative Paper “Credit Stress-Testing”, Monetary Authority of Singapore, 2002.
139. Kupiec, Paul “Stress-testing in a value at risk framework”, *Journal of Derivatives*, 1999. pp.169.

140. Kim and Finger “A Stress Test to Incorporate Correlation Breakdown”, Journal of risk, 2000.pp. 150-152.

Համացանցային կայքեր

www.cba.am

<http://www.arlis.am/>

<http://armstat.am/en/>

<http://poiskslov.com/word/>

http://www.pravo-slovo.com/finansovyy_slovar/page/finansovaya_sistema.14048

http://www.loskutov.org/Osнова/chap_22.htm

<http://bankg20.ru/>

www.imf.org

<http://www.vestifinance.ru>

«Внешние долги стран» // (<http://7696724.mobi/debt/>), информация на январь 2012 г.

<https://newwindow=1&q=syndicated+Dolar>

https://www.abcfinance.am/am-am_finances.html#CB

www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/

[www.usdoj.gov / atr / public / testimony / hhi.htm](http://www.usdoj.gov/atr/public/testimony/hhi.htm).

[www.unclaw.com / chin / teaching / antitrust / herfindahl.htm](http://www.unclaw.com/chin/teaching/antitrust/herfindahl.htm).

Stefan W Schmitz, Heiko Hesse, “Recent studies reinforce the case for the Liquidity Coverage Ratio”

<http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>

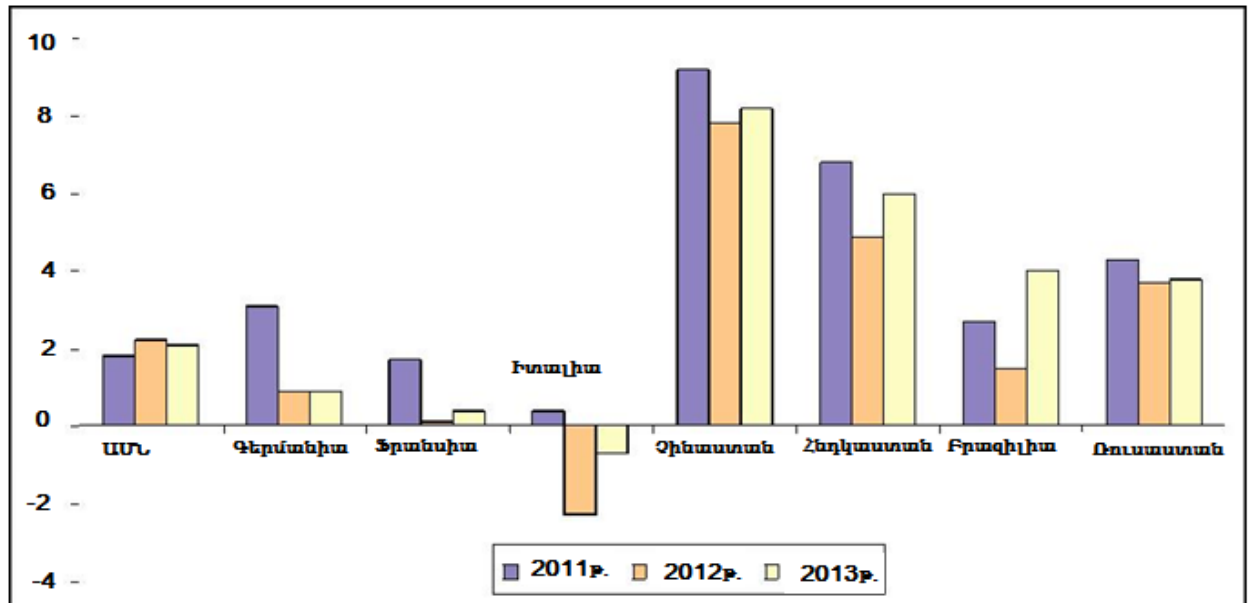
www.bis.org/publ/bcbs155.htm

www.oecd.org

ՀԱՎԵԼՎԱԾՆԵՐ

Հավելված 1.

Համախառն ներքին արդյունքի աճը ըստ երկրների (2011-2013թթ).¹²⁵



Հավելված 2

Զարգացած և զարգացող երկրներու վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքները

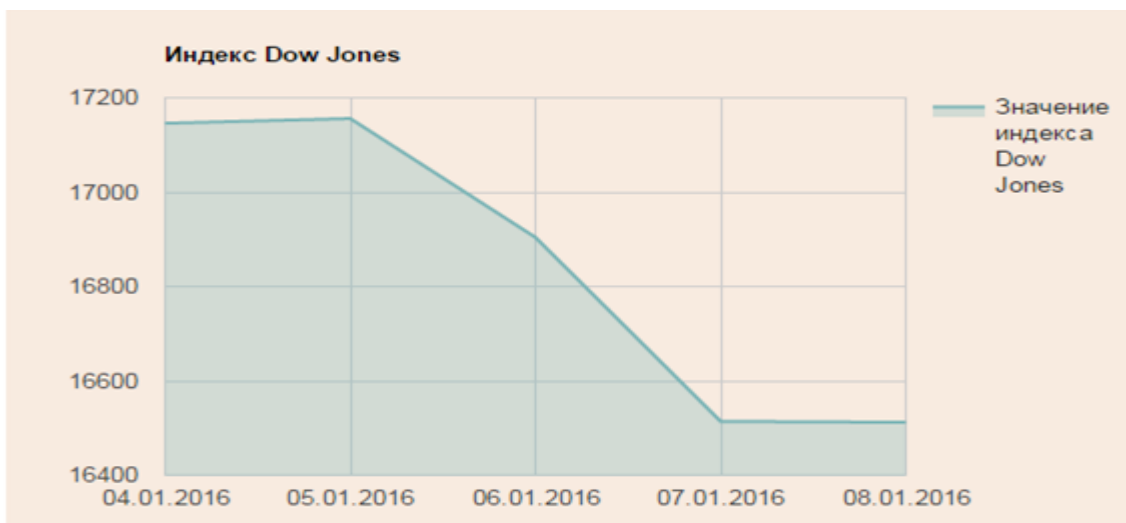
Զարգացած երկրների ԿԲ	Տոկոսադրույք
Ավստրալիայի պահուստային բաժնի	1.50
ԱՄՆ Դաշնային պահուստային բաժնի	0.50
Շվեդիայի ազգային բանկ	-0.75
Եվրոպական Կենտրոնական բանկ	0.00
Ճապոնիայի Բանկ	-0.10
Նոր Զելանդիայի Կենտրոնական բանկ	2.00
Կանադայի Բանկ	0.50

Զարգացող երկրներ	Տոկոսադրույք
Չինաստան	4.60
Հնդկաստան	6.50
Բրազիլիա	14.25
Ռուսաստան	10.5

¹²⁵ www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/01/

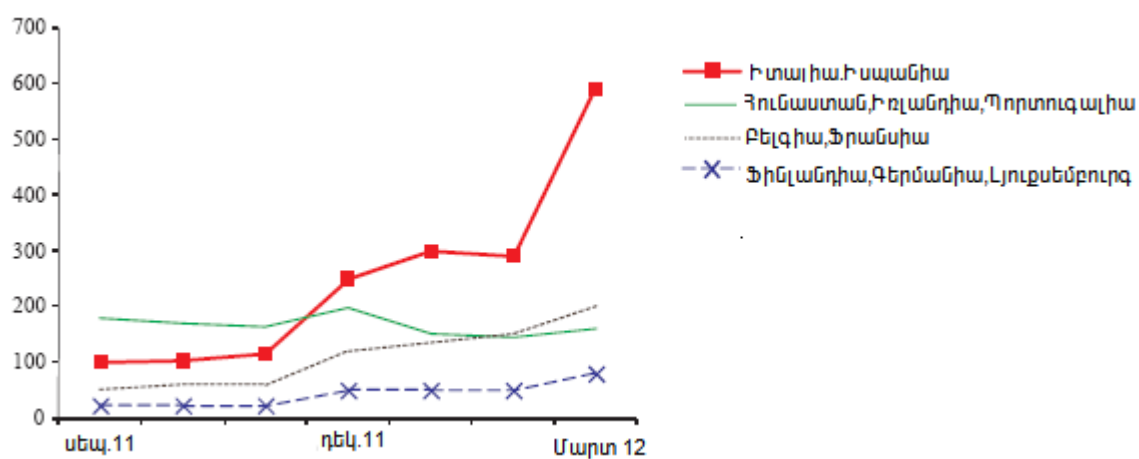
Հավելված 3

Դոու ջոնսի գործակիցը ըստ FactSet Research Systems ընկերության գրանցած տվյալների



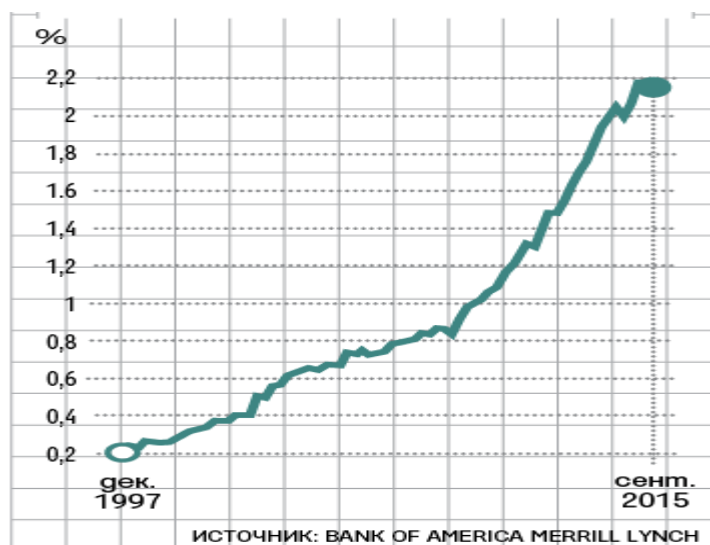
Հավելված 4

ԵԿԲ-ի LTRO-ների տեղաբաշխումը ըստ երկրների (2011-2012 թթ.)



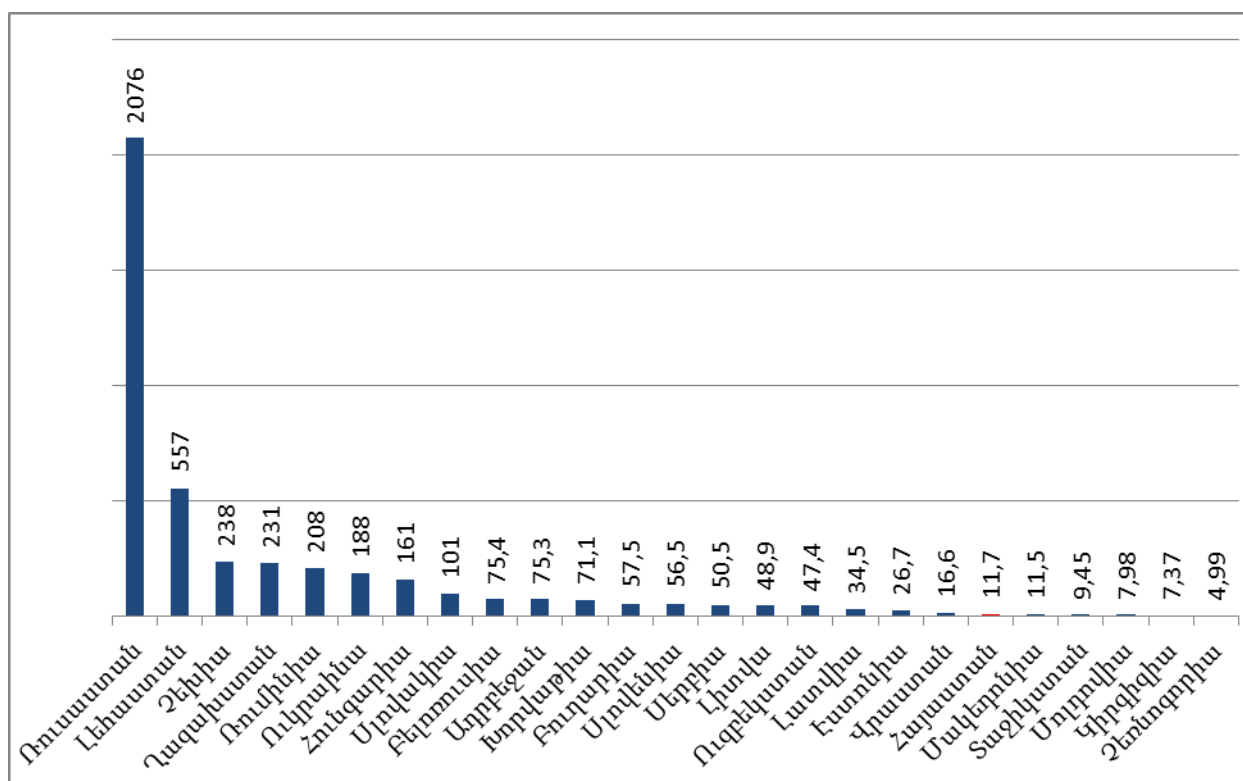
Հավելված 5

Աղբային պարտատոմսերի «junk bond» աճը (1997-2015 թթ. %)



Հավելված 6

ԱՊՀ և Արևմտյան Եվրոպայի երկրների անվանական ՀՆԱ, 2015 թվական
(մլրդ ԱՄՆ դոլար)



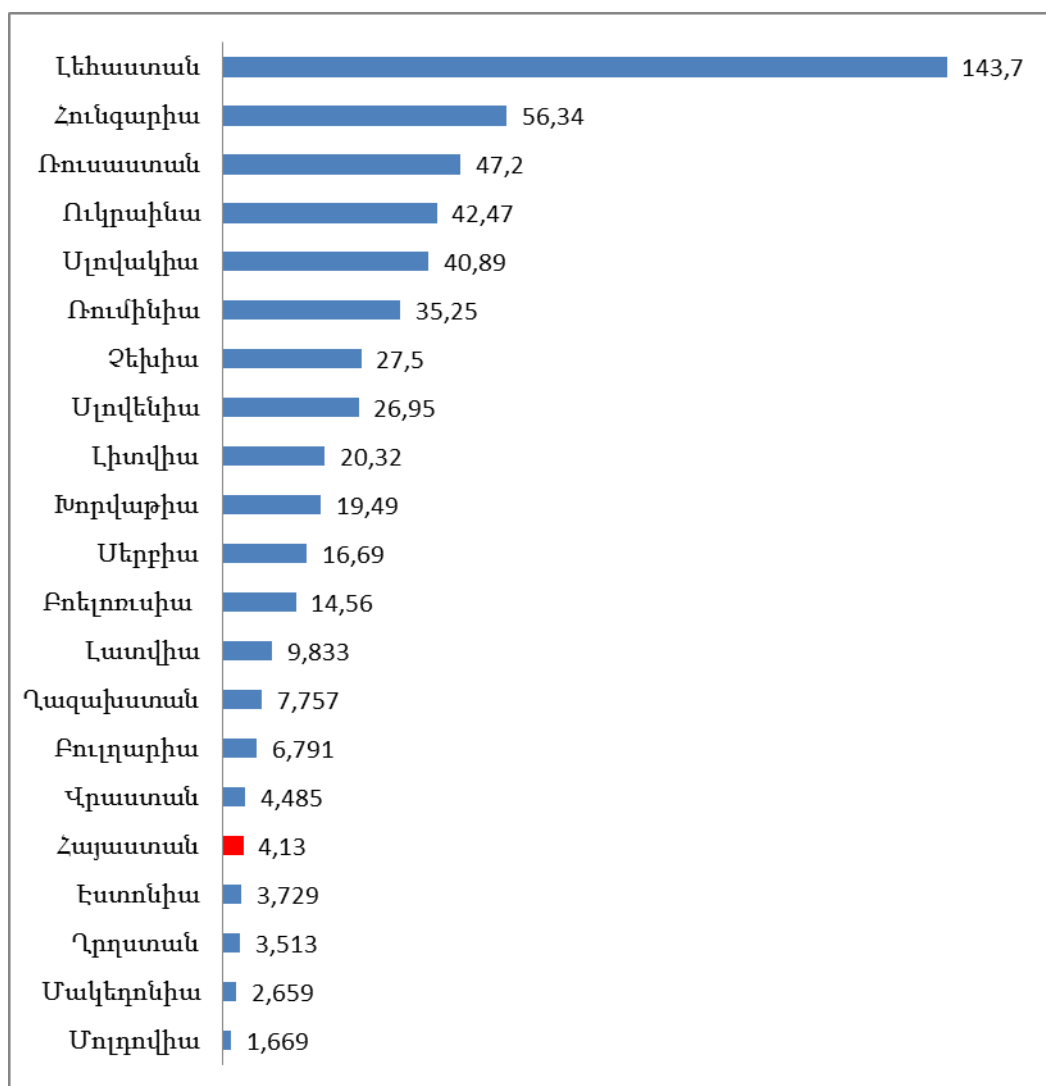
Бедность, неравенство и уязвимость в странах Европы и Центральной Азии с переходной и развивающейся экономикой. Региональное бюро Программа Развития ООН по странам Европы и СНГ, Бюро ПРООН по поддержке политики программ Октябрь 2014 года

Таблица 7—Бедность и уязвимость в странах Европы и Центральной Азии (данные за самый последний год)					
Страна	Уровень бедности*	При пороговом значении на уровне 5,40 долл. США в день по ППС:		При пороговом значении на уровне 10 долл. США в день по ППС:	
		Уязвимы	Ни бедные, ни уязвимые	Уязвимы	Ни бедные, ни уязвимые
Албания	46%	17%	37%	46%	9%
Армения	76%	11%	13%	21%	3%
Азербайджан	34%	16%	51%	52%	14%
Беларусь	1%	1%	98%	18%	81%
Босния и Герцеговина	5%	5%	90%	31%	64%
Грузия	74%	9%	17%	22%	4%
Казахстан	30%	17%	53%	57%	13%
Кыргызстан	70%	12%	18%	26%	4%
Македония	27%	10%	62%	42%	31%
Молдова	38%	15%	47%	49%	13%
Черногория	7%	8%	85%	49%	44%
Сербия	9%	9%	82%	51%	40%
Таджикистан	79%	9%	12%	20%	2%
Турция	24%	9%	67%	76%	0%
Украина	3%	6%	91%	52%	45%

Расчеты ПРООН на основе сведений из базы данных POVCALNET.

* При пороговом значении на уровне 4,30 долл. США в день по ППС.

**Երկրների արտաքին պետական պարտքը 2015 թվականի դրությամբ ըստ երկրների
(մլրդ ԱՄՆ դոլար)**



**ՀՀ ապրանքաշրջանառության ծավալները 1994-2015թթ.,
(մլն ԱՄՆ դոլար)¹²⁶**

Տարեթիվ	Ապրանքաշրջանառություն	Արտահանում	Ներմուծում	ՀՆԱ
1994	706,4	247,1	459,3	628,3
1995	1108,1	307,9	800,2	1286,7
1996	1267,1	371,7	895,4	1599,3
1997	1287,4	332,3	955,1	1638,9
1998	1359,5	359,6	999,9	1892,3
1999	1302,2	383,1	919,1	1845,5
2000	1185,2	300,5	884,7	1911,6
2001	1219,1	341,8	877,3	2153,3
2002	1492,3	505,1	987,2	2376,3
2003	1965,1	685,6	1279,5	2807,1
2004	2073,6	722,9	1350,7	3576,6
2005	2775,6	973,9	1801,7	4900,4
2006	3176,7	985,1	2191,6	6384,5
2007	4420,1	1152,3	3267,8	9204,5
2008	5483,3	1057,2	4426,1	11917
2009	4031,3	710,2	3321,1	8540,6
2010	4794,3	1011,4	3782,9	9263,8
2011	5479,6	1334,3	4145,3	10138
2012	5641,4	1380,2	4261,2	9 958,0
2013	5864,6	1478,7	4385,9	10432
2014	5 920,9	1519,3	4401,6	10787
2015	4724,6	1485,3	3239,2	11700
2016	4865,2	1791,7	3073,5	11723.4

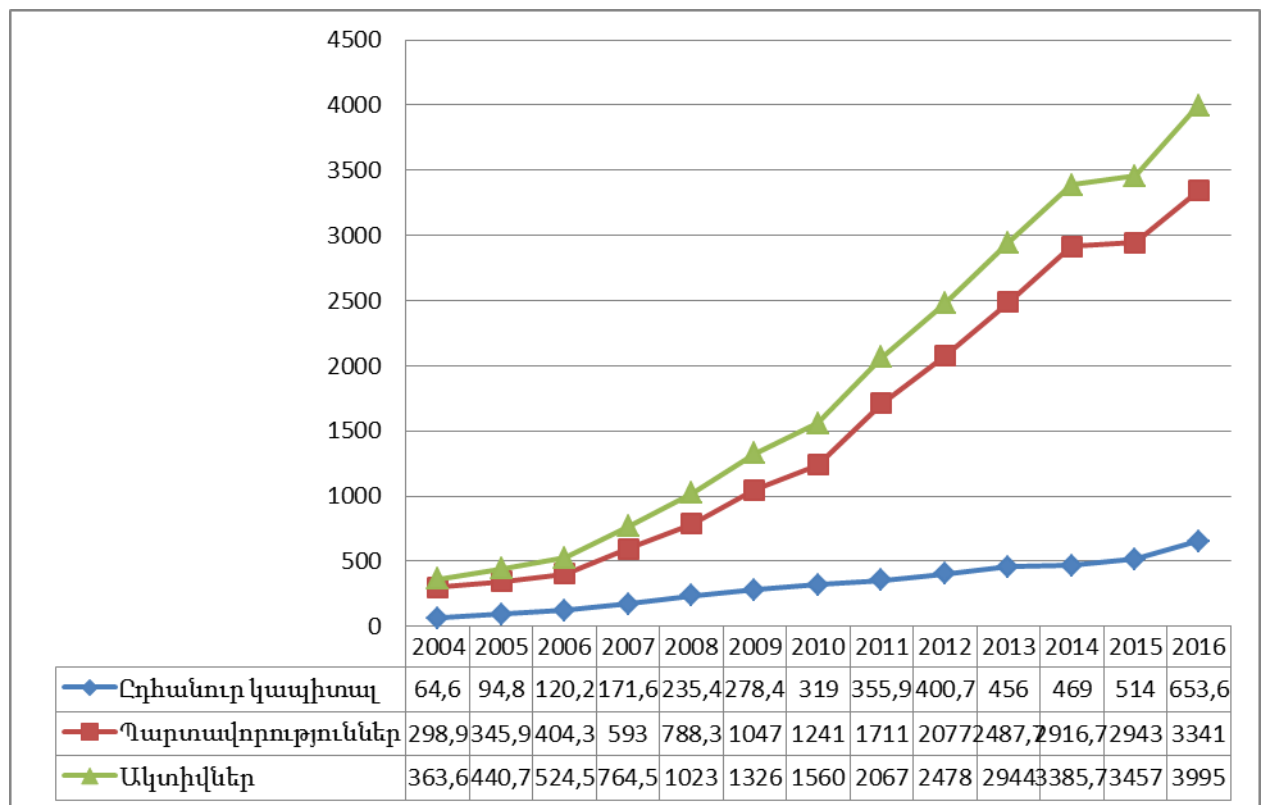
¹²⁶ <http://armstat.am/am/>

ՀՀ արտաքին պետական պարտքը բնութագրող որակական ցուցանիշներ¹²⁷

Ցուցանիշ	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Պարտք/ՀՆԱ (սահման 50%)	22.4%	18.9%	15.7%	13.4%	34.3%	35.6%	35.2%	35.2%	35.1%	32.5%	40.9%
Պարտք/արտահանում	75.3% (նվազ պարտքի բեռ)	73.2% (նվազ պարտքի բեռ)	73.6% (նվազ պարտքի բեռ)	81.1% (նվազ պարտքի բեռ)	190.3% (միջին պարտքի բեռ)	149.3% (նվազ պարտքի բեռ)	130.2% (նվազ պարտքի բեռ)	128.1% (նվազ պարտքի բեռ)	123.6% (նվազ պարտքի բեռ)	114.9% (նվազ պարտքի բեռ)	137.5% (նվազ պարտքի բեռ)
Պարտքի սպասարկում/արտահանում	4.2% (նվազ պարտքի բեռ)	3.5% (նվազ պարտքի բեռ)	2.6% (նվազ պարտքի բեռ)	2.8% (նվազ պարտքի բեռ)	4.6% (նվազ պարտքի բեռ)	4.1% (նվազ պարտքի բեռ)	3.7% (նվազ պարտքի բեռ)	8.2% (նվազ պարտքի բեռ)	27.3% ⁸ (միջին պարտքի բեռ)	8.1% (նվազ պարտքի բեռ)	12.5% (նվազ պարտքի բեռ)
Տոկոսավճար/արտահանում	0.8% (նվազ պարտքի բեռ)	0.6% (նվազ պարտքի բեռ)	0.5% (նվազ պարտքի բեռ)	0.6% (նվազ պարտքի բեռ)	1.8% (նվազ պարտքի բեռ)	2.0% (նվազ պարտքի բեռ)	1.8% (նվազ պարտքի բեռ)	1.9% (նվազ պարտքի բեռ)	1.6% (նվազ պարտքի բեռ)	2.3% (նվազ պարտքի բեռ)	3.3% (նվազ պարտքի բեռ)

Հավելված 11

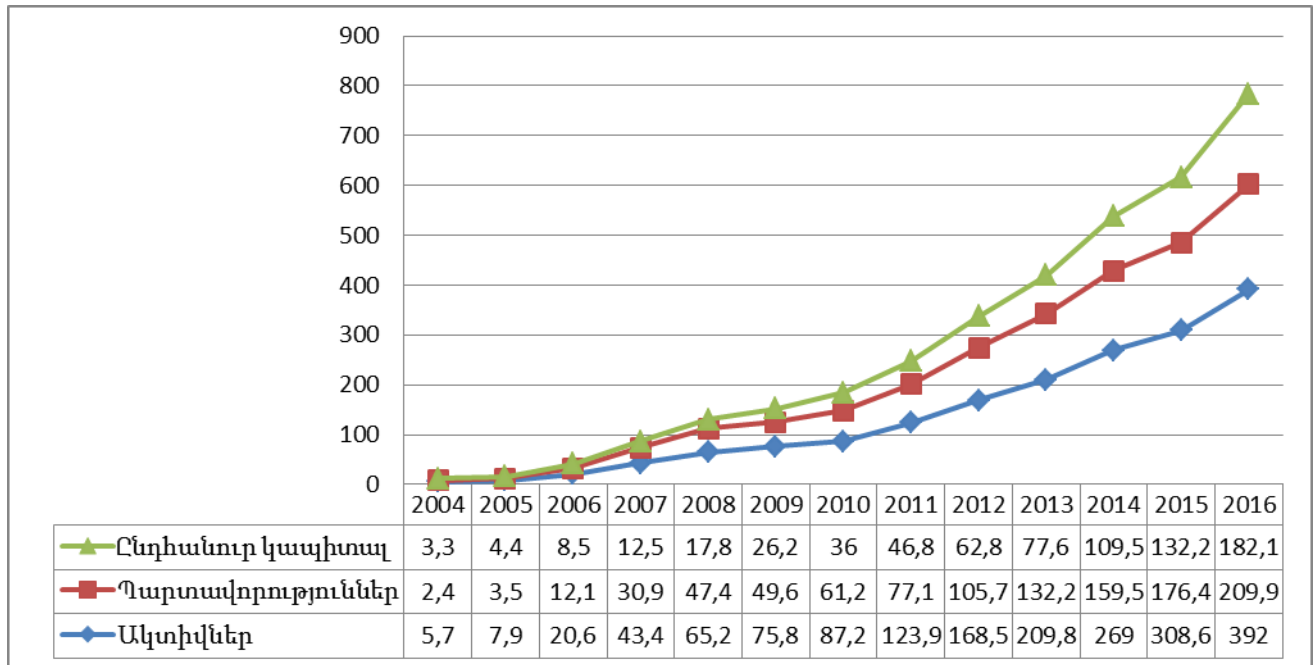
2004-2016 թթ. ՀՀ բանկային համակարգի զարգացման դինամիկան (մլրդ ՀՀ դրամ)



¹²⁷ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, Ֆինանսական կայունության հաշվետվություն 2015

Հավելված 12

2004-2016 թթ. ՀՀ վարկային կազմակերպությունների զարգացման դինամիկան
(մլրդ ՀՀ դրամ)



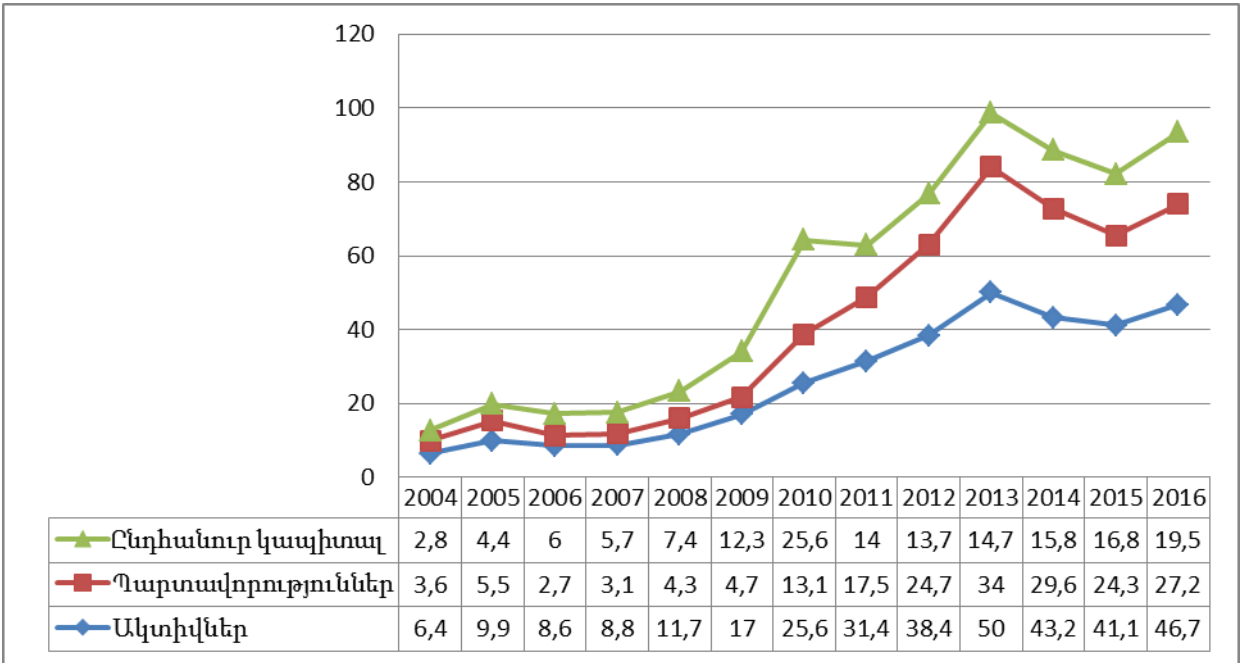
Հավելված 13

ՀՀ տարածքում գործող վարկային կազմակերպությունների վարկային ներդրումները

Ճյուղեր	31.12.13	31.12.14	31.12.15	Փոփոխություն 31.12.15 - 31.12.14	31.03.16	30.06.16	30.09.16	31.12.16	Փոփոխություն 31.12.16 - 31.12.15
Արդյունաբերություն	9.5%	7.4%	6.3%	-1.1%	5.6%	5.6%	5.3%	4.7%	-1.6%
Գյուղատնտեսություն	18.6%	20.3%	19.8%	-0.4%	20.1%	19.2%	17.2%	16.9%	-3.0%
Շինարարություն	3.7%	2.0%	1.3%	-0.7%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	-0.3%
Տրանսպորտ և կապ	0.7%	2.9%	0.7%	-2.1%	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	-0.1%
Առևտուր	12.3%	10.1%	8.5%	-1.6%	7.9%	7.5%	6.9%	6.7%	-1.9%
Հանրային սնունդ և սպասարկման այլ ոլորտներ	3.6%	1.9%	1.8%	-0.1%	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%	-0.2%
Ֆինանսական հատված	28.9%	33.2%	39.5%	6.3%	40.4%	40.8%	43.4%	44.6%	5.1%
Սպառողական վարկեր (ներառյալ՝ հիփոթեքային)	9.5%	11.6%	11.4%	-0.2%	12.0%	12.5%	12.7%	13.0%	1.6%
Հիփոթեքային (բնակարանային) վարկեր	11.0%	7.6%	7.7%	0.1%	7.7%	8.0%	8.0%	8.0%	0.3%
Այլ ճյուղեր	2.2%	3.0%	2.8%	-0.2%	2.7%	2.9%	2.9%	2.9%	0.1%
Ընդամենը	100.0%	100.0%	100.0%	x	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	x

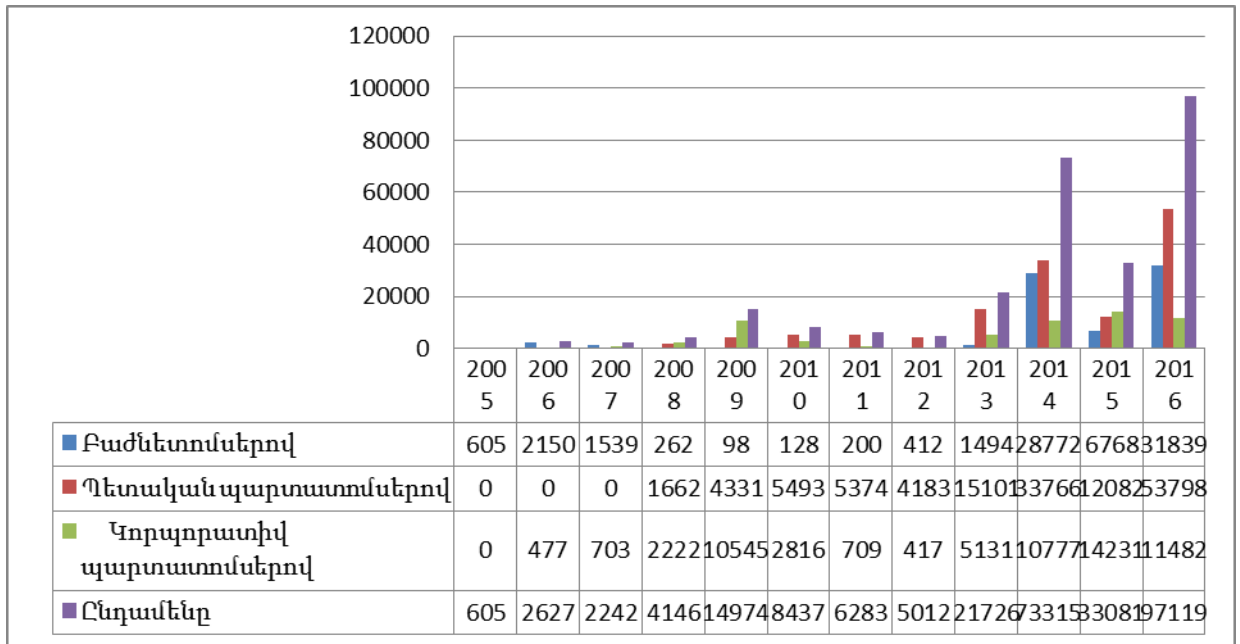
Հավելված 14

2004-2016 թթ. ՀՀ ապահովագրական համակարգի զարգացման դինամիկան
(մլրդ ՀՀ դրամ)



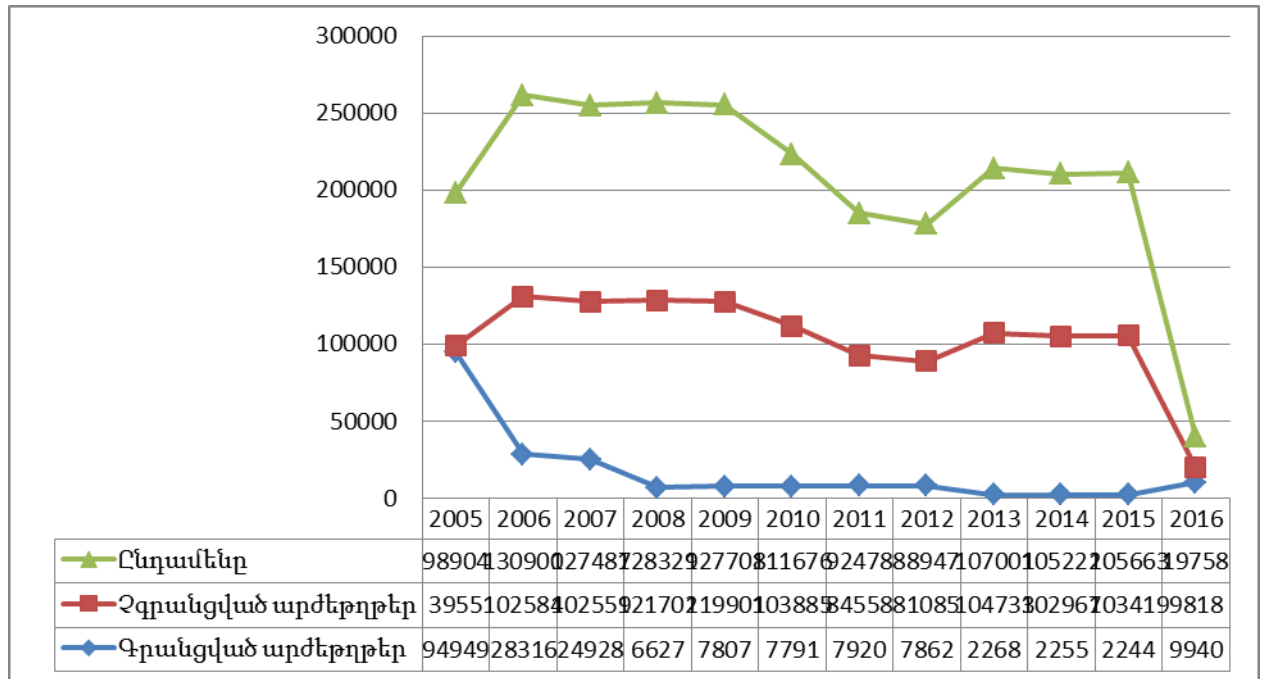
Հավելված 15

ՀՀ բորսայում արժեթղթերով իրականացվող գործարքների ծավալը (մլրդ ՀՀ դրամ)



Հավելված 16

ՀՀ կենտրոնական դեպոզիտարիայում թողարկողների և արժեթղթերի ռեեստր վարող սեփականատերերի թիվը

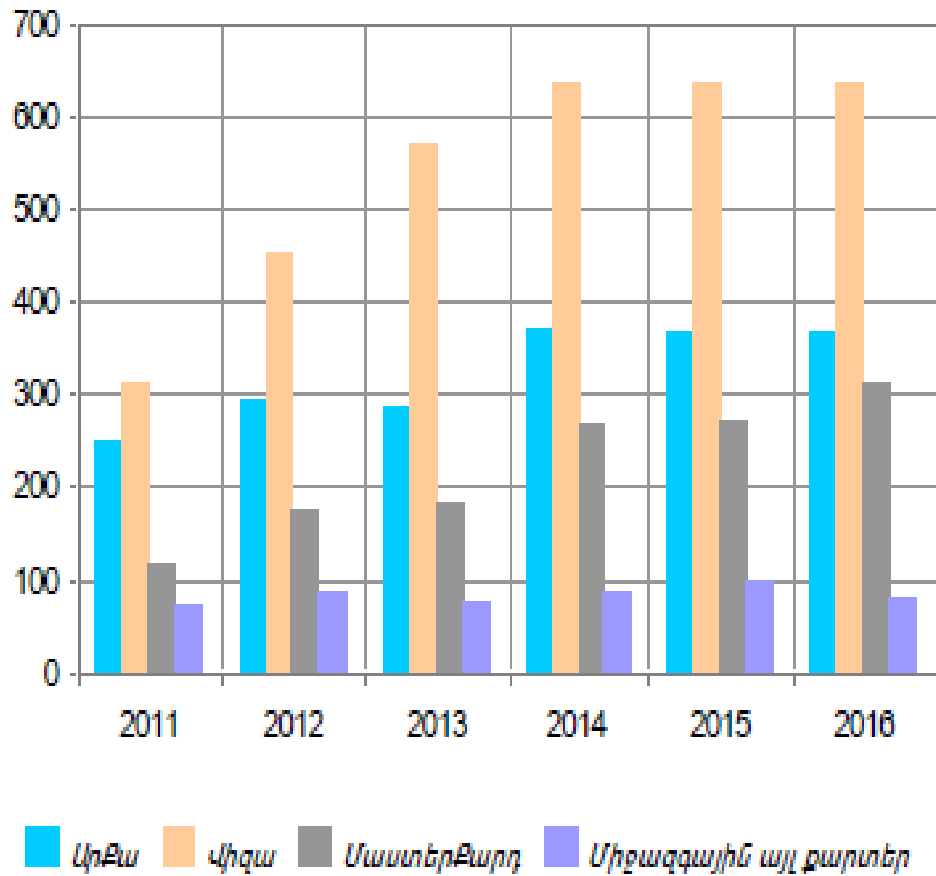


Հավելված 17

Կարգավորվող շուկայում կնքված գործարքները և դրանց կառուցվածքն ըստ գործիքների (մլն ՀՀ դրամ)

Ժամանակաշրջան	Գործարքների քանակը	Բորսայում արժեթղթերի առուվաճառքի գործարքների ծավալը			
		բաժնետոմսերով	պետական պարտատոմսերով	կորպորատիվ պարտատոմսերով	Ընդամենը
2006	1181	2150	0	477	2627
2007	319	1539	0	703	2242
2008	480	262	1662	2222	4146
2009	1108	98	4331	10545	14975
2010	805	128	5493	2816	8436
2011	587	200	5374	709	6283
2012	420	412	4183	417	5013
2013	765	1494	15101	5131	21727
2014	1531	28772	33766	10777	73316
2015	1093	6768	12082	14231	33081
2016	1631	31839	53798	11482	97119

**ՀՀ տարածքում վճարային քարտերով իրականացված գործառնությունները
2011 - 2016 թթ. (մլրդ ՀՀ դրամ)**



Հավելված 19

ՀՀ բանկային համակարգի կենտրոնացվածության մակարդակը ըստ տարիների (%)¹²⁸

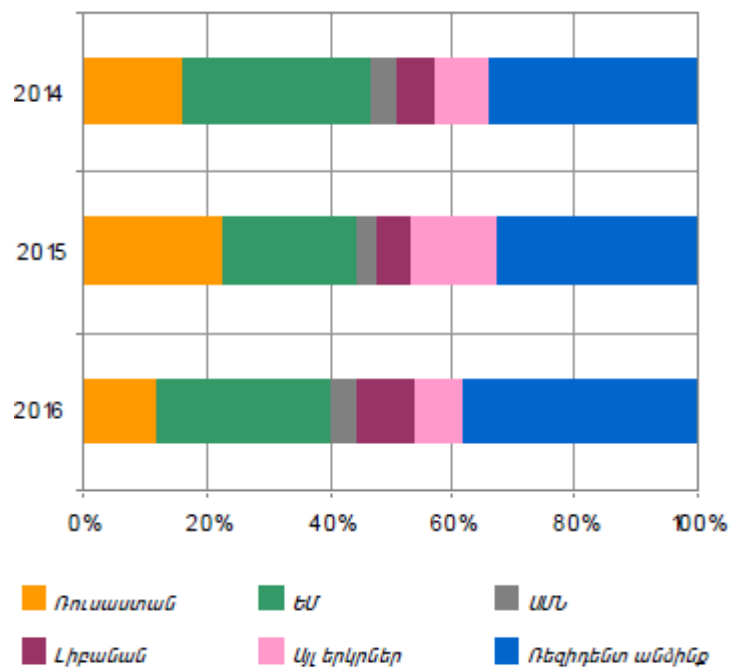
Ցուցանիշներ/տարիներ	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ընդհանուր ակտիվներ													
Կգ 4 խոշորագույն բանկերի տեսակարար կշիռը համակարգում	49	47	46	45	44	40	39	39	39	39	43	44	48
Կգ 10 խոշորագույն բանկերի տեսակարար կշիռը համակարգում	81	81	80	77	76	76	75	75	75	77	77	78	79
Ընդհանուր պարտավորություններ													
Կգ 4 խոշորագույն բանկերի տեսակարար կշիռը համակարգում	52	50	49	46	46	41	39	39	40	40	43	46	51
Կգ 10 խոշորագույն բանկերի տեսակարար կշիռը համակարգում	84	85	84	80	80	80	76	77	77	79	78	79	83
Ընդհանուր կապախտալ													
Կգ 4 խոշորագույն բանկերի տեսակարար կշիռը համակարգում	32	35	38	41	38	36	40	38	37	37	37	37	31
Կգ 10 խոշորագույն բանկերի տեսակարար կշիռը համակարգում	65	64	67	67	66	64	70	79	79	79	71	70	64
Տնտեսությանը տրամադրված վարկեր													
Կգ 4 խոշորագույն բանկերի տեսակարար կշիռը համակարգում	45	43	47	50	48	39	39	41	42	42	44	45	52
Կգ 10 խոշորագույն բանկերի տեսակարար կշիռը համակարգում		85	83	83	79	76	77	79	79	78	78	79	84
Ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց ժամկետային ավանդներ													
Կգ 4 խոշորագույն բանկերի տեսակարար կշիռը համակարգում	51	51	49	41	40	37	43	42	42	44	43	47	47
Կգ 10 խոշորագույն բանկերի տեսակարար կշիռը համակարգում	80	80	87	81		81	79	79	79	80	79	79	80

¹²⁸ Տվյալները վերցված են ՀՀ ԿԲ Հայաստանի ֆինանսական համակարգի զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողությունը 2007-2017թթ. տարեկան պարբերականներից

տեսակարար կշիռը համակարգում													
Ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց ցպահանջ պարտավորություններ (ներառյալ բանկային ավանդներ)													
Կգ 4 խոշորագույն բանկերի տեսակարար կշիռը համակարգում	60	64	57	51	47	47	49	55	52	59	52	52	55
Կգ 10 խոշորագույն բանկերի տեսակարար կշիռը համակարգում	86	86	85	81	78	82	82	86	83	86	83	85	89

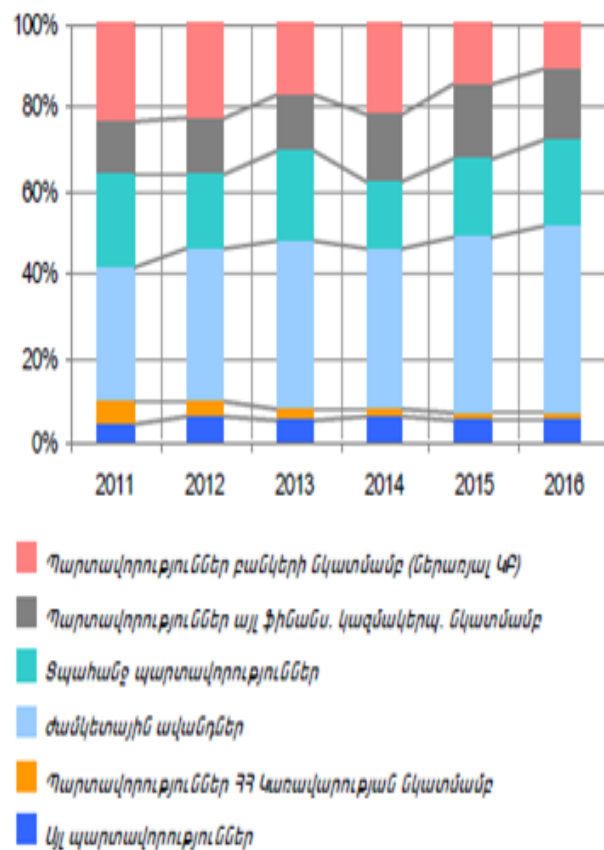
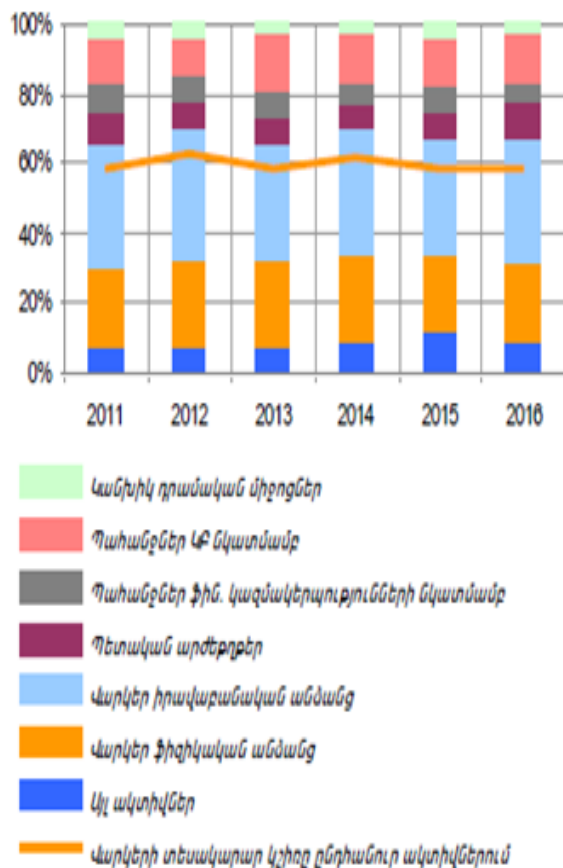
Հավելված 20

ՀՀ բանկային համակարգի կանոնադրական կապիտալի կառուցվածքը ըստ ռեզիդենտության, 2016թ.



Հավելված 21

ՀՀ բանկային համակարգի ակտիվների և պարտավորությունների կառուցվածքը



Հավելված 22

ՀՀ հարկաբյուջետային քաղաքականության մակրոտնտեսական գնահատականները (մլն ԱՄՆ դոլար)¹²⁹

Տարիներ	ՀՆԱ	Պարտք	Արտահանում	Պարտք/ՀՆԱ	Պարտք/ արտահանում
2004	3576,3	1182,9	722,9	33%	164%
2005	4900,3	1099,2	973,9	22%	113%
2006	6385,1	1205,6	985,1	19%	122%
2007	9205,7	1448,9	1152,3	16%	126%
2008	11660,9	1577,2	1057,2	14%	149%
2009	8647,5	2966,8	710,2	34%	418%
2010	9259,3	3300,5	1041,1	36%	317%
2011	10142,1	3569,3	1334,3	35%	268%
2012	9957	3739,1	1380,2	38%	271%
2013	10431,9	3899,1	1478,7	37%	264%
2014	10640,0	3850,4	1109,2	36%	347%
2015	10959,0	4397,1	1261,2	41%	349%
2016	10980,9	5105,6	1791,7	46%	283%

¹²⁹ Տվյալները վերցված են ՀՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայքից, <http://armstat.am/am/>

**Անցումային տնտեսությամբ երկրների ԿԲ-ի քաղաքական անկախության
ցուցանիշը ըստ GMT մեթոդաբանության 2015 թվականի դրությամբ**

Երկրներ /ցուցանիշներ	1	2	3	4	5	6	7	8	Ընդամենը
Կիրգիզիա	1	1	1	1	1	1	1	1	8
Բուլղարիա	1	1	1	1	1	1	1	1	8
Խորվաթիա	1	1	1	1	1	1	1	1	8
Բոսնիա և Հերցեգովինա	1	1	1	1	1	1	1	1	8
Մակեդոնիա	1	1	1	1	1	1	1	1	8
Էստոնիա	1	1	1	0	1	1	1	1	7
Լիտվիա									7
Վրաստան	0	1	1	1	1	1	1	1	7
Չեխիա	1	1	1	1	0	1	1	1	7
Հունգարիա	0	1	1	1	1	1	1	1	7
Լեհաստան	1	1	1	1	0	1	1	1	7
Սլովենիա	1	1	1	1	0	1	1	1	7
Հայաստան	1	1	1	0	1	0	1	1	6
Լատվիա	1	1	1	1	0	0	1	1	6
Ադրբեջան	1	0	1	0	1	1	1	1	6
Տաջիկիստան	1	0	1	0	1	1	1	1	6
Ռուսաստան	1	0	1	0	1	0	1	1	5
Ուկրաինա	1	0	1	0	0	1	1	1	5
Ուզբեկստան	1	0	1	0	0	1	1	1	5
Մոլդովիա	1	1	1	1	0	0	1	0	5
Թուրքմենիա	0	1	0	1	1	0	1	1	5
Ռումինիա	1	0	1	0	0	1	1	1	5
Սերբիա	1	0	1	0	0	1	1	1	5
Բելոռուսիա	1	0	1	0	0	0	1	1	4
Ղազախստան	1	1	0	1	0	0	1	0	4
Սլովակիա	1	0	0	0	0	1	1	1	4

Հավելված 24

Դիտարկվող երկրների ԿԲ-ի տնտեսական անկախության GMT ինդեքս 2015 թվականի դրությամբ

Երկրներ/ցուցանիշներ	1	2	3	4	5	6	7	Ընդամենը
Լիտվիա	1	1	1	1	1	1	2	8
Հունգարիա	1	1	1	1	1	1	2	8
Էստոնիա	1	1	1	1	0	1	2	7
Ղազախստան	1	1	1	1	0	1	2	7
Չեխիա	1	1	1	1	1	1	1	7
Լեհաստան	1	1	1	1	1	1	1	7
Բոսնիա և Հերցեգովինա	0	1	1	1	1	1	1	7
Ռուսաստան	1	1	1	1	1	1	0	6
Լիտվիա	1	1	1	1	1	1	0	6
Տաջիկստան	1	1	1	1	1	1	0	6
Կիրգիզիա	1	1	1	1	1	1	0	6
Թուրքմենստան	1	1	1	1	1	1	0	6
Ռումինիա	1	1	1	1	1	1	0	6
Սլովակիա	1	1	1	1	1	1	0	6
Սլովենիա	1	1	1	1	1	1	0	6
Մակեդոնիա	1	1	1	1	1	1	0	6
Մոլդովիա	0	1	1	1	1	1	0	5
Վրաստան	1	1	1	1	0	1	0	5
Սերբիա	1	0	1	1	1	1	0	5
Հայաստան	0	1	1	1	0	1	0	4
Ադրբեջան	0	0	1	1	1	1	0	4
Ուզբեկստան	0	0	1	1	0	1	0	3
Բելառուսիա	0	0	0	0	1	1	0	2
Ուկրաինա	0	0	0	0	1	1	0	2

**Դիտարկված երկրների ԿԲ-ների անկախության ինդեքսը ըստ GMT
մեթոդաբանության 2015 թվականի դրությամբ**

	Քաղաքական անկախություն	Տնտեսական անկախություն	Ընդհանուր անկախություն
Հունգարիա	7	8	15
Բոսնիա_հերցեգովինա	8	7	15
Էստոնիա	7	7	14
Լատվիա	6	8	14
Կիրգիզիա	8	6	14
Բուլղարիա	8	6	14
Խորվաթիա	8	6	14
Չեխիա	7	7	14
Լեհաստան	7	7	14
Մակեդոնիա	8	6	14
Լիտվա	7	6	13
Սլովենիա	7	6	13
Տաջիկստան	6	6	12
Վրաստան	7	5	12
Ռուսաստան	5	6	11
Կազախստան	4	7	11
Թուրքմենիա	5	6	11
Ռումինիա	5	6	11
Հայաստան	6	4	10
Մոլդովիա	5	5	10
Ադրբեջան	6	4	10
Սլովակիա	4	6	10
Սերբիա	5	5	10
Ուզբեկստան	5	3	8
Ուկրաինա	5	2	7
Բելոռուսիա	4	2	6

Անկախության և գնաճի կապը 2015 թվականի տվյալներով¹³⁰

Երկրներ	ԿԲ անկախություն	Գնաճ
Հունգարիա	15	1,9
Բոսնիա_հերցեգովինա	15	0,2
Էստոնիա	14	3,4
Լատվիա	14	0,2
Կիրգիզիա	14	6,8
Բուլղարիա	14	1,5
Խորվաթիա	14	2,2
Չեխիա	14	1,4
Լեհաստան	14	1
Մակեդոնիա	14	2,8
Լիտվա	13	1,2
Սլովենիա	13	2,1
Տաջիկստան	12	3,7
Վրաստան	12	-0,5
Ռուսաստան	11	6,8
Կազախստան	11	5,8
Թուրքմենիա	11	9
Ռումինիա	11	4,1
Հայաստան	10	6,2
Մոլդովիա	10	4,6
Ադրբեջան	10	2,4
Սլովակիա	10	1,7
Սերբիա	10	1,7

¹³⁰ <http://svspb.net/danmark/infljacija-stran.php>

ԿԲ անկախության և տնտեսական աճի կապը 2015 թվականի տվյալներով¹³¹

	ԿԲ անկախություն	տնտեսական աճ
Հունգարիա	15	-1
Բոսնիա_հերցոգովինա	15	0
Էստոնիա	14	2,4
Լատվիա	14	4,5
Կիրգիզիա	14	1
Բուլղարիա	14	1
Խորվաթիա	14	-1,1
Չեխիա	14	-1
Լեհաստան	14	2,4
Մակեդոնիա	14	1
Լիտվա	13	2,7
Սլովենիա	13	-2,2
Տաջիկստան	12	6,8
Վրաստան	12	6
Ռուսաստան	11	3,6
Կազախստան	11	5,5
Թուրքմենիա	11	8
Ռումինիա	11	0,9
Հայաստան	10	3,8
Մոլդովիա	10	3
Ադրբեջան	10	3,8
Սլովակիա	10	2,6
Սերբիա	10	-0,5

¹³¹ <http://svspb.net/danmark/infljacija-stran.php>

Անկախության և զբաղվածության կապը թվականի տվյալներով 2015թ.¹³²

	ԿԲ անկախություն	Գործազրկություն
Հունգարիա	15	10,1
Բոսնիա_հերցեգովինա	15	44,6
Էստոնիա	14	10,8
Լատվիա	14	9,7
Կիրգիզիա	14	8,2
Բուլղարիա	14	12,7
Խորվաթիա	14	16,7
Չեխիա	14	6,8
Լեհաստան	14	10,6
Սակեդոնիա	14	28,8
Լիտվա	13	12,1
Սլովենիա	13	11,2
Տաջիկստան	12	2,5
Վրաստան	12	15,1
Ռուսաստան	11	5,2
Կազախստան	11	6,1
Թուրքմենիա	11	70
Ռումինիա	11	7,5
Հայաստան	10	17,3
Մոլդովիա	10	9,1
Ադրբեջան	10	6
Սլովակիա	10	14,3
Սերբիա	10	22,4

¹³² <http://svspb.net/danmark/infljacija-stran.php>

ՀՀ ֆինանսական միջնորդության ցուցանիշները 2007-2016թթ. եռամսյակային

Ըստ եռամսյակների	Վարկեր/ՀՆԱ	Ավանդներ/ՀՆԱ	Փողի զանգված/ՀՆԱ	Ակտիվներ/ՀՆԱ
2007/1	60,6	99,2	114,39	37,77
2007/2	42,6	63,8	76,63	21,78
2007/3	34,4	44,6	56,56	19,73
2007/4	40,6	49,0	68,07	23,85
2008/1	90,9	102,2	133,50	71,52
2008/2	67,2	68,4	90,63	50,80
2008/3	47,6	45,6	60,31	39,05
2008/4	60,3	55,2	69,08	49,66
2009/1	129,2	143,7	129,19	50,01
2009/2	92,0	108,3	100,52	58,25
2009/3	66,7	83,3	75,86	46,77
2009/4	69,3	89,5	80,83	47,18
2010/1	136,4	180,3	149,22	91,11
2010/2	102,7	120,1	106,91	76,58
2010/3	76,8	85,4	77,25	68,06
2010/4	78,3	88,7	80,56	70,21
2011/1	157,2	175,1	151,25	147,53
2011/2	128,0	135,5	119,38	118,83
2011/3	96,3	99,1	89,01	98,41
2011/4	99,6	104,2	93,67	101,41
2012/1	195,3	198,2	172,14	206,64
2012/2	160,0	158,8	134,90	160,43
2012/3	118,8	123,2	104,09	125,81

2012/4	122,5	127,7	108,75	126,55
2013/1	213,0	233,0	188,96	223,56
2013/2	174,1	188,0	153,28	152,89
2013/3	124,5	140,8	113,07	130,83
2013/4	123,9	137,8	113,68	128,28
2014/1	231,0	265,5	207,10	243,01
2014/2	185,5	211,2	166,94	196,87
2014/3	131,1	144,8	116,57	157,42
2014/4	137,4	150,3	114,40	136,48
2015/1	221,1	247,3	182,73	231,76
2015/2	173,8	205,7	152,99	189,97
2015/3	125,4	153,4	112,72	139,60
2015/4	126,2	164,9	121,19	141,85
2016/1	217,9	290,7	207,72	247,53
2016/2	174,6	229,1	168,91	196,65
2016/3	130,0	176,8	130,83	155,23
2016/4	134,7	192,3	135,18	161,57

Հավելված 30

Ֆինանսական հոսքեր ստեղծող հիմնական բաղադրատարրեր (մլն դոլար)

2007-2016թթ. եռամսյակային

Ըստ եռամսյակների	Համախառն արտաքին պարտք	Զուտ արտահանում	Դրամական փոխանցումներ	ՀՆԱ
2007/1	2 109,4	-412,57	853	1174,6
2007/2	2 277,1	-422,05	1 719	1928,3
2007/3	2 435,7	-522,95	2 419	3045,5
2007/4	2 939,6	-757,91	2 324	3203,2
2008/1	3 134,7	-612,88	1 167	1654,2
2008/2	3 173,2	-769,25	2 687	2554,8
2008/3	3 210,2	-918,12	3 504	4133,1
2008/4	3 462,0	-1 068,71	4 104	3343,9
2009/1	3 584,9	-541,43	1 303	1516,7
2009/2	4 469,9	-559,77	2 097	1779,4
2009/3	4 706,1	-656,03	3 026	2630,8
2009/4	5 036,3	-853,75	1 807	2622,8
2010/1	5 267,7	-600,54	1 231	1417,3
2010/2	5 443,5	-645,82	1 821	1914,5
2010/3	5 877,8	-687,28	2 916	2869,4
2010/4	6 306,6	-774,25	2 987	3136,1
2011/1	6 619,1	-607,23	1 656	1671,9
2011/2	7 004,5	-680,80	2 847	2181,1
2011/3	7 360,6	-713,25	3 494	3109,1
2011/4	7 417,7	-809,72	3 368	3158,6
2012/1	7 384,3	-653,23	2 029	1696,5

2012/2	7 362,6	-723,59	3 113	2207,2
2012/3	7 576,9	-643,03	4 226	2964,8
2012/4	7 673,9	-861,18	4 380	3046,0
2013/1	7 722,5	-647,95	2 302	1762,7
2013/2	7 924,4	-645,79	3 522	2174,8
2013/3	8 771,7	-669,09	4 650	3155,1
2013/4	8 732,8	-944,29	4 028	3352,7
2014/1	8 639,9	-657,65	2 173	1808,0
2014/2	8 573,6	-687,92	3 308	2303,5
2014/3	8 400,7	-767,01	4 158	3357,0
2014/4	8 540,5	-764,55	2 568	3393,1
2015/1	8 522,4	-430,28	1 068	1836,6
2015/2	8 627,8	-384,46	2 256	2314,2
2015/3	8 648,7	-417,25	3 237	3174,1
2015/4	8 918,8	-521,92	2 146	3199,8
2016/1	9 012,0	-291,17	926	1844,3
2016/2	8 950,6	-335,23	1 615	2373,8
2016/3	9 241,3	-365,28	2 420	3204,7
2016/4	9 953,1	-490,06	2 198	3170,1

