

ԵՐԵՎԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ՀՈՎԱԿԻՄՅԱՆ ՍՈՒՐԵՆ ԱԼՔԵՐՏԻ

**ՀՀ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԿԱՅՈՒՆՈՒԹՅԱՆ ԱՊԱՀՈՎՄԱՆ ԱՐԴԻ
ՀԻՄՆԱՀԱՐՑԵՐԸ**

Ա Տ Ե Ն Ա Խ ՈՒ Թ Յ ՈՒ Ն

Ը.00.03 «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում»
մասնագիտությամբ տնտեսագիտության գիտությունների
թեկնածուի

գիտական աստիճանի համար

Գիտական ղեկավար՝ Տնտ.գիտ.դոկտոր,
դոցենտ Հ.Գ. Մնացականյան

ԵՐԵՎԱՆ 2016

ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆ

ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ.....	2
ԳԼՈՒԽ 1. ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԿԱՅՈՒՆՈՒԹՅԱՆ ԱՊԱՀՈՎՄԱՆ ՏԵՍԱԿԱՆ ԵՎ ՄԵԹՈԴԱԿԱՆ ՀԻՄՔԵՐԸ.....	7
1.1 Ֆինանսական կայունության էությունը և այն պայմանավորող գործոնները.....	7
1.2 Ֆինանսական կայունության ապահովման մեթոդաբանությունը և դրա գնահատման մոտեցումները.....	24
1.3 Ֆինանսական կայունություն ապահովող կառույցների գործունեության հիմնախնդիրները.....	33
ԳԼՈՒԽ 2. ՀՀ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԿԱՅՈՒՆՈՒԹՅՈՒՆԸ ԵՎ ԴՐԱ ՎՐԱ ԱԶԴՈՂ ԳՈՐԾՈՆՆԵՐԸ	49
2.1 Ֆինանսական կայունության վիճակը Հայաստանում և դրա ապահովման ռազմավարությունը.....	49
2.2 Ֆինանսական համակարգի և մակրոտնտեսական կայունության ապահովման գործառույթների համակարգումը.....	73
2.3 ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովման գործառույթներից ծագող ռիսկերի կառավարումը.....	89
ԳԼՈՒԽ 3. ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅԱՆ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԿԱՅՈՒՆՈՒԹՅԱՆ ԲԱՐՁՐԱՑՄԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ.....	106
3.1 ՀՀ մակրոտնտեսական ցուցանիշները և ֆինանսական կայունությունը.....	106
3.2 Կայունության ապահովման քաղաքականություն իրականացրող մարմինների գործունեության արդյունավետության բարձրացման ուղիները.....	117
3.3 Կայունության ապահովման ռազմավարական ռիսկերը և դրանց կառավարման առանձնահատկությունները.....	135
ԵԶՐԱԿԱՅՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ.....	155
ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ՄԱՍՆԱԳԻՏԱԿԱՆ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆ	156
ՀԱՎԵԼՎԱԾՆԵՐ.....	157

ՆԵՐԱԾՈՒԹՅՈՒՆ

Ատենախոսության թեմայի արդիականությունը: Համաշխարհային տնտեսության ներկայիս աշխարհաքաղաքական զարգացումներում իրենց ընդգծված հետազիծն ունեցան վերջին ճգնաժամային երևույթները, երբ մինչև անգամ զարգացած երկրների ֆինանսական համակարգերը հայտնվեցին իրարամերժ և դժվար հաղթահարելի խնդիրների առջև: Դեռևս շարունակվում են խորանալ հակասությունները երկրների տնտեսական և ֆինանսական համակարգերի զարգացման շարժընթացներում: Կախված տնտեսական աճի դանդաղ տեմպերից և ֆինանսական ռեսուրսների պահանջարկի շարունակական աճից միջազգային ֆինանսական համակարգում արդեն իսկ ուրվագծվում են այնպիսի դրսևորումներ, ինչպիսիք են ֆինանսական շուկաների ազգայնացումը, որոշ զարգացած երկրներում դրանց չհիմնավորված կենտրոնացվածությունը և, որ ամենակարևորն է, «անորակ» արժեթղթերի չափազանց մեծ տեսակարար կշիռը¹: Ակնհայտ է, որ այսպիսի զարգացումները պայմանավորված են ինչպես շուկայի մասնակիցների կողմից ֆինանսական շուկաներում գործառնությունների իրականացման ժամանակ հնարավոր ռիսկերի չեզոքացման նպատակով, այնպես էլ ֆինանսական կազմակերպությունների նկատմամբ կարգավորողների կողմից կիրառվող վերահսկողության խիստ պահանջներով:

Ճգնաժամի հաղթահարման և հատկապես ֆինանսական համակարգի կայունացման գործում վերջին տարիներին նկատելիորեն մեծացել է երկրների կենտրոնական բանկերի դերը որպես կարճաժամկետ և երկարաժամկետ ֆինանսական միջոցներ ձևավորողներ: Ավելին, տնտեսական աճի խթանման նպատակով այդ միջոցները հաճախ տրամադրվում են առավել ցածր տոկոսադրույքներով, երբեմն՝ նույնիսկ գնաճի ցուցանիշից ավելի ցածր: Այս երևույթը ֆինանսական համակարգում ստացել է «իրացվելիության ծուղակ» անվանումը, ինչը որպես տնտեսական ակտիվացումը խթանող գործիք դեռևս շարունակում է լայնորեն կիրառվել կենտրոնական բանկերի կողմից: Սակայն այդպիսի տոկոսադրույքներ կիրառվում են միայն զարգացած երկրներում, իսկ այնպիսի երկրներ, ինչպիսին է

¹ Financial News. 2012. 25 Sept.<http://www.switzer.com.au//>

Հայաստանը, վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքները դեռևս գերազանցում են գնաճի մակարդակը և շարունակում են մնալ բարձր: Ակնհայտ է, որ զարգացող գրեթե բոլոր երկրներում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքներն առաջին հերթին հետապնդում են պետական կարգավորման նպատակ, այդուհանդերձ դրանք տվյալ երկրում դառնում են ներդրումային և վարկային տոկոսադրույքների ձևավորման հիմնական կողմորոշիչներ: Այդ իսկ պատճառով, զարգացած երկրներում, ի տարբերություն զարգացողների, տնտեսության աշխուժացման նպատակով իրականացվում է համեմատաբար մեղմ դրամավարկային քաղաքականություն:

Արդյունքում այդ երկրներում արձանագրվեց վարկային ռեսուրսների նկատմամբ պահանջարկի կտրուկ մեծացում, ընդ որում՝ ինչպես կարճաժամկետ, այնպես էլ երկարաժամկետ միջոցների առումով: Հետագայում այդ պահանջարկն այնքան մեծացավ, որ արդեն ճգնաժամից որոշ ժամանակ անց Եվրամիության բանկային համակարգում, համապատասխան ռեսուրսների բացակայության պատճառով, կարող էր վտանգվել նույնիսկ համակարգի իրացվելիության անհրաժեշտ մակարդակի ապահովումը, եթե չգործադրվեին Եվրահամակարգի ֆինանսավորման երկարաժամկետ գործիքները: Վարկավորման այդպիսի ծավալների պարագայում մեծանում են իրացվելիության և արտարժույթային փոխարժեքների տատանումների հետ կապված ռիսկերը: Այդպիսի ռիսկեր բնորոշ են նաև ՀՀ ֆինանսական համակարգին: Ավելին, մասնավոր տրանսֆերտների ներհոսքի կտրուկ անկման, հանրապետության արտահանման պոտենցիալի սահմանափակության պայմաններում այդ ռիսկերը, անշուշտ, դառնում են դժվար կառավարելի, երբեմն նույնիսկ անկառավարելի:

Ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովման և հնարավոր ռիսկերի արդյունավետ կառավարման գործում չափազանց մեծ է ֆինանսական միջնորդության ենթակառուցվածքների դերը, որոնց զարգացածության աստիճանը շատ բարձր է հատկապես արևմտյան երկրներում: Դրանցից մի մասում միջնորդության ենթակառուցվածքները տիրապետում են այդ երկրների ֆինանսական համակարգերի ընդհանուր ակտիվների գրեթե կեսը՝ մի քանի անգամ գերազանցելով տվյալ երկրների ՀՆԱ-ների ցուցանիշը:

Նշված միտումները առավել ցայտուն են դրսևորվում Հայաստանի Հանրապետությունում, քանի որ տնտեսական աճի տեմպի անկման հետ փոքրանում են ազգային փոխառությունների մարման հնարավորությունները, մեծանում են դժվարությունները՝ պայմանավորված վարկային ռիսկի կառավարմամբ, հատկապես երբ գների կայունացման նպատակով կրճատվում է փողի առաջարկը, աճում է արտաքին պետական պարտքը, մեծանում են սպառողական գների աճի տեմպերը, նվազում են բնակչության անվանական եկամուտները և դրսից փոխանցվող դրամական հոսքերը, խորանում է հասարակության անվստահությունը երկրում վարվող տնտեսական և դրամավարկային քաղաքականությունների նկատմամբ: Այս ամենից ակնհայտ են դառնում Հայաստանի Հանրապետության ֆինանսական կայունությունը պայմանավորող գործոնների բացահայտման և կայունության բարձրացման ուղիների մշակման անհրաժեշտությունն ու հրատապությունը:

Հետազոտության նպատակն ու խնդիրները: Հետազոտության հիմնական նպատակը ՀՀ ֆինանսական կայունության վրա ազդող գործոնների գնահատման և վերլուծության հիման վրա երկրի ֆինանսական կայունության բարձրացմանն ուղղված մոտեցումների և առաջարկությունների մշակումն է:

Դրված նպատակին հասնելու համար՝ առաջադրվել և լուծվել են հետևյալ հիմնախնդիրները.

- ուսումնասիրել ֆինանսական կայունության մեթոդաբանական հիմքերը, դրա ապահովման սկզբունքները և գնահատման մոտեցումները,
- ընդունելով ֆինանսական համակարգը որպես տնտեսական աճի և երկրի ֆինանսական կայունության ապահովման կարևորագույն գործիք՝ բացահայտել համակարգի կայունությանը սպառնացող ռիսկերն ու դրանց դրսևորման առանձնահատկությունները,
- դիտարկել ՀՀ ֆինանսական համակարգում միջնորդության ինստիտուտների գործունեության արդյունավետության ու կայունության բարձրացմանը նպաստող միջոցառումների իրականացման հնարավորությունները,

- կարևորելով ֆինանսական հոսքերի կարգավորման անհրաժեշտությունը կայունության ապահովման գործում՝ վերլուծել դրանց ներկա իրավիճակը և մշակել ֆինանսական հոսքերի կարգավորման մոտեցումներ,
- բացահայտել հանրապետության ֆինանսական կայունության ապահովման գործառույթներից ծագող ներքին և արտաքին ռիսկերը, մշակել և առաջարկել դրանց արդյունավետ կառավարման մեխանիզմ:

Հետազոտության օբյեկտը և առարկան: Ուսումնասիրության օբյեկտը ՀՀ ֆինանսական կայունությունն է, կայունության ապահովման քաղաքականությունը: Հետազոտության առարկան՝ ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունության վրա ազդող գործոններն են և կայունության բարձրացման ուղիները:

Հետազոտության տեսական, մեթոդական և տեղեկատվական հիմքերը: Ատենախոսության համար տեսամեթոդական հիմք են հանդիսացել ֆինանսական կայունության ապահովմանն ու գնահատմանն ուղղված բազմաթիվ արտասահմանյան հետազոտողների և առաջատար կենտրոնական բանկերի մշակումներն ու հետազոտությունները, Համաշխարհային բանկի, Արժույթի միջազգային հիմնադրամի (ԱՄՀ), Միջազգային հաշվարկային բանկի հրապարակված ֆինանսական կայունության տարեկան զեկույցները և ուղեցույցները, գիտավերլուծական նյութերը և դրանցում կիրառվող վերլուծությունների ու գնահատման տեսական ընդհանրացման, հատուկ գիտական տնտեսաչափական մեթոդները:

Աշխատանքի տեղեկատվական հիմքում ընկած են ՀՀ Կենտրոնական բանկի, ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայության, ՀՀ Կառավարության և ֆինանսների նախարարության թողարկած վիճակագրական և վերլուծական նյութերը:

Հետազոտության արդյունքները և գիտական նորույթը: Ատենախոսության գիտական նորույթը պայմանավորված է հետազոտության ընթացքում ստացված մի շարք գիտագործնական արդյունքներով, որոնցից գիտական նորույթ են հետևյալները.

- ֆինանսական համակարգի արդյունավետության բարձրացման նպատակով առաջարկվել են դրա կայունությունը պայմանավորող և այն ապահովող քաղաքականությունների համակարգվածության աստիճանը գնահատող

չափորոշիչներ (տնտեսական աճ, զբաղվածության մակարդակ, եկամուտների աճ, գործարար ակտիվության գործակից և այլն),

- ֆինանսական կայունությունը պայմանավորող գործոնների գնահատման արդյունքների հիման վրա՝ մշակվել է արտաքին պետական պարտքի սպասարկման, ներկրման և արտահանման հետ կապված ֆինանսական հոսքերի կարգավորման մեխանիզմ, որը թույլ է տալիս այն ապրանքատեսակների հայրենական արտադրության զարգացմամբ, որոնց առումով Հայաստանն ունի անհրաժեշտ ներուժ, կրճատել ներմուծման ծավալները՝ ապահովելով սպառման անհրաժեշտ մակարդակ,
- ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների ռիսկերի կլանման ունակությունը մեծացնող գործիքների ներդրմամբ (երկար փողեր, կապիտալի շուկայի և հեջավորման գործիքներ) առաջարկվել են ֆինանսական համակարգի արդյունավետության բարձրացման ուղիներ,
- մշակվել է ռիսկերի գնահատման և կառավարման մոդել, որը թույլ է տալիս բացահայտել և գնահատել ակտիվների և պասիվների փոփոխության կախվածությունը տոկոսադրույքի, գնի և փոխարժեքի ռիսկերից՝ համադրելով դրանք արտաքին տնտեսական կապերից փոխանցվող ռիսկերի հետ:

Ատենախոսության արդյունքների գործնական նշանակությունը:

Ներկայացված ատենախոսությունը համալիր գիտական հետազոտություն է, որտեղ կատարված վերլուծություններից և ստացված գիտական արդյունքներից բխող հետևությունների և եզրակացությունների հիման վրա արված առաջարկությունները և գնահատումները իշխանության մարմինները կարող են հաշվի առնել միջնաժամկետ և երկարաժամկետ հատվածներում ֆինանսական կայունության քաղաքականություն մշակելիս: Դրանք կարող են օգտագործվել նաև ՀՀ դրամավարկային, հարկաբյուջետային և այլ քաղաքականությունների մշակման ժամանակ դրանց համադրելիության աստիճանի բարձրացման նպատակով:

Ատենախոսության արդյունքների փորձաքննությունները և հրապարակումները:

Ատենախոսության հիմնական արդյունքները քննարկվել են Երևանի պետական համալսարանի Ֆինանսահաշվային ամբիոնում, ինչպես նաև 2014թ. հոկտեմբերի 29-31-ին ՀՊՏՀ «Զարգացման ժամանակակից մարտահրավերներ» խորագրով 24-րդ

գիտաժողովում ներկայացված զեկույցներում, ինչպես նաև ՀՀ կենտրոնական բանկի ֆինանսական կայունության 2014 թվականի տարեկան հաշվետվության քննարկումներում: Ատենախոսության հիմնական դրույթներն իրենց արտահայտությունն են գտել հեղինակի հրատարակած գիտական չորս հոդվածներում:

Ատենախոսության կառուցվածքը և ծավալը: Ատենախոսությունը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլուխներից, եզրակացություններից, օգտագործված գրականության ցանկից և հավելվածներից: Ատենախոսությունը շարադրված է 164 էջի վրա՝ ներառյալ օգտագործված գրականությունը, պարունակում է 46 գծապատկեր, 14 աղյուսակ, 5 նկար և 14 հավելված:

ԳԼՈՒԽ 1. ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԿԱՅՈՒՆՈՒԹՅԱՆ ԱՊԱՀՈՎՄԱՆ ՏԵՍԱԿԱՆ ԵՎ ՄԵԹՈԴԱԿԱՆ ՀԻՄՔԵՐԸ

1.1 Ֆինանսական կայունության էությունը և այն պայմանավորող գործոնները

Ժամանակակից աշխարհում, երբ խորանում են տարբեր երկրների շուկաների սերտաճման գործընթացները, աստիճանաբար վերացնում են կապիտալի և ապրաքանյութական արժեքների շրջանառության ազգային սահմանները՝ նպաստելով իրացման շուկաների ընդլայնմանը, ստեղծում են լայն հնարավորություններ տնտեսության զարգացման համար, սակայն միաժամանակ երկրում առաջացնում են ֆինանսական կայունության և իրացվելիության մակարդակի ապահովման լուրջ դժվարություններ:

Ֆինանսական կայունությունը, ի տարբերություն դրամավարկային և մակրոտնտեսական կայունության, համեմատաբար նոր հասկացություն է, որն ի հայտ եկավ անցյալ դարի վերջերին: Չնայած տնտեսագիտության տեսության մեջ առկա են բազմաթիվ մեկնաբանություններ, այնուամենայնիվ դեռևս չի գտնվել տնտեսագիտական համապարփակ ձևակերպում, և գոյություն չունեն ֆինանսական կայունության համընդհանուր գնահատման և չափման որևէ մոդել կամ վերլուծական գործուն մեխանիզմներ ու գործիքներ²:

Այս առումով նախ անհրաժեշտ է տարբերակել դրամավարկային կայունություն և ֆինանսական կայունություն հասկացությունների բովանդակությունը և գործառույթների շրջանակները: Առաջինին հատուկ են գների մակարդակի կայունությունը կամ, այլ կերպ ասած, գնաճի բարձր տեմպերի բացակայությունը: Ֆինանսական կայունության նպատակն է՝ բարելավել երկրում ներդրումային մթնոլորտը, ապահովել շուկայի արդյունավետ գործունեության, ֆինանսական համակարգի երթակառուցվածքների, ինստիտուտների և շուկաների կայուն ու բնականոն գործունեությունը: Այսինքն՝ դա այնպիսի իրավիճակ է, երբ տնտեսության գնագոյացման, բաշխման ու կառավարման շուկայական մեխանիզմները գործում են ներդաշնակ՝ խթանելով տնտեսության հավասարակշռված զարգացումը տևական ժամանակահատվածում:

² Duinseberg, Wim F., 2001, "The Contribution of the Euro to Financial Stability", in Globalization of Financial Markets and Financial Stability-Challenges for Europe

Հարկ է նշել, որ ֆինանսական կայունության հասկացությունը, ինչպես տնտեսագիտական ցանկացած այլ հասկացություն, նույնպես ունեցել է զարգացման որոշակի փուլ: Այսպես օրինակ՝ մի շարք հեղինակավոր կառույցների առաջատար մասնագետների կարծիքով, ինչպիսիք են՝ Կանադայի բանկի հատուկ խորհրդատու Ջոն Չանտը, ֆինանսական կայունության ֆորումի նախկին նախագահ Էնդրյու Քրոքերը ֆինանսական կայունությունը սահմանում են որպես ֆինանսական անկայունությունից զերծ միջավայր³: Ըստ Ջոն Չանտի՝ ֆինանսական անկայունությունը - ֆինանսական շուկաների այնպիսի իրավիճակն է, որը վտանգում է տնտեսական կայունությունը, իսկ ֆինանսական կայունությունը դրա հակառակն է⁴: Էնդրյու Քրոքերը, զարգացնելով Ջոն Չանթի սահմանումը, ֆինանսական կայունությունը դիտում է որպես անկայունության բացակայություն, այսինքն՝ այնպիսի ֆինանսական շուկաների առկայություն, որտեղ բացակայում է բացասական ազդեցությունները տնտեսության վրա, առկա է գների կայունություն, և ֆինանսական ինստիտուտները ունակ են կատարելու իրենց պարտավորությունները⁵: Նշված սահմանումները որոշակի հստակեցման կարիք ունեն, քանի որ դրանցում չեն տրվում բավարար չափանիշներ, որոնցով կարելի կլինի գնահատել ֆինանսական կայունությանը սպառնացող ապագա զարգացումները: Օրինակ՝ ֆինանսական շուկաներից տնտեսության վրա կարող են փոխանցվել բացասական ազդեցություններ, սակայն գները մնան կայուն, իսկ ֆինանսական ինստիտուտները տվյալ պահին կատարեն իրենց պարտավորությունները: Բայց, սա դեռ չի կարելի գնահատել որպես ֆինանսական անկայուն իրավիճակ, քանի որ այն կարելի է կարգավորել երկրում իրականացվող դրամավարկային և տնտեսական քաղաքականությունների համադրելիության բարձրացմամբ, չհասցնելով ֆինանսական անկայունության կամ ճգնաժամային իրավիճակների:

³ Financial Stability Forum URL: <http://www.financialstabilityboard.org/about/history.htm> (date of access: 05.07.2010).

⁴ Towards a Made-in-Canada Monetary Policy: Closing the Circle, Bank of Canada Review - Winter 2005-2006
John Chant

⁵ The theory and practice of financial stability” Andrew Crockett, essay in International finance no.203, april 1997
Princeton University

Կոլումբիայի համալսարանի պրոֆեսոր Ֆրեդերիկ Միշկինը, կարևորելով ֆինանսական շուկաների կողմից տնային տնտեսությունների և կազմակերպությունների արդյունավետ ներդրումային նախագծերի ֆինանսավորումը որպես երկրում տնտեսական աճը խթանող գործառույթ, զարգացնում է միանգամայն նոր դիրքորոշում: Նրա սահմանմամբ՝ ֆինանսական անկայունություն առաջանում է այն ժամանակ, երբ ֆինանսական համակարգում առաջանում է շուկային իրադրություն՝ ուղեկցված այնպիսի տեղեկատվական հոսքերով, որոնք այլևս հնարավորություն չեն ընձեռում ներգրավված խնայողությունները արդյունավետ տեղաբաշխել ներդրումներում⁶: Միշկինն առաջիններից էր, որ բարձրացրեց տեղակատվական հոսքերի կարևորությունը ֆինանսական կայունության ապահովման գործում, քանի որ ոչ համաչափ տեղեկատվությունը հանգեցնում է սխալ որոշումների կայացման, հատկապես այն դեպքերում, երբ ֆինանսական գործարք կնքող կողմերից մեկը տիրապետում է ավելի ստույգ տեղեկատվության, քան մյուսը: Այսպիսով, Միշկինը բարձրացրեց ֆինանսական համակարգի գործունեության թափանցիկության ապահովման հիմնահարցը որպես ֆինանսական համակարգի արդյունավետ գործունեության անկյունաքար:

Խորացնելով Միշկինի այս դիրքորոշումը, Անգլիայի բանկի ֆինանսական կայունության խնդիրների գծով փոխնախագահ Էնդրյու Լյարժը սահմանեց՝ ֆինանսական կայունությունը որոշվում է ֆինանսական համակարգի նկատմամբ հանրային վստահության մակարդակով: Դրանով տնտեսագիտության մեջ հիմք դրվեց ֆինանսական համակարգի գործունեության թափանցիկություն կամ տրանսպարենտություն հասկացությանը: Տրանսպարենտության գնահատման գործում մեծ ներդրում է ունեցել Էյֆինգերը⁷: Ըստ նրա, Կենտրոնական բանկի կողմից վարած դրամավարկային քաղաքականության տրանսպարենտությունը, առաջին հերթին բարձրացնում է կենտրոնական բանկերի պատասխանատվությունը հանրության առաջ, երկրորդ բարձրացնում է տնտեսավարող սուբյեկտների վստահությունը առ այն, որ վարվող քաղաքականությունը բխում է տվյալ երկրի ազգային շահերից: Այսպիսով,

⁶ Frederic S. Mishkin “Financial Policies and The prevention of Financial Cries in Emerging Market Gountries”, Working paper 8087, National Bureau of Economic research , January 2001

⁷ Eijffinger S.C.W., Geraats P.M. How transparent are central banks? //CEPR Discussion Paper 3188. 2002.

ֆինանսական կայունության ապահովման կարևոր նախապայման դարձավ երկրում իրականացվող տնտեսական և դրամավարկային քաղաքականությունների նկատմամբ հանրային վստահության մակարդակի բարձրացումը:

Պետք է նշել, որ Եվրամիության երկրները առանձնանում են ֆինանսական կայունության նկատմամբ ունեցած դիրքորոշմամբ: Գրեթե բոլոր երկրները, բացառությամբ Անգլիայի, ֆինանսական կայունությունը պայմանավորում են զուտ ֆինանսական համակարգի կայունությամբ: Օրինակ՝ Գերմանիայի Բունդեսբանկի բնորոշմամբ՝ ֆինանսական կայունությունը այնպիսի կայուն իրավիճակ է, որտեղ ֆինանսական համակարգը արդյունավետորեն իրականացնում է իր առանցքային գործառույթները, ինչպիսիք են ռեսուրսների տեղաբաշխումը և ռիսկերի նվազեցումը, ինչպես նաև վճարային գործընթացների անխափան իրականացումը⁸:

Նորվեգիայի բանկի սահմամբ՝ ֆինանսական կայունություն նշանակում է ֆինանսական համակարգում ճգնաժամերի բացակայություն, այսինքն՝ ֆինանսական համակարգը կայուն է առանձին կազմակերպությունների կամ ֆինանսական շուկաների շուկերի նկատմամբ:

Եվրոպական կենտրոնական բանկի նախագահ Վիմ Դույզենբուրգ՝ ֆինանսական կայունություն նշանակում է ֆինանսական համակարգի ենթակառուցվածքների գործառույթների ներդաշնակ գործունեության ապահովում⁹:

Երոպական երկրների այսպիսի մոտեցումը՝ փաստորեն նեղացնում է ֆինանսական կայունություն հասկացության շրջանակները, ակնհայտ է, որ ֆինանսական շուկաները չեն կարող լինել կայուն, եթե նրանցում առկա է ֆինանսական միջնորդների ծառայություններից օգտվողների ոչ բավարար վստահության մակարդակ, դրանք բավականին թանկ են կամ ընդհանրապես դարձել են անհասանելի:

Այս առումով, ավելի ընդգրկուն է Անգլիայի ֆինանսական ծառայությունների կառավարիչ Մայքլ Փուտի մոտեցումները: Ըստ Մայքլ Փուտի՝ կայունությունը գնահատվում է չորս չափորոշիչներով՝

⁸ COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, «European financial supervision», Brussels, 27.5.2009» // <http://www.eu.int>

⁹ «Press release Financial Stability Board meets in Paris 15 September, 2009» // <http://www.financialstabilityboard.org>

- 1) փողի կայունությամբ,
- 2) բնակչության զբաղվածության մակարդակով,
- 3) ֆինանսական հաստատությունների և շուկայի մասնակիցների նկատմամբ վստահության մակարդակով,
- 4) իրական և ֆինանսական հատվածների ակտիվների գների կայունությամբ:

Հատկանշական է ԱՄՆ Դաշնային Պահուստային Համակարգի (FRS) նախկին նախագահ Ռոջեր Ֆերգյուսոն կրթների մոտեցումը, ով ֆինանսական կայունությունը բնորոշում է հակառակ տեսանկյունից՝ ֆինանսական անկայունության գնահատմամբ, հետևյալ երեք կրիտերիաներով՝

- 1) ֆինանսական ակտիվների գնային մեծ տատանումներ,
- 2) արժեթղթերի շուկայի խափանումներ և վարկային շուկայի անհասանելիություն ինչպես ներքին, այնպես էլ արտաքին շուկաներում,
- 3) համախառն ծախսերի կրճատում¹⁰:

Մեր դիտարկմամբ, ֆինանսական կայունության գնահատման առավել համապարփակ մոտեցում է ամերիկյան հայտնի տնտեսագետ Ֆրեդերիկ Մինսկիի «ֆինանսական անկայունության» հիփոթեզը, որտեղ որպես անկայունություն ստեղծող հիմնական գործոն դիտարկվում է ակտիվների և պարտավորությունների գործառնական փուլերի կապի խզումը, և ժամանակային և ծավալային առումներով¹¹: Շուկայական տնտեսական համակարգում, որտեղ ձևավորվում և շրջանառվում են երկարաժամկետ ֆինանսական ակտիվներ որպես կապիտալի շուկայի գործիքներ, մեծապես կախված են տնտեսության պարտավորությունների կառուցվածքից: Եթե դրանք ձևավորվում են սեփական կապիտալի հաշվին, ապա դրանց գործառնական փուլի տևողությունը չի կարող անկայունություն ստեղծող գործոն դիտարկվել, բայց եթե դրանք ձևավորվել են երկարաժամկետ փոխառու միջոցների հաշվին, ապա գործառնական փուլի տևողությունը կարող է դառնալ անկայունություն ստեղծող վտանգավոր հանգամանք: Մինսկին որպես ֆինանսական անկայունության չափանիշ

¹⁰ www.federalreservehistory.org/People/DetailView/93

¹¹ Minsky H.P. The Financial Instability Hypothesis // The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Working Paper № 74. May 1992. P. 7.

առանձնացրել է ֆինանսավորման հետևյալ երեք տարատեսակները՝ ապահովված (hedge finance), սպեկուլյատիվ (speculative) և Պոնցի ֆինանսավորում (Ponzi finance):

Ապահովված ֆինանսավորումը հատուկ է այն տնտեսություններին, որոնց ֆինանսական միջոցների ներհոսքը ամբողջությամբ բավարարում է մարելու իրենց պարտքային պարտավորությունների և՛ մայր գումարը, և՛ տոկոսները: Այսպիսի կազմակերպությունները գերծ են ֆինանսական անկայունություն ստեղծող գործոններից, քանի որ չունեն պարտքի վերարտադրության խնդիր և ունեն սեփական ֆինանսավորման բավարար միջոցներ: Սպեկուլյատիվ ֆինանսավորումը ենթադրում է, որ տնտեսության ֆինանսական ակտիվներից ստացվող ներհոսքը բավարարում է մարելու պարտավորությունների տոկոսները, բայց չի բավարարում մարելու պարտքի մայր գումարը: Այդ իսկ պատճառով, որպեսզի խուսափեն դեֆոլտից ստիպված են լինում ձևավորել նոր պարտավորություններ: Անցումը սպեկուլյատիվ ֆինանսավորման, դեռևս չի ենթադրում ճգնաժամ կամ ֆինանսական անկայունություն, բայց ենթադրում է ֆինանսական կայունության խոցելիության ռիսկի առկայություն, որն ավելի վտանգավոր դրսևորում է ունենում, եթե այն ուղեկցվում է պահանջարկի կրճատման և տոկոսադրույքների տատանումների ռիսկերի զուգակցմամբ: Վերջիններիս միաժամանակյա ի հայտ գալու պարագայում տեղի է ունենում անցում սպեկուլյատիվից Պոնցի ֆինանսավորմանը: Սա ֆինանսավորման այն տարբերակն է, երբ ակտիվներից ստացվող ֆինանսական ներհոսքը չի ծածկում ո՛չ մայր գումարի, ո՛չ էլ տոկոսների մարմանը: Ըստ Մինսկու, այն տնտեսություններում, որտեղ ֆինանսավորումը իրականացվում են վերջին երկու տարբերակներով, ապա այդպիսի իրավիճակը դիտարկվում է որպես գործարար ակտիվության անկման իրական չափորոշիչ:

Հարկ է նշել, որ Մինսկու ֆինանսական անկայունության նշված հիպոթեզը շատ հեղինակավոր մասնագետների կողմից ընդունվում է որպես գործուն մոդել, բայց դրանում մաթեմատիկական խիստ ձևակերպումների բացակայությամբ պայմանավորված, այն դեռևս չի գտել համապատասխան տարածում և ճանաչում: Չնայած առաջին համալսարանական կրթությամբ լինելով մատեմատիկոս, Մինսկին գտնում էր, որ տնտեսության բարդ կառուցվածքի և դրանցում առկա անորոշ

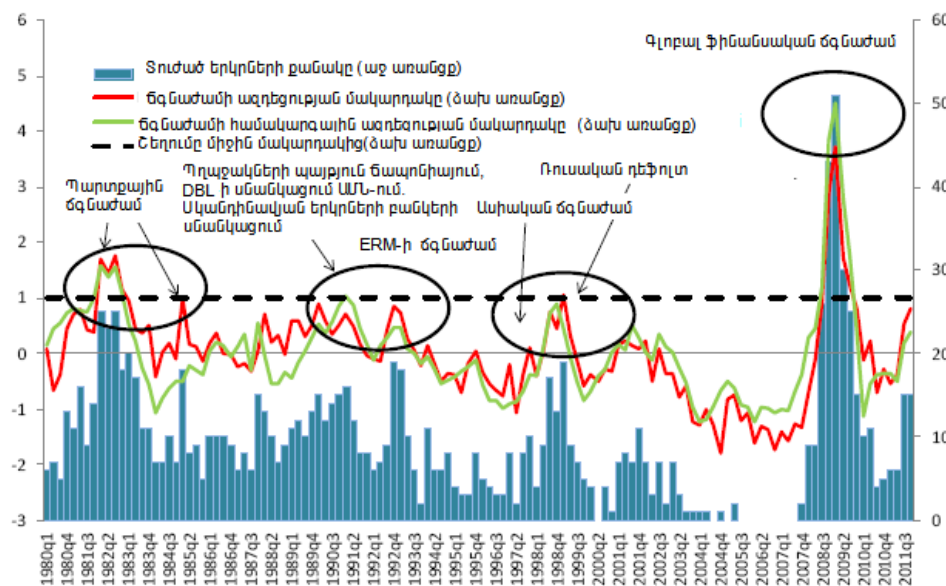
զարգացումների պայմաններում, մաթեմատիկական մոդելավորումը իր խիստ պայմանական մոտեցումներով չի կարող արտացոլել տնտեսությունում տեղ գտնող գործընթացների իրական պատկերը:

Փաստորեն ներկայացված հեղինակների մոտեցումները չեն հակադրվում, այլ ընդհակառակը փոխ լրացնում են միմյանց՝ հնարավորություն ստեղծելով հիմնավորելու մեր մոտեցումները ֆինանսական կայունության սահմանման և գնահատման չափանիշների ընտրության համար: Աշխատանքում որպես ֆինանսական կայունության գնահատման չափանիշներ են ընդունվել՝

1. ֆինանսական և տնտեսական կայունություն պայմանավորող և ապահովող քաղաքականությունների բարձր համակարգվածությունը ու դրանց նկատմամբ պատշաճ հանրային վստահության մակարդակը, (տնտեսական աճ, գործազրկության մակարդակ, եկամուտների աճ, գործարար ակտիվության մակարդակ և այլն),
2. ֆինանսական միջնորդ ինստիտուտների զարգացվածությունը և հուսալիություն ապահովող ֆինանսական գործիքների առկայությունը (ակտիվների կառուցվածք, արժեթղթերի շրջանառություն և այլն),
3. ֆինանսական հոսքերի կարգավորումը ինչպես ներքին, այնպես էլ արտաքին շուկաներում (պետական պարտք, ներկրում, արտահանում),
4. վարկային շուկայի հասանելիության և վարկունակության բարձրացմանը նպաստող միջավայրի առկայությունը (չաշխատող վարկեր, վարկային տոկոս և),
5. ֆինանսական համակարգի հնարավորություններով հակազդելու իրական հատվածի կամ համակարգի մյուս ինստիտուտների գործունեության բացասական ազդակներին (ֆինանսական համակարգի կառուցվածք և հեջավորման գործիքներ):

«ֆինանսական կայունություն» հասկացության վերաբերյալ այդպիսի տարբեր մոտեցումները հիմք են տալիս մտածելու, թե արդյո՞ք տարբեր երկրների ֆինանսական և տնտեսական քաղաքականություններ իրականացրող մարմինների միասնական մոտեցումների բացակայությունն էլ որոշակի ազդեցություն չի ունեցել վերջին երեսուն տարիներին ֆինանսական համակարգում տեղ գտնող ճգնաժամերի հաճախականության և բազմազանության վրա: Այսպիսի օրինակները վերջին տասնամյակներին բավականին շատ են: Հիշենք, օրինակ՝ 1987 թվականին ԱՄՆ-ի

ֆոնդային բորսայում արժեթղթերի անսպասելի արժեզրկումը, որը պատմության մեջ մտավ «սև երկուշաբթի» անվանմամբ, ինչը կրկնվեց նաև 1997 թվականին, կամ՝ 1994-ին Մեծ տասնյակի երկրների և 1996-ին ԱՄՆ-ի շուկայում պարտատոմսերի արժեզրկումը, Մեքսիկական արժույթային ճգնաժամը՝ 1994-1996թ.թ., իսկ 1997-ին՝ Ասիական, 1998-ին՝ Ռուսական դեֆոլտը, 1998-ին՝ ԱՄՆ-ում «Long-Term Capital Management» հեջինգային ֆոնդի ձախողումը, 2000-2001թ.թ.-ի համաշխարհային ֆոնդային բորսաներում արժեթղթերի գների խիստ տատանումները և վերջապես՝ 2008-ի հայտնի համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամը¹²: Նշվածներից շատերը մեծ վնաս հասցրին ոչ միայն առանձին երկրների տնտեսություններին, այլև լրջագույն վտանգ էին ներկայացնում համաշխարհային գլոբալ տնտեսությանը՝ մեկ անգամ ևս հաստատելով, որ ֆինանսական կայունության ապահովումը պետք է լինի երկրների տնտեսական քաղաքականության կարևորագույն հիմնահարցը հատկապես ֆինանսական համակարգի կայունության առումով (տե՛ս գծապատկեր 1.1.1):



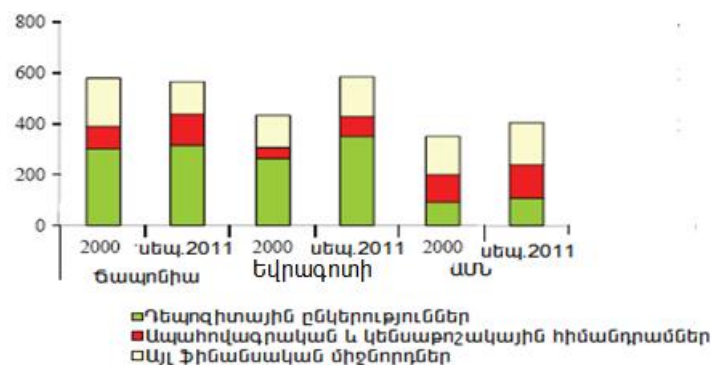
Գծապատկեր 1.1.1. 1980-2008 թվականներին տեղի ունեցած ճգնաժամերի ազդեցության մակարդակները համաշխարհային տնտեսության վրա, ըստ ԱՄՀ-ի գնահատման, (%)¹³

¹² Safeguarding financial stability: theory and practice / Garry J. Schinasi — Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2005.

¹³ The liberalization and management of capital flows: an institutional view. IMF. 2012. 14 November. P. 27

Հարկ է նշել, որ վերը հիշատակված ճգնաժամերը արդյունք են մեկը մյուսի հետ փոխկապակցված բազմաթիվ գործիքների շղթայական անդրադարձի, և առանձնացնել դրանցից որևէ մեկը՝ որպես հիմնական ու առանցքային գործոն, գրեթե անհնար է: Սակայն, այնուամենայնիվ՝ դրանցից մի քանիսը կարող են էական ազդեցություն ունենալ համաշխարհային ֆինանսատնտեսական կայունության վրա:

Վերոհիշյալ գործոններից կարելի է նշել ֆինանսական նոր գործիքներ կիրառելու արագ տեմպերը, որոնք էապես խախտում են գնագոյացման ու կապիտալի բաշխման հավասարակշռությունը, և հաճախ առաջ անցնելով իրական հատվածից՝ պատճառ են դառնում ֆինանսական լուրջ ցնցումների: Այդ է վկայում այն փաստը, որ զարգացած երկրներում ֆինանսական ակտիվները մի քանի անգամ գերազանցում են այդ երկրների տարեկան համախառն ներքին արդյունքը (տե՛ս գծապատկեր 1.1.2):



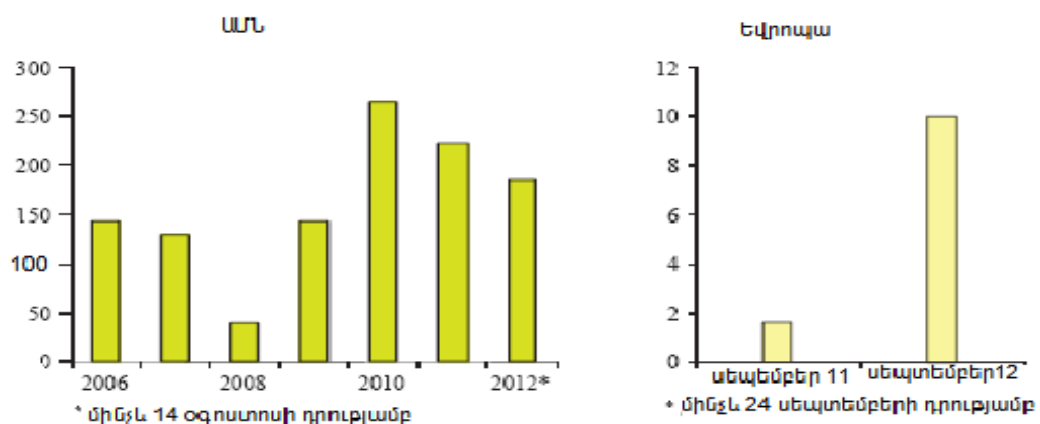
Գծապատկեր 1.1.2. Ֆինանսական միջնորդների ներդրումների ծավալները անվանական ՀՆԱ-ի նկատմամբ (%)¹⁴

Իհարկե տարբեր երկրների շուկաների զարգացման աստիճանը, դրանցում գործող կարգավորման ու վերահսկողության ազգային օրենսդրության առանձնահատկությունները ոչ միշտ են թույլ տալիս հասնել զարգացած երկրների ֆինանսական շուկաների առաջանցիկ տեմպերին և դրանցում կիրառվող նոր գործիքների յուրահատկություններին: Արդյունքում նույնիսկ զարգացած երկրներում ֆինանսական համակարգը զարգանում է շատ ավելի արագ տեմպերով, քան տնտեսության իրական հատվածը:

Որևէ երկրի տնտեսական շուկաների՝ միջազգային շուկաներին ինտեգրման մակարդակը զգալիորեն մեծացնում է ֆինանսական ինստիտուտների

¹⁴ Bank of Japan, April 2012.

փոխկապվածությունը, ինչն էլ իր հերթին նպաստում է դրանցում առաջացող ռիսկերի շղթայական փոխանցման աճին՝ վերաճելով այն համակարգայինի: Ռիսկերի այդպիսի դրսևորմանը նպաստում են նաև անորակ ֆինանսական նոր գործիքների ներդրման արագությունը և բազմազանությունը, որոնք ուղղորդվում են նոր հեջավորման գործիքների ներդրմամբ (տե՛ս գծապատկեր 1.1.3): Ընդհանուր առմամբ այդպիսի զարգացումները մի կողմից բարձրացնում են ֆինանսական ինստիտուտների կայունությունը, մյուս կողմից էլ առաջացնում են ֆինանսական անկայունություն առաջացրողնոր՝ անսովոր ռիսկեր, հաճախ նաև՝ «պղպջակներ»:



Գծապատկեր 1.1.3 . Աղբային պարտատոմսերի աճը մլրդ. դոլարով ԱՄՆ և Եվրոպա¹⁵

Պետք է նշել, որ վերջին տասնամյակներում ֆինանսական կայունության ապահովումը դարձել է տնտեսական քաղաքականության կարևորագույն հիմնահարց: Գրեթե բոլոր երկրների կենտրոնական բանկերը, այդ թվում նաև Համաշխարհային բանկը, Արժույթի միջազգային հիմնադրամը (ԱՄՀ), Միջազգային հաշվարկային բանկը հրապարակում են ֆինանսական կայունության տարեկան զեկույցներ, որոնցում կայունության ապահովմանը վերաբերող հարցերը առաջնային տեղ են զբաղեցնում: Ավելին, սկսած 1996 թվականից Արժույթի միջազգային հիմնադրամը (ԱՄՀ) սկսեց հրապարակել , Problems of Economics ե հանդեսը, որտեղ տեղ են գտնում տարբեր հեղինակների կարծիքները, այնպիսի արդիական հարցի շուրջ, ինչպիսին է «Ֆինանսական կայունության ապահովումը», և բոլորովին պարտադիր չէ, որ նրանց

¹⁵ Financial News. 2012. 25 Sept.

մոտեցումները համընկնեն Հիմնադրամի տեսակետներին: Հանդեսը հրատարակվում է վեց լեզուներով՝ անգլերեն, արաբերեն, իսպաներեն, չինարեն, ռուսերեն և ֆրանսերեն: Հանդեսում տեղ գտած հրատարակումներից, մեր դիտարկմամբ, հատկապես ուշագրավ է Հարրի Շինազիի մոտեցումները¹⁶: Ըստ նրա՝ ֆինանսական կայունություն չի նշանակում միայն ճգնաժամերի բացակայություն, այլև կարող է կայուն գնահատվել, եթե միաժամանակ բավարարվում են հետևյալ երեք պայմանները.

1. նպաստում են տնտեսական ռեսուրսների արդյունավետ տեղաբաշխմանը տարածական և ժամանակային կտրվածքներով, ինչպես նաև ֆինանսատնտեսական գործընթացների կազմակերպմանը, ինչպիսիք են՝ խնայողության միջոցների կենտրոնացումը և ներդրումային տեղաբաշխումը, վարկավորումը և փոխառությունը, ակտիվների գնագոյացումը և այլն, որոնք բոլորն էլ վերջնական արդյունքում ուղղված են ազգային հարստության կուտակմանը և տնտեսական աճի ապահովմանը,
2. թույլ են տալիս գնահատել, դասակարգել և տեղաբաշխել ֆինանսական ռիսկերը, պահելով դրանք կառավարելիության սահմաններում,
3. հնարավորություն են ընձեռում պահպանելու նշված կարևորագույն գործառույթների իրականացման ունակությունը նույնիսկ արտաքին ցնցումների կամ հնարավոր անհամամասնությունների առաջացման ու սրացման պայմաններում:

«Ֆինանսական կայունության մասին» առաջին հաշվետվությունները Անգլիայի և Հյուսիսային Եվրոպայի որոշ երկրների կենտրոնական բանկերը սկսել էին հրապարակվել դեռևս 90 թվականների կեսերին, (մասնավորապես Շվեդիայի, Իսլանդիայի և Նորվեգիայի): 2000 թվականներից սկսած՝ «Ֆինանսական կայունության մասին» հաշվետվություններ ներկայացրող կենտրոնական բանկերի քանակը զգալիորեն ավելացավ (տե՛ս աղյուսակ 1.1.1):

Հարկ է նշել նաև, որ Ֆինանսական կայունությունը էապես կախված է երկրի տնտեսական զարգացվածության մակարդակից: Սկզբնական շրջանում այդպիսի հաշվետվություններ ներկայացնում էին հիմնականում այն երկրները, որտեղ մեկ շնչին ընկնող համախառն արդյունքը հասնում էր 25 հազար դոլարի: Սակայն ներկայումս

¹⁶ Garry J. Schinasi “Defining Financial Stability” WR 04/187 IMF, October 2004

Ֆինանսական կայունության հաշվետվություններ են ներկայացնում նաև զարգացող երկրները, որոնց մեկ շնչին ընկնող համախառն արդյունքը զիջում է զարգացած երկրների համանուն ցուցանիշը շուրջ տասն անգամ:

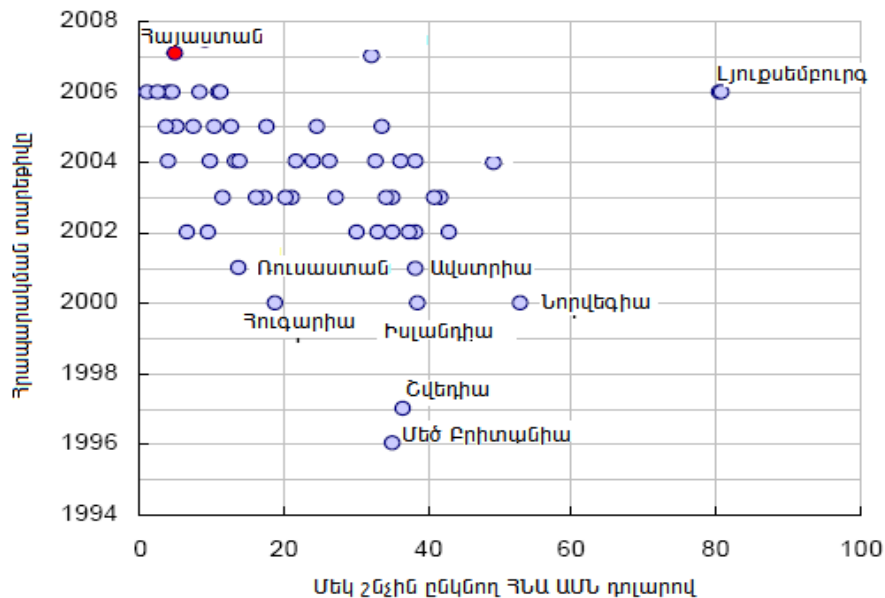
Աղյուսակ 1.1.1. 2005 թվականին «Ֆինանսական կայունության» մասին հաշվետվություններ ներկայացրող երկրները ¹⁷

Տարածաշրջան	ՖԿՀ հրապարակող երկրներ		Տարածաշրջանում երկրների ընդհանուր քանակը
	Ընդամենը	%-ը ընդհանուրի նկատմամբ	
Եվրոպա	29	71	41
Ասիա	15	39	38
Հարավային Ամերիկա	6	50	12
Հյուսիսային Ամերիկա	2	67	3
Օվկանիա	2	25	8
Աֆրիկա	2	5	42
Կենտրոնական Ամերիկա	1	6	18
Ընդամենը	57	35	162

2007 թվականին, ԱՄՀ կողմից երկրների կենտրոնական բանկերի համար «Ֆինանսական կայունության» հաշվետվություններ պատրաստելու մեթոդական ուղեցույց հրապարակելուց հետո, այդպիսի հաշվետվություններ սկսեցին հրապարակել նաև Ռումինիան, Կատարը, Պակիստանը, Մակեդոնիան, Ղազախստանը, Վրաստանը, Բոլիվիան, Միանմարը (նախխսկին Բանկլադեշ) , Բահրեյնը, ինչպես նաև Հայաստանը (տե՛ս գծապատկեր 1.1.4)¹⁸:

¹⁷ Плеханов Д.А., ЦЕНТРАЛЬНЫЕ БАНКИ И МОНИТОРИНГ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ, «Финансы и кредит», №35 (323), 2008

¹⁸ Financial Stability Review (FSR), Financial Soundness Indicators, 2007



Գծապատկեր 1.1.4. Երկրները ըստ տնտեսական զարգացման մակարդակի և «Ֆինանսական կայունության» հաշվետվությունների հրապարակման տարեթվի

Ֆինանսական կայունության հաշվետվություն ներկայացնելիս կարևոր են ոչ այնքան հաշվետվության հրապարակման փաստը, որքան դրանում պարունակող տվյալների ամբողջականությունը, այսինքն՝ կայունությունը բնութագրող ցուցանիշների բավարար տեղեկատվությունը, մեկնաբանությունները և դրանց գնահատականները, ինչպես նաև դրանց հրապարակման հաճախությունը (տե՛ս աղյուսակ 1.1.2): Ինչպես տեսնում ենք աղյուսակ 1.1.2-ում ներկայացված տվյալներից՝ որպես կանոն զարգացած երկրների ցուցանիշները բավականին ծավալուն են:

Բացի նշվածից, որոշ երկրներ, ինչպիսիք են Նոր Զելանդիան, Լեհաստանը, Պորտուգալիան, Հարավային Աֆրիկան, Շվեդիան և Անգլիան, հաշվետվությանը կից Excel ձևաչափով, մանրամասն ներկայացնում են նաև վիճակագրական տվյալներ և վերլուծական նյութեր՝ հավելելով դրանք սթրես թեստերի վերլուծական մանրամասն տեղեկություններով, ինչը, անշուշտ, բարձրացնում է ներկայացվող հաշվետվության արժանահավատությունը և վստահությունը երկրի տնտեսական ու դրամավարկային քաղաքականությունների նկատմամբ:

**Աղյուսակ 1.1.2. «Ֆինանսական կայունության» հաշվետվություններում ընդգրկված
ինդիկատորների քանակը, ըստ երկրների¹⁹**

Կենտրոնական բանկ	Հրապարակման տարեթիվը	Հրապարակման հաճախականություն	Հաշվետվության ծավալը			
			Էջերի քանակը	Ինդիկատորների քանակը	Մեկ էջում եղած ինդիկատորների քանակը	Սթեյն թեսթավորում
Զարգացած երկրներ						
ԵԿԲ	2004	2	216	308	1.43	այո
Անգլիայի բանկ	1996	2	77	107	1.39	այո
Ճապոնիայի բանկ	2005	2	74	136	1.84	այո
Կանադայի բանկ	2002	2	100	44	0.44	այո
Ֆինլանդիայի բանկ	2003	1	68	40	0.59	այո
Շվեդարիայի բանկ	2003	1	44	31	0.7	այո
Կորեայի բանկ	2005	2	132	206	1.56	այո
Ավստրալիայի բանկ	2004	2	73	88	1.21	ոչ
Միջինը			98	120	1.22	
Անցումային տնտեսությամբ երկրներ						
Չեխիայի բանկ	2004	1	105	179	1.7	այո
Սլովակիայի բանկ	2003	1	103	117	1.14	այո
Հունգարիայի բանկ	2000	1	75	90	1.2	այո
Լեհաստանի բանկ	2003	2	59	89	1.51	այո
Միջինը			86	119	1.39	
Ռուսաստանի բանկ	2001	1	43	41	0.95	ոչ
Հայաստանի բանկ	2007	1	62	44	1.2	այո

¹⁹ Плеханов Д.А., ЦЕНТРАЛЬНЫЕ БАНКИ И МОНИТОРИНГ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ, «Финансы и кредит», №35 (323), 2008,

* Հայաստանի ԿԲ-ի տվյալներն ավելացված է հեղինակի կողմից. 2007 թվականից «Ֆինանսական կայունություն» հաշվետվությունը հրապարակվում էր տարեկան մեկ անգամ, իսկ 2010 թվականից՝ տարեկան երկու անգամ

Խորությամբ և համակողմանիությամբ հատկապես աչքի է ընկնում Անգլիայի բանկի հաշվետվությունների կազմման և ներկայացման փորձը, որը բխում է երկրի «Ֆիսկալ կայունության» մասին կոդեքսի պահանջներից²⁰: Այն կառուցված է հետևյալ հինգ առանցքային սկզբունքների միաժամանակյա բավարարման պայմաններից՝ թափանցիկություն, կայունություն, վճարունակություն, արժանահավատություն և արդյունավետություն: Մեծ Բրիտանիայի կառավարության ֆինանսական կայունության քաղաքականությունն իրականացվում է հիմնականում երկու ուղղություններով՝

- միջնաժամկետ հատվածում երաշխավորել պետական ֆինանսական համակարգի կայունությունը՝ ապահովելով եկամուտների և ծախսերի արդար բաշխման համամասնությունը աշխատող և չաշխատող բնակչության նկատմամբ,
- կարճաժամկետ հատվածում կիրառել այնպիսի դրամավարկային քաղաքականություն և կարգավորիչներ, որոնք կխթանեն երկրի տնտեսական աճը:

Ընդ որում, ելնելով նշված ուղղություններից՝ ֆինանսական քաղաքականության իրականացումը գնահատվում է ևս երկու կանոնների համապատասխան: Առաջինը, որը ստացել է, «ոսկե կանոն» անվանումը, այն է, որ կառավարությունը միջոցներ է հատկացնում միայն կապիտալ ծախսեր իրականացնելու նպատակով և ոչ մի դեպքում ընթացիկ ծախսեր իրականացնելու համար: Երկրորդ՝ կայուն ներդրումների իրականացման կանոն, որի համաձայն այլ հավասար պայմաններում պարտքի մակարդակը չպետք է գերազանցի ՀՆԱ-ի 40 տոկոսը: Ավելին, երկրի ֆինանսական անվտանգության ապահովման նպատակով ձևավորվել է ֆինանսական կայունության համակարգ, որը վերահսկում է հատուկ այդ նպատակով ստեղծված մշտական գործող հանձնաժողովը, որի անդամներն են երկրի կառավարության նախագահը, 1998 թվականին ստեղծված ֆինանսական կարգավորման և վերահսկողության վարչության նախագահը, Անգլիայի բանկի նախագահը: Հանձնաժողովը նիստ է հրավիրում յուրաքանչյուր ամիս կառավարության մակարդակով՝ քննարկելու համար բոլոր այն ռիսկերը, որոնք կարող են բացասական ազդեցություն ունենալ երկրի ֆինանսական կայունության վրա: Բացի դրանից, Մեծ Բրիտանիայում մշակված է նաև հեռանկարային ֆինանսական պլանավորման մոտեցում, որտեղ նշվում են առաջիկա

²⁰ <http://www.bankofengland.co.uk/financialstability/Pages/default.aspx>

երկու-երեք տարիներին տարեկան ընթացիկ ծախսերի և պետական ներդրումների աճի առավելագույն սահմանաչափը՝ ըստ նախորդ տարիների համախառն ներքին արդյունքի ցուցանիշների: Այս և նմանատիպ այլ միջոցառումների շնորհիվ երկրի տնտեսությունը և ֆինանսական համակարգը վերջին հինգ տարիների ընթացքում, ի համեմատ մյուս զարգացած երկրների, մնացին բավարար կայուն մակարդակի վրա:

Հայաստանի Հանրապետությունում ֆինանսական կայունության ապահովման քաղաքականությունն ունի հետևյալ ուղղվածությունները.

- կանխարգելիչ, երբ համակարգը գնահատվում է որպես կայուն,
- շտկող, երբ նկատվում է կայունության միջակայքից դուրս գալու հավանականություն,
- վերականգնողական, երբ ֆինանսական համակարգի տատանումները թույլատրելի միջակայքից դուրս են, և համակարգն ի վիճակի չէ համարժեքորեն իրականացնել ֆինանսական միջնորդի ու վճարահաշվարկային իր գործառույթները:

Նշենք, որ ՀՀ կայունության քաղաքականությունը կառուցված է զուտ մակրոպրոդուցիալ գնահատականների վրա, որն ընդգրկում է միայն ֆինանսական հատվածը, այն էլ՝ հիմնականում բանկային համակարգի ֆինանսական կայունության բնութագրիչները՝ որպես ՀՀ ֆինանսական կամակարգի դոմինանտ մասնակցի: Ըստ այդմ, ֆինանսական կայունության հաշվետվությունը ներկայացվում է հիմնականում հետևյալ 7 ինդիկատորների քանակական ցուցանիշների համախմբով՝

1. Նորմատիվային ընդհանուր կապիտալ/ռիսկով կշռված ակտիվներ,
2. Նորմատիվային հիմնական կապիտալ (Tier 1)/ռիսկով կշռված ակտիվներ,
3. Չաշխատող վարկեր/ընդհանուր վարկեր,
4. Շահութաբերություն ըստ ակտիվների,
5. Շահութաբերություն ըստ կապիտալի,
6. Իրացվելի ակտիվներ/ընդհանուր ակտիվներ,
7. Իրացվելի ակտիվներ/ցպահանջ պարտավորություններ:

Հայաստանի ֆինանսական կայունության ապահովման հանձնաժողովը, ի տարբերություն այլ երկրների նմանատիպ կառույցների, ընդգրկում է բացառապես ԿԲ պաշտոնատար անձանց: Փաստորեն ՀՀ ֆինանսական կայունությունը գնահատվում է

զուտ բանկային համակարգի կայունությամբ՝ հիմնականում մակրոպրոդեկցիալ վերլուծությունների արդյունքներով: Նշված հանգամանքով է պայմանավորված նաև այն, որ ՀՀ ֆինանսական կայունության ապահովումը դիտվում է միայն զուտ բանկային համակարգը փլուզումից զերծ պահելը:

Այսպիսով, ուսումնասիրելով և ամփոփելով ֆինանսական կայունություն հասկացության էությունը և դրա գնահատման առկա մոտեցումները՝ կարելի է սահմանել, որ ֆինանսական կայունությունը տնտեսության այնպիսի իրավիճակ է, երբ տնտեսությունում գործող՝ տնտեսական և ֆինանսական համակարգերը գործում են ներդաշնակ խթանելով տնտեսության տևական հավասարակշռված զարգացումը, իսկ ֆինանսական կայունությունը՝ գնահատել հետևյալ 5 չափանիշներով՝

1. ֆինանսական և տնտեսական համակարգերի քաղաքականությունների բարձր համակարգվածություն և դրանց նկատմամբ ձևավորված պատշաճ հանրային վստահություն,
2. ֆինանսական միջնորդ ինստիտուտների զարգացվածություն և հուսալիություն ապահովող ֆինանսական գործիքների առկայություն,
3. ֆինանսական հոսքերի կարգավորում ինչպես ներքին, այնպես էլ արտաքին շուկաներում,
4. վարկային շուկայի հասանելիության և վարկունակության բարձրացմանը նպաստող միջավայրի առկայություն,
5. ֆինանսական համակարգի հնարավորություններով հակազդելու իրական հատվածի կամ համակարգի մյուս ինստիտուտների գործունեության բացասական ազդակներին:

Հարկ է նշել նաև, որ բանկային համակարգի կայունության ապահովումն անհրաժեշտ, բայց դեռևս բավարար պայման չէ երկրի ֆինանսական կայունությունն ապահովելու համար, քանի որ այն բավարար պատկերացում չի տալիս կայունության իրական մակարդակի և խոցելիության աստիճանի վերաբերյալ: Ուստի կարիք կա ավելի համապարփակ վերլուծությունների՝ ներառելով ինդիկատորների առավել լայն համալիր, տալով դրանց քանակական արժեքների հետևողական զարգացումները առնվազն միջնաժամկետ հատվածներում:

1.2 Ֆինանսական կայունության ապահովման մեթոդաբանությունը և դրա գնահատման մոտեցումները

Ֆինանսական կայունության վերլուծության մեթոդաբանությունը, ըստ էության, շատ նման է մակրոպրոդեցիալ վերլուծություններին, որտեղ հիմնականում օգտագործվում են կազմակերպությունների, տնային տնտեսությունների, ֆինանսական և ոչ ֆինանսական կազմակերպությունների ֆինանսական հաշվետվություններում արտացոլված ստանդարտ ցուցանիշները, որոնցով հնարավոր է դառնում գնահատել դրանց ֆինանսական վիճակը ըստ ակտիվների և պարտավորությունների, շահութաբերության, վարկունակության, իրացվելիության, ինչպես նաև ռիսկերի կենտրոնացվածության մակարդակի: Հարկ է նշել, որ ֆինանսական կայունության գնահատման բազային ցուցանիշների ցանկը ներկայացված է ԱՄՀ-ի ֆինանսական կայունության ուղեցույցում, որտեղ ընդգրկված է երկրի ֆինանսական հարաբերությունների ողջ համապատկերը (տե՛ս հավելված 1):

Նշված ցուցանիշները, ըստ ԱՄՀ մեթոդաբանության, կարող են համալրվել նաև այլ լրացուցիչ ցուցանիշներով, օրինակ՝ վճարահաշվարկային համակարգում տեղ գտնող խաթարումները, ծրագրային խափանումները և գործառնական օրվա մեջ տեղ գտնող այլ բաց թողումները, որոնք կարող են լուրջ վնասներ հասցնել երկրի վճարային սպասարկման բնականոն գործընթացներին: Ֆինանսական կայունության համար հատկապես լուրջ անհամամասնություններ կարող են առաջացնել նաև այնպիսի մակրոտնտեսական փոփոխականներ, ինչպիսիք են տնտեսական աճը, ներդրումները, գնաճը, վճարային հաշվեկշիռը և վերջապես ոչ ֆինանսական ակտիվների գների խիստ տատանումները:

Պետք է նշել, որ ուղեցույցում նշված ցուցանիշներից ոչ բոլորի համար են գործում կանոնակարգված սահմանաչափեր և միասնական գնահատման մեխանիզմներ, ինչը չի նպաստում համադրելի տվյալների ապահովման պահանջներին: Այս առումով վերջին տարիներին աշխարհի գրեթե բոլոր երկրների և միջազգային ֆինանսական կազմակերպությունների գերխնդիրը ֆինանսական համակարգի կարգավորման և վերահսկողության, այնպիսի միասնական նոր մեխանիզմների և մոտեցումների մշակումն ու ներդրումն է, որոնք թույլ կտան ժամանակին բացահայտել կամ գոնե

նվազագույնի հասցնել համակարգային ռիսկերը՝ միաժամանակ ծառայելով որպես ֆինանսական կայունության ապահովման հուսալի գործիքներ: Այս նպատակով ԱՄՀ-ն ֆինանսական ինստիտուտները դասակարգեց ըստ իրենց կարևորության (Systemically Important Financial Institution-SIFI) և որոշեց բարձրացնել այս ինստիտուտների նկատմամբ հատկապես կապիտալիզացիայի պարտադիր տնտեսական պահանջները, ինչպես նաև մշակել հնարավոր անբարենպաստ պայմաններում գործունեության պլաններ, ինչն էլ հիմք հանդիսացավ Բազել-3-ի մշակման և ներդրման:

Վերջին տասնամյակներում ռիսկի կառավարման փուլային զարգացումը նպաստեց ֆինանսական վերլուծական ներուժի քանակական և որակական զարգացմանը, որի հետ մեկտեղ զարգանում են ֆինանսական համակարգի կարգավորման և վերահսկողության մեխանիզմները, մեթոդներն ու մոդելները: Ճգնաժամից հետո Բազելյան կոմիտեի կողմից մշակվեց «խաղի նոր կանոններ», որոնք ստացել են Բազել-3 անվանումը: Ըստ Բազել-3-ի պահանջների՝ բաժնետիրական կապիտալը պետք է կազմի ակտիվների առնվազն 4.5%-ը (ներկայումս 2% է), ինչպես նաև՝ «Առաջին մակարդակի» (Tier 1) կապիտալի համարժեքության 6%-անոց ցուցանիշ՝ ներկայիս 4%-ի փոխարեն: Այն ենթադրում է նաև կապիտալի կոնսերվացման 2,5%-անոց բուֆեր և հակափուլային բուֆեր, որը վարկավորման բուռն աճի պարագայում կարգավորողներին թույլ է տալիս բանկերից պահանջել պահուստավորել իրենց կապիտալի ևս 2.5%-ը, այնպես որ ընդհանուր կապիտալի համարժեքությունը կազմի 14-16%:

Սակայն Բազել-3-ը, ի տարբերություն նախկին կարգավորման ռժիմների, միանշանակ չի ընդունվում համաձայնագրի անդամ երկրների կարգավորողների կողմից: Մասնավորապես, Տնտեսական համագործակցության և զարգացման կազմակերպության (SՀԶԿ, OECD) գնահատականներով, կարգավորման խստացված պահանջների պատճառով բանկերի վարկային և ավանդային տոկոսադրույքների սփրեղը մոտակա տարիներին 0,15-ից կավելանա 0,5 տոկոսային կետով, ինչը գլոբալ տնտեսական աճը. կդանդաղեցնի 0.05-0.15%-ով²¹: Քննադատների պնդմամբ հենց խստացող բանկային վերահսկողությունն է պատճառ դարձել, որ հետճգնաժամային

²¹ [Stefan W Schmitz, Heiko Hesse, “Recent studies reinforce the case for the Liquidity Coverage Ratio”](#) 08.04.14

վերականգնումն աշխարհում դանդաղ տեմպերով է ընթանում, իսկ նոր ստանդարտների ջատագովներն էլ հակադարձում են, որ հենց բանկային թույլ կարգավորումն է հանգեցրել վերջին ճգնաժամին: Այնուամենայնիվ, այս գործընթացին անմասն չի մնա նաև Հայաստանի ֆինանսական համակարգը, որ 2006-2007թթ. անցավ կարգավորման Բազել-2 ստանդարտներին, իսկ սկսած 2015-ից պետք է անցում կատարի կարգավորման և վերահսկողության նոր կանոնների:

Փաստորեն Բազել-3-ը բանկային կարգավորման սկզբունքային փոփոխություններով նոր դաշտ է: Այն փորձում է հաշվի առնել, կարգավորման ոլորտում առկա բոլոր թերությունները ճգնաժամի ժամանակահատվածում, ինչպես նաև երկրի փուլային ռիսկերը, գնահատել մակրոտնտեսական իրավիճակը, բանկերի աշխարհագրական տեղաբաշխումը, անգամ բանկերի ոլորտային ազդեցությունը: Դրանում հիմնական կարևոր փոփոխությունը կապիտալի հաշվարկումն է: Բազել-3-ում նախատեսվում է կիրառել երկու բարձիկ. մեկը՝ հակացիկլիկ բարձիկն է, մյուսը՝ կապիտալի պահպանության նոր բարձիկը: Դրանով է պայմանավորված ՀՀ առևտրային բանկերում ընդհանուր կապիտալի՝ մինչև 2017 թվականը 5 անգամ ավելացնելու ԿԲ պահանջը, այսինքն՝ 5 մլրդ դրամից անցնել 30 մլրդ դրամի:

Հարկ է նշել, որ ներկայումս եվրոպական երկրների մեծ մասում բանկերի կապիտալի համարժեքությունը 8% է, իսկ Հայաստանի բանկային համակարգում՝ 12%: Բազել-3-ով կապիտալի համարժեքությունը, կախված երկրից, պետք է կազմի 14-16%: Փոխվում են նաև ընթացիկ և ընդհանուր իրացվելիության պահանջները: Ներկայումս ՀՀ կենտրոնական բանկը քննարկում է թե որքանով մեզ համար կիրառելի կլինի նոր սկզբունքները, և որ սկզբունքը ինչ ժամանակահատվածում կարելի կլինի ներդնել:

Պետք է նշել, որ բարեփոխումները, որ նախաձեռնել է Բազելյան կոմիտեն, կարգավորողների կողմից արժանացան թեժ քննարկումների և հակասական կարծիքների: Կոմիտեն իր առաջարկած փոփոխությունները հիմնավորում է բանկային վերահսկողության ոլորտում առկա ռիսկերի առավել համակողմանի գնահատման անհրաժեշտությամբ՝ վկայակոչելով համաշխարհային ֆինանսական վերջին ճգնաժամը, որի հիմնական պատճառը բանկային համակարգում եղած անհամապատասխանություններն են եղել: Ուստի, ըստ Բազելյան կոմիտեի

հիմնավորման, Բազել-3-ը հնարավորություն է տալու առավել կատարելագործված ու հավասարակշռված նորմատիվային բազա ապահովել:

Ընդունելով Բազել-3-ի առավելությունները, այնուամենայնիվ կարելի նշել նաև որոշ թերություններ, որոնք տեղ են գտնում այնտեղ: Մասնավորապես, ըստ Բազել-3-ի տրամաբանության՝ ֆինանսական ռիսկը շարունակվում է դիտարկել որպես էկզոգեն փոփոխական, այսինքն՝ ենթադրվում է, որ այն հնարավոր է նվազեցնել միայն դրա ի հայտ գալուց հետո, մինչդեռ, ինչպես ցույց տվեց հայաստանյան բանկային փորձը, այն կարելի դասել էզոգեն ռիսկերի շարքին: Ուստի կարծում ենք, որ համակարգում բարեփոխումները կառանձնանային իրենց արդյունավետությամբ, եթե այն ներառեր նաև հստակ մեխանիզմներ՝ ուղղված այս ռիսկերի կանխարգելմանը: Ակներև է, որ ֆինանսական ճգնաժամերի հիմքում հենց այս ռիսկերն են ընկած, և եթե նպատակ է դրվում նվազագույնի հասցնել ֆինանսական ճգնաժամերի ի հայտ գալու հավանականությունը, ապա առաջին հերթին պետք է փորձ արվի գնահատել և կառավարել հենց այդպիսի ռիսկերը:

Ավելին, քանի որ ֆինանսական կայունության վերլուծությունները ենթադրում են մեծաքանակ ոչ գծային կախվածությամբ փոփոխականների միաժամանակյա համադրություն, ապա այն հատկապես բարդանում է՝ պայմանավորված ամենահավանական և էական գործոնների ընտրանքով, դրանց արժեքների բաշխման և դրանք միաժամանակյա հանդիպելու հավանականության որոշմամբ և վերջապես դրանց ընդհանուր համակարգային հնարավոր ազդեցության մակարդակի գնահատմամբ, որի համար միջազգային պրակտիկայում, որպես արդյունավետ գործիք, կիրառվում են սթրես թեստերը: Սակայն, սթրես թեստերն էլ կարող են կիրառվել առանձին ֆինանսական կազմակերպությունների կամ լավագույն դեպքում առնվազն բանկային համակարգի նկատմամբ: Դրանց կիրառումը ամբողջ ֆինանսական համակարգի նկատմամբ, պայմանավորված բանկային և ֆինանսական շուկաների ֆինանսավորման առանձնահատկություններով, համապատասխան անհրաժեշտ տվյալների և էմպիրիկ մոդելների բացակայությամբ, դարձյալ գրեթե անհնարին է դառնում:

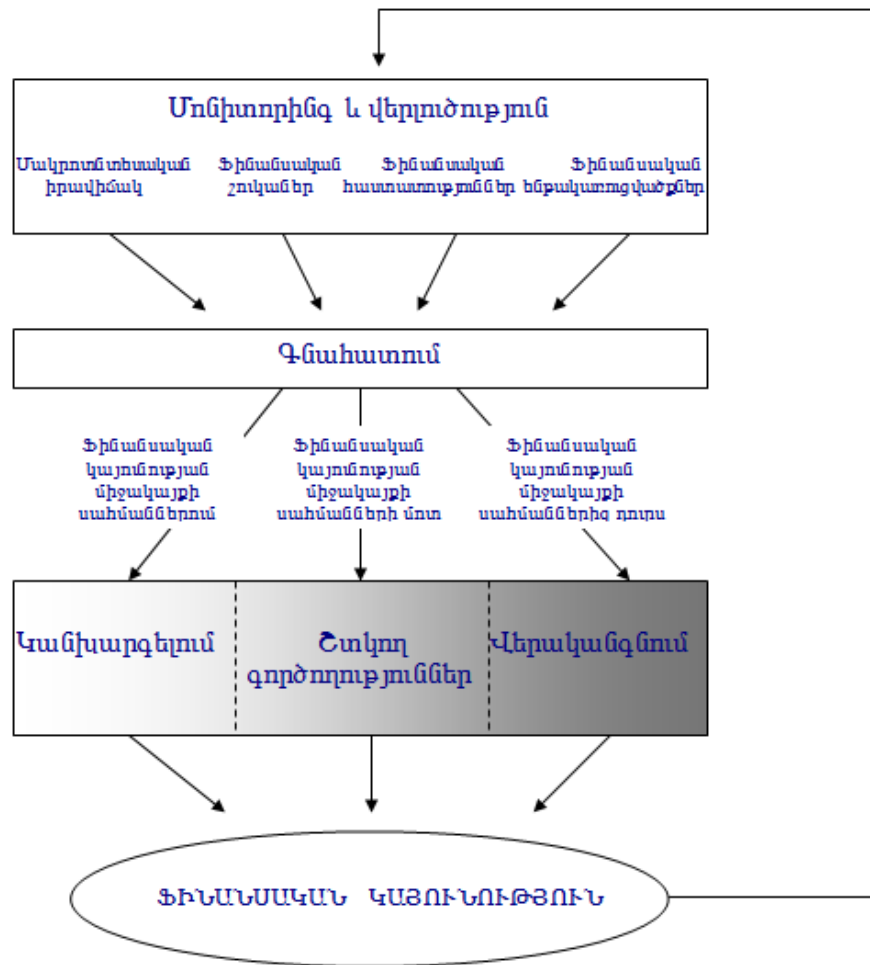
Խնդիրն այստեղ ընդհանուր համակարգային կայունության գնահատման այնպիսի մեխանիզմների մշակումն է, որոնք թույլ կտան գնահատել ինչպես ֆինանսական ենթահամակարգերի փոխադարձ ազդեցությունը մեկը մյուսի վրա, այնպես էլ դրանցից ածանցվող ազդեցությունները տնտեսության իրական հատվածի տարբեր ոլորտների վրա: Ընդ որում, այդ մեխանիզմը պետք է ունենա այնպիսի կառուցվածք, որ հնարավորություն ստեղծի ներառելու կայունության վերլուծության համար անհրաժեշտ բոլոր տարրերը և որպես վերլուծության վերջնական արդյունք մշակելու և կիրառելու ֆինանսական կայունության ապահովման համապատասխան քաղաքականություն: Համարյա բոլոր երկրներում, որպես կանոն ֆինանսական կայունության ապահովման մեխանիզմի կառուցվածքը ներառում է հետևյալ չորս տարրը՝ մոնիտորինգ, վերլուծություն, գնահատում և ըստ այդմ որոշակի քաղաքականության կիրառում (տե՛ս գծապատկեր 1.2.1): Ֆինանսական կայունության այսպիսի կառուցվածքը նպատակաուղղված է ֆինանսական կայունությունը բնութագրող գործոնների վերլուծական այնպիսի փոխկապակցված համակարգի ստեղծմանը, որն ունակ լինի՝

1. ապահովելու պոտենցիալ ցնցումների վաղ ահազանգումը,
2. իրականացնելու կանխարգելիչ և ճշգրտող քաղաքականությունների մշակում,
3. կանխարգելիչ մեխանիզմների խափանման դեպքում ձեռնարկելու կայունության վերականգնման գործընթացներ:

Միջազգային պրակտիկայում ֆինանսական կայունության վերլուծության մեթոդաբանությունն ըստ կառուցվածքի և իրականացման փուլային հաջորդականության կարելի է ներկայացնել գծապատկեր 1.2.1-ում բերված բլոկ սխեմայի միջոցով:

Ֆինանսական կայունության ապահովման մեխանիզմի կառուցման և կիրառման համար առաջնային խնդիր են ֆինանսական համակարգի, մակրոմիջավայրի մոնիտորինգը և վերլուծությունը, որոնց աշխատանքները ներառում են հավանական ռիսկերի, այդ ռիսկերից ֆինանսական համակարգի խոցելիության աստիճանի բացահայտումը, ռիսկերի վերլուծությունը և գնահատումը: Նշված խնդիրների

շրջանակներում իրականացվող վերլուծությունները պետք է լինեն համալիր և շարունակական:



Գծապատկեր 1. 2.1. Ֆինանսական կայունության ապահովման կառուցվածքն ըստ կիրառվող մեխանիզմների և գործընթացների ²²

Հավանական ռիսկերի բացահայտման ուղղությամբ կատարված վերլուծությունների արդյունքները կիրառվում են ֆինանսական համակարգի բաղկացուցիչների և մակրոտնտեսական անբարենպաստ տատանումների վաղ ահազանգման դեպքում: Հավանական ռիսկերի բացահայտման համար որպես վերլուծության օբյեկտ են դիտվում, ինչպես ֆինանսական համակարգի բաղադրիչները (ֆինանսական հաստատությունները, ֆինանսական ենթակառուցվածքները և ֆինանսական շուկաները), այնպես էլ մակրոտնտեսությունը: Ուսումնասիրվում են բոլոր այն գործոնները, որոնք կարող են ազդեցություն ունենալ ֆինանսական համակարգի կայունության վրա:

²² Гарри Дж. Шинази, МВФ, Сохранение финансовой стабильности, 2005, www.imf.org

Հավանական ռիսկերի բացահայտմանը հաջորդում է այդ ռիսկերի ազդեցության չափի գնահատումը, որոշակի քանակական փորձագիտական մեթոդների օգնությամբ գնահատվում է, թե յուրաքանչյուր ռիսկի կամ ռիսկերի համախմբի դրսևորումը ինչպիսի ազդեցություն կարող է ունենալ ամբողջ ֆինանսական համակարգի կայունության վրա:

Ֆինանսական կայունության խոցելիությունը գնահատելու նպատակով ֆինանսական համակարգի տարբեր բաղադրիչների և նրանց տարրերի, ինչպես նաև մակրոտնտեսական համապատասխան ցուցանիշների համար սահմանվում են տատանումների թույլատրելի միջակայքեր, որոնց նկատմամբ տատանումները այս կամ այն տիպի քաղաքականության կիրառման հիմք են: Այսպես, կախված ֆինանսական համակարգի կայունությունը բնութագրող գործոնների տատանողականությունից և դրանց ազդեցության չափից, առանձնացվում են կենտրոնական բանկերի կողմից ֆինանսական կայունության ապահովման նպատակով իրականացվող երեք հիմնական քաղաքականություններ՝ կանխարգելիչ, շտկող, վերականգնող:

Երբ ֆինանսական համակարգը գնահատվում է կայուն, կամ ցուցանիշների տատանումները թույլատրելի միջակայքում են, ապա քաղաքականությունը այս դեպքում կանխարգելիչ բնույթ է կրում: Կանխարգելիչ միջոցառումներն ուղղված են կայունության պահպանմանը և իրականացվում են վերահսկողական ու կարգավորող գործիքների կիրառման միջոցով: Կանխարգելիչ քաղաքականության գործիքները պետք է մշտապես վերանայվեն և արդիականացվեն շուկայի զարգացումներին, պահանջներին զուգահեռ: Օրինակ, ֆինանսական նորամուծությունները, ինչպիսիք են ակտիվների արժեթղթավորումը և ածանցյալ գործիքները, կարող են զգալիորեն փոխել ֆինանսական շուկաների մասնակիցների միջև ռիսկերի բաշխվածությունը, ինչը պահանջում է իրականացվող վերլուծություններում գնահատման մեխանիզմների մշտական և ժամանակին ճշգրտումներ կատարելու անհրաժեշտություն: Այս տեսանկյունից ֆինանսական համակարգի ու ֆինանսական գործիքների բարդացմանը զուգահեռ անհրաժեշտ է իրականացնել նաև համակարգի թափանցիկության բարձր աստիճան ապահովող վերահսկողական քաղաքականություն:

Ֆինանսական ցուցանիշների տատանումները կարող են լինել թույլատրելի միջակայքում, սակայն ունենան այդ միջակայքից դուրս գալու որոշակի հավանականություն, որը կարող է ֆինանսական համակարգի ինչ-որ մի հատվածի կամ ոչ ֆինանսական հատվածի տատանումների աճի արդյունք լինել: Օրինակ՝ հարևան կամ հիմնական առևտրային գործընկեր երկրում ֆինանսական միջավայրի փոփոխությունը կամ ճգնաժամային տատանումները կարող են առողջ ֆինանսական համակարգը լուրջ դժվարությունների առջև կանգնեցնել: Ֆինանսական կայունության ապահովման նպատակով իրականացվող քաղաքականությունն այս դեպքում ընդունում է շտկող ուղղվածություն:

Ֆինանսական ցուցանիշների տատանումները կարող են լինել տատանումների թույլատրելի միջակայքից դուրս և հետևաբար համակարգը ի վիճակի չի լինի համարժեքորեն իրականացնել ֆինանսական միջնորդի և վճարահաշվարկային իր գործառույթները: Այս դեպքում քաղաքականությունը պետք է ստանա վերականգնողական ուղղվածություն, ինչը սովորաբար ներառում է ճգնաժամերի հաղթահարման գործընթացների մի ամբողջություն, ընդ որում՝ այս դեպքում քաղաքականություն իրականացնողներ կարող են լինել ինչպես տվյալ երկրի, այնպես էլ այլ երկրների ֆինանսական կարգավորման համար պատասխանատու մարմինները և միջազգային ֆինանսական կազմակերպությունները:

Հավելենք նաև, որ ֆինանսական կայունության վրա ազդող գործոնները բուն ֆինանսական համակարգում կարող են առաջանալ որպես էնդոգեն կամ ֆինանսական համակարգից դուրս՝ որպես էկզոգեն ծագած ազդակներ: Ռիսկերի ծագման այսպիսի տարբերությունները, բնականաբար, պետք է իրենց արտացոլումը գտնեն իրականացվող քաղաքականության ընտրության հարցում: Էնդոգեն տատանումների մակարդակները և դրսևորվելու հավանականությունը հիմնականում հնարավոր է կառավարել ֆինանսական համակարգը կարգավորող և վերահսկող պետական մարմինների, այսինքն՝ ճշգրտող և երբեմն էլ շտկող քաղաքականությունների իրականացման միջոցով: Ի տարբերություն էնդոգեն տատանումների՝ այդ նույն մարմինների կողմից էկզոգեն տատանումների վրա ազդելը բավականին դժվար է, երբեմն նաև անհնար:

Այդ իսկ պատճառով ֆինանսական կայունության վերլուծությունը տեսականորեն՝ անդրադառնում է վերոնշյալ բոլոր ռիսկերին և տատանումներին, ներառում է ֆինանսական համակարգի (ֆինանսական շուկաներ, հաստատություններ, ենթակառուցվածքներ) և մակրոտնտեսության (տնային տնտեսություններ, ձեռնարկություններ, պետական հատված, արտաքին հատված) համակարգային մոնիտորինգը: Տարբեր տեսակի ռիսկերի համատեղ մոնիտորինգը կարևորվում է նրանով, որ համակարգի անհավասարակշռվածությունները հաճախ ի հայտ են գալիս ռիսկերի տարբեր աղբյուրներում, երբեմն նույնիսկ թույլ օղակներում առաջացող ռիսկերը կարող են առաջացնել համակարգային անցանկալի արդյունքներ, եթե դրանք համատեղվեն այլ անսպասելի էկզոգեն ռիսկերի հետ: Պետք է նշել, որ և՛ էնդոգեն, և՛ էկզոգեն ծագում ունեցող ռիսկերն իրենց հերթին տարանջատվում են երկու խմբերի՝ քանակական և որակական բնութագրիչներ ունեցող ռիսկերի: Երկրի առանձնահատկություններից ելնելով՝ այդ ռիսկերն անհրաժեշտ է խմբավորել ըստ իրենց որակական և քանակական բնութագրիչների:

Ամփոփելով հարկ է նշել, որ որ յուրաքանչյուր երկրում ֆինանսական կայունության ապահովմանն ուղղված վերլուծություններ իրականացնողները, համապատասխան քաղաքականություն մշակողները երկրի ներսում կրում են որոշակի պատասխանատվություն ինչպես միջճյուղային կայունության, այնպես էլ միջազգային տնտեսական կապերի կայունության համար, քանի որ անկայունություն ստեղծող ազդակների կուտակումները լուրջ խնդիրներ են առաջացնում բոլոր տեսանկյուններից:

1.3 Ֆինանսական կայունություն ապահովող կառույցների գործունեության հիմնախնդիրները

Ներկայումս զարգացած և զարգացող շատ երկրների տարբեր գերատեսչություններ ֆինանսական կայունության ապահովման մասնակի գործառույթներ ունեն: Ֆինանսական վերահսկողության զանազան մարմիններ ապահովում են միայն որոշ հաստատությունների ֆինանսական կայունությունը և անհրաժեշտության դեպքում կարող են միջոցառումներ ձեռնարկել առանձին ֆինանսական հաստատությունների առողջացման կամ լուծարման համար: Որոշ

կենտրոնական բանկեր պատասխանատու են միայն դրամավարկային կայունության համար և իրենց լիազորությունների շրջանակներում ճշգրտումներ են կատարում հիմնականում գների խոշոր տատանումները բացառելու համար: Արժեթղթերի շուկան կարգավորողները չափորոշիչներ են մշակում ֆինանսական շուկայի մասնակիցների համար և կարգավորում ֆինանսական շուկայի բնականոն գործունեությունը: Սակայն պարզ է, որ երկրի համընդհանուր ֆինանսական կայունության համակարգված պատկեր ստանալու համար պետք է պատասխանատու լինի պետական կարգավորման գոնե մեկ կառույց, որը կարող է ի մի բերել ֆինանսական հատվածում տեղ գտած բոլոր զարգացումները, վերլուծել դրանք և համապատասխան եզրակացություններ անել տարբեր իրավիճակներին արձագանքելու քաղաքականություն մշակելիս: Ներկայումս շատ զարգացած երկրների կենտրոնական բանկեր՝ հատկապես վերահսկողության ծառայության անջատման փորձի կիրառումից հետո, բացի դրամավարկային կայունությունից, իրենց գործառույթների դաշտ են ներառել նաև ֆինանսական կայունության ապահովման խնդիրը՝ որպես բանկի երկրորդ հիմնական նպատակ: Այդ տեսանկյունից առաջիններից է Անգլիայի բանկը, իսկ Ֆինլանդիայի ազգային բանկի համար ֆինանսական կայունության ապահովումը նույնիսկ առաջնային է:

Հարկ է նշել նաև, որ ֆինանսական կայունության ապահովման համար անհրաժեշտ միջոցառումների հիմնական մասը վերաբերում է կենտրոնական բանկերի կողմից դրամավարկային կայունություն և վճարահաշվարկային համակարգերի բնականոն գործունեություն ապահովող միջոցառումներին: Դեռ ավելին, դրամավարկային քաղաքականության փոխանցման մեխանիզմի միջոցով կենտրոնական բանկն ունակ է ազդելու իրական հատվածի զարգացումների վրա ևս, և հետևաբար ֆինանսական կայունություն ապահովելու դեպքում միայն ճիշտ իրականացվող դրամավարկային քաղաքականությունը կարող է առավել արդյունավետ լինել:

Ֆինանսական կայունության ապահովման պատասխանատվությունը վերցնելով կենտրոնական բանկերը պետք է համագործակցեն կառավարության

(գանձապետարան, ֆինանսների նախարարություն) և ֆինանսական կարգավորման համար պատասխանատու այլ մարմինների հետ, եթե այդպիսիք գոյություն ունեն:

Համաշխարհային փորձը ցույց է տալիս, որ կենտրոնական բանկերի կառուցվածքներում ֆինանսական և դրամավարկային կայունության համար պատասխանատու ստորաբաժանումները պետք է տարանջատված լինեն ըստ գործառույթների, հաճախ նաև՝ ըստ կառույցների: Դա հիմնականում բացատրվում է այն հանգամանքով, որ ֆինանսական կայունության համար պատասխանատու ստորաբաժանումը պետք է տիրապետի այնպիսի տեղեկության, որին չեն տիրապետում դրամավարկային քաղաքականության, մակրովերլուծությունների, վճարահաշվարկային համակարգի կարգավորման, կամ վերահսկողության ստորաբաժանումներն առանձին-առանձին: Ֆինանսական կայունության համար պատասխանատու ստորաբաժանման վերլուծությունները և հետազոտություններն իրականացվում են ֆինանսական կայունության ապահովման հարթությունում՝ առավել համապարփակ վերլուծելով տնտեսության տարբեր հատվածների միջև կապերն ու փոխազդեցությունները ֆինանսական կայունության տեսանկյունից: Օրինակ՝ ֆինանսական որևէ հաստատությունում կամ բանկում ռիսկերի կառավարման հետ կապված խնդիրների հետազոտությունը վերաբերում է վերահսկողական գործառույթի իրականացման շրջանակներին, և ամենևին նրա խնդիրը չէ բացահայտել այդ ոլորտում թերությունների ազդեցությունը մակրոտնտեսական զարգացումների վրա: Այդ գործառույթը պատկանում է ֆինանսական կայունության գործառույթների դաշտին: Որոշ կենտրոնական բանկերում գոյություն ունեն նաև Ֆինանսական կայունության համար պատասխանատու առանձին խորհուրդներ և կոմիտեներ, որոնք կարող են ֆինանսական կայունության իրավիճակին և իրականացվելիք հակաճգնաժամային միջոցառումների վերաբերյալ քննարկումներ կազմակերպել որոշակի պարբերականությամբ:

Այդպիսին է, օրինակ՝ Անգլիայի բանկը որտեղ խնդիր է դրված է ապահովել ներքին և արտաքին ֆինանսական կայունությունը: Իր հիմնական նպատակներին առավել արդյունավետ կերպով հասնելու համար բանկը իրականացնում է գործունեության 3 հիմնական ուղղություններ՝ դրամավարկային վերլուծություններ ու

վիճակագրություն, շուկայական գործառնություններ ու ֆինանսական կայունություն: Այս կառուցվածքը հաստատվել է 1998 թ.-ին, երբ Անգլիայի բանկի մասին օրենքի փոփոխություններով վերջինիս նոր իրավասություններ ամրագրվեցին: Ֆինանսական կայունության վերաբերյալ որոշումները բանկի ներսում ընդունում է ֆինանսական կայունության խորհուրդը, որի հիմնական գործառույթը Անգլիայի ֆինանսական համակարգի խոցելիության աստիճանի բացահայտումն է և ռիսկերի խմբավորումն ըստ դրանց առաջնայնության: Ըստ այդմ ֆինանսական կայունության խորհուրդը որոշում է, թե ինչպիսի գործիքներ և միջոցառումներ են պետք՝ համարժեք արձագանքելու ֆինանսական համակարգի ցնցումներին և տատանումներին: Հարկ է նշել, որ բանկը լայնածավալ աշխատանքներ է իրականացնում ֆինանսական ճգնաժամերի հաղթահարման ծրագրեր մշակելու և բանկի «Վերջին ատյանի վարկատուի» գործառույթ կիրառելու ուղղությամբ: Ֆինանսական կայունության ապահովման գործընթացում բանկը սերտորեն համագործակցում է գանձապետարանի և ֆինանսական Ծառայությունները վերահսկող մարմնի հետ: Այդ նպատակով երեք հաստատությունների միջև 1997թ. կնքվել է համագործակցության հուշագիր, համաձայն որի՝ Անգլիայի բանկին վերապահվել է ֆինանսական կայունության ապահովման, ներառյալ ֆինանսական համակարգի ենթակառուցվածքների կայունության ապահովման պարտականությունը, իսկ առանձին ֆինանսական հաստատությունների վերահսկման և կարգավորման համար պատասխանատու է ֆինանսական ծառայությունները վերահսկող մարմինը: Գանձապետարանը չունի ոչ մի գործառնական իրավասություններ Անգլիայի բանկի և ֆինանսական ծառայությունները վերահսկող մարմնի գործունեության նկատմամբ: Այս մարմինների սահուն համագործակցությունը ապահովվելու նպատակով 1997 թ.-ին ստեղծվել է համատեղ գործող կոմիտե, բոլոր հաստատությունների ներկայացուցիչների մասնակցությամբ, որոնք սովորաբար հանդիպում են ամիսը մեկ, իսկ անհրաժեշտության դեպքում՝ ավելի հաճախ: Քանի որ Լոնդոնը միջազգային ֆինանսական կետրոն է, և Անգլիայի բանկն աշխատում է ինչպես ներքին, այնպես էլ արտարքին շուկաների կայունության ապահովման ուղղությամբ, ապա բանկը

համագործակցում է ինչպես կառավարության, այնպես էլ միջազգային ֆինանսական կազմակերպությունների և այլ կենտրոնական բանկերի հետ:

Տարբեր երկրներում այս խնդիրը տարբեր կերպ է լուծվում: Այսպես օրինակ՝ Ավստրալիայում ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովումը ռեգերվային բանկի երկարաժամկետ խնդիրն է: Այդ գործառույթը բանկին է վերագրվել 1998թ.-ի ֆինանսական շուկայի բարեփոխումների շրջանակում, երբ վերահսկողության պատասխանատվությունը տարանջատվեց բանկից, և ստեղծվեց միասնական վերահսկող կառույց՝ «Ավստրալիայի ֆինանսական կարգավորման մարմին» (APRA): Այդ բարեփոխումների շրջանակներում Ավստրալիայի բանկին կից ստեղծվեց վճարահաշվարկային համակարգի խորհուրդ, որին տրվեցին կարգավորման լայն իրավասություններ: Այն բաղկացած է վճարահաշվարկային քաղաքականության և ֆինանսական համակարգի կայունության դեպարտամենտներից: Ֆինանսական համակարգի խումբը անկախ է բանկի այլ ստորաբաժանումներից և ենթարկվում է բանկի Կառավարման Կոմիտեին, իսկ վճարահաշվարկային քաղաքականության դեպարտամենտը՝ վճարահաշվարկային համակարգի խորհրդին: Բանկի և վերահսկող մարմնի միջև տեղեկության փոխանակումը և արդյունավետ համագործակցությունը ապահովելու նպատակով վերահսկող մարմինն ունի ներկայացուցիչ վճարահաշվարկային համակարգի խորհրդում: Երկու հաստատությունների միջև կնքվել է փոխհամաձայնության հուշագիր, որին զուգահեռ գործում է նաև համակարգող կոմիտե որպես բանկ-վերահսկող մարմին, որը ղեկավարում է բանկը և ապահովում է համագործակցությունը խորհրդի հետ: Ֆինանսական համակարգը կարգավորող օղակների փոխհամագործակցությունը իրականացվում է նաև ֆինանսական շուկան կանոնակարգող խորհրդի կողմից: Խորհուրդը ներկայացուցիչներ ունի բանկից, վերահսկող մարմնից, Ավստրալիայի արժեթղթերի և ներդրումների կոմիտեից և գանձապետարանից: Այնտեղ անդամները փոխանակում են տեղեկություն և տեսակետներ, հատկապես մանրակրկիտ քննարկման են ենթարկվում այն բարեփոխումները, որոնք շահերի բախում կարող են առաջացնել նշված մարմիններին միջև: Քննարկվում են նաև ֆինանսական համակարգի պոտենցիալ ճգնաժամային իրավիճակներում համատեղ համակարգող

գործողությունների ծրագրեր: Խորհրդի հանդիպումները տեղի են ունենում եռամսյակը մեկ անգամ, իսկ անհրաժեշտության դեպքում՝ ավելի հաճախ:

Հունգարիայում, ինչպես Հայաստանում է, Կենտրոնական բանկի մասին օրենքի համաձայն, բանկի գլխավոր նպատակն է գների կայունության ապահովումը և պահպանումը, որին հասնելու համար բանկին օրենքով ամրագրված են մի շարք այլ խնդիրներ, այդ թվում նաև՝ ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովումը: Այդ նպատակով բանկի կառուցվածքում գործում է ֆինանսական կայունության դեպարտամենտը, որն անկախ է և ֆինանսական համակարգի հատվածների թերզարգացվածության պատճառով աշխատանքները հիմնականում կենտրոնացնում է բանկային համակարգի ռիսկերի մոնիտորինգի ուղղությամբ: Սակայն Հունգարիայում, ի տարբերություն Հայաստանի, կենտրոնական բանկից դուրս ձևավորված է նաև միասնական վերահսկող մարմին, որն իրականացնում է կապիտալի և փողի շուկաների, տարբեր տեսակի ֆինանսական ֆոնդերի և ապահովագրական ընկերությունների վերահսկողությունը՝ սերտորեն համագործակցելով կենտրոնական բանկի հետ: Դրանցից առանձնացված է վճարահաշվարկային համակարգերի կարգավորման գործառույթը, որը ենթակա է կենտրոնական բանկի վճարահաշվարկային և դրամանիշների թողարկման քաղաքականության դեպարտամենտին:

Գրեթե բոլոր երկրները, որոնք իրականացնում են ֆինանսական կայունության ապահովման գործառույթներ, կիսամյակային կամ տարեկան կտրվածքով հրապարակում են «Ֆինանսական կայունության հաշվետվություններ», որտեղ ներկայացվում են ինչպես համաշխարհային, այնպես էլ ներքին տնտեսական զարգացումները՝ գնահատելով դրանց հավանական ազդեցությունը երկրի ֆինանսական կայունության վրա: Այս հաշվետվությունների հիմնական նպատակը հասարակայնության, ֆինանսական համակարգի մասնակիցների և ֆինանսական քաղաքականություն իրականացնող մարմինների երկրի ֆինանսական կայունության վերաբերյալ տեղեկացվածության բարձրացումն է: Հաշվետվությունների պատրաստման ընթացքում կենտրոնական բանկերը համախմբում են և վերլուծում

այն բոլոր գործոններն ու ազդակները, որոնք կարևոր են երկրի ֆինանսական կայունության համար:

Միջազգային ֆինանսական համակարգի ինտեգրացման արագ զարգացմանը զուգահեռ՝ գրեթե բոլոր զարգացած և զարգացող երկրների կենտրոնական բանկերը կարևորում են միջազգային շուկաների զարգացումների շարունակական վերլուծությունները (մոնիտորինգը): Մասնավորապես մշտական մոնիտորինգի են ենթարկվում նավթամթերքի, պարենային ապրանքների գները, տարբեր երկրամասերի ֆոնդային շուկաների զարգացումները, պետական պարտքերի դինամիկան, արժույթների տատանումները: Սա հատկապես կարևորվում է, երբ երկրի տնտեսությունը առավել զգայուն է նմանատիպ տատանումների նկատմամբ, և դրանց ժամանակին չարձագանքելը կարող է անբարենպաստ հետևանքներ թողնել երկրի զարգացման միտումների վրա:

Հատկապես խորությամբ ուսումնասիրվում են հարևան և հիմնական առևտրային գործընկեր երկրների զարգացումները, քանի որ հարևան երկրները սովորաբար բավականաչափ փոխկապակցված են միմյանց հետ, և մեկ երկրում ծագած ճգնաժամային իրավիճակը կարող է մեծ արագությամբ տարածվել հարևան երկրներում:

Տնտեսության մասնավոր հատվածը վերլուծելիս կենտրոնական բանկերը խիստ ուշադրություն են դարձնում տնային տնտեսությունների և կազմակերպությունների պարտքը բնութագրող ցուցանիշների ու դրանց հնարավոր զարգացումների վրա: Առանձնահատուկ ուշադրություն է դարձվում տնտեսության տարբեր հատվածների զարգացումներին՝ պայմանավորված այն հանգամանքով թե տվյալ տնտեսությունում որ ճյուղերն են համակարգաստեղծ, և որոնք են ապահովում տնտեսության հիմնական ֆինանսական հոսքերը: Վերջինս, հատկապես, վերաբերում է ՀՀ նման փոքր տնտեսություն ունեցող երկրներին, որոնք չունեն ֆինանսական հոսքերի ապահովման լայն ընտրանք: Ի տարբերություն այլ երկրների, այն զարգացած երկրները, որոնք միաժամանակ ֆինանսական միջազգային կենտրոններ են, իրենց ֆինանսական կայունության հաշվետվություններում առավել ուշադրություն են դարձնում

ֆինանսական, հատկապես ֆոնդային շուկաների զարգացումներին և հնարավոր փոփոխություններին:

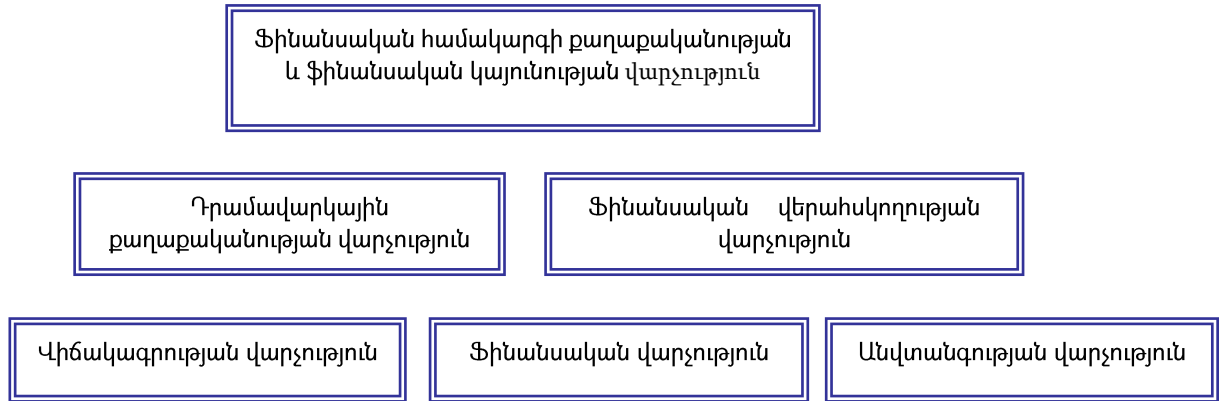
Անշարժ գույքի շուկայի զարգացումները՝ որպես ֆինանսական ներդրումային շուկայի կարևոր բազադրիչներ, նույնպես կարող են ֆինանսական կայունության վրա անցանկալի ազդեցություն թողնել: Դրանով պայմանավորված՝ կայունության գնահատման տեսանկյունից հանգամալից անդրադարձ է կատարվում նաև այդ ոլորտին: Անշարժ գույքի գները ավանդաբար հիմնականում ունեն կայուն աճի միտում, ինչն առավել ցայտուն արտահայտություն է գտնում զարգացող կամ անցումային շրջանում գտնվող երկրներում՝ պայմանավորված եկամուտների աճի բարձր տեմպերով: Դրանք սովորաբար գնային ճնշումներ են առաջացնում այդ երկրների անշարժ գույքի շուկայում, ուստի ակնհայտ է, որ անշարժ գույքի անցանկալի տատնումները կարճաժամկետ հատվածում կարող են բացասական ազդեցություն ունենալ երկրի ֆինանսական կայունության վրա:

Վճարային հաշվեկշռի հոդվածների մանրամասն ուսումնասիրությունը և նրանց տատանումների դեպքում ֆինանսական կայունության վրա ազդեցության բացահայտումը նույնպես ֆինանսական կայունության գնահատման կարևոր մաս է: Վճարային հաշվեկշռի վերլուծությունը կարևորվում է հատկապես այն երկրներում, որտեղ արտահանումը կամ ներմուծումը կերտրոնացման բարձր աստիճան ունի՝ թե՛ ճյուղային և թե՛ երկրների առումով:

Տնտեսության սպասվելիք զարգացումները ճիշտ կանխատեսելու և գնահատելու նպատակով աշխարհի մի շարք երկրների կենտրոնական բանկեր կազմակերպում են պարբերական հանդիպումներ պետական քաղաքականություն իրականացնողների և տնտեսության արդյունաբերական ու արհեստակցական առաջատար միությունների հետ: Օրինակ, նման մարտավարություն է որդեգրել Անգլիայի Բանկը, որի նպատակն է պարզել տնտեսության սպասումները թե՛ ֆինանսական և թե՛ արդյունաբերական ոլորտներում:

Հայաստանում ֆինանսական կայունության ապահովումը ՀՀ կենտրոնական բանկի խնդրներից մեկն է, ինչն ամրագրված է «Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի մասին» ՀՀ օրենքի 5-րդ հոդվածի 1(ա) կետով: Հայաստանի

Հանրապետության կենտրոնական բանկի հիմնական խնդիրը գների կայունությունն ապահովելն է, որն էլ ուղղակիորեն կապված է ֆինանսական համակարգի կայունության ու բնականոն գործունեության ապահովման խնդրի հետ:



Գծապատկեր 1.3.1. ՀՀ ԿԲ Ֆինանսական կայունության ապահովման կոմիտեի կառուցվածքը

Խնդրի իրականացման նպատակով կենտրոնական բանկում գործում է ֆինանսական կայունության կոմիտե, որի անդամներ են հանդիսանում 1.3.1 գծապատկերում ներկայացված ստորաբաժանումների ղեկավարները, կենտրոնական բանկի նախագահը և նախագահի տեղակալը:

2007-ից մինչև 2010 թվականը Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկը՝ տարեկան, իսկ 2010թ.-ից հետո՝ կիսամյակային հաճախությամբ կազմում և հրապարակում է Հայաստանի «Ֆինանսական կայունության հաշվետվությունը», որում ներկայացվում է երկրի ֆինանսական կայունությանը սպառնացող ռիսկերի և դրանց նվազեցմանն ուղղված միջոցառումների ընդհանուր գնահատականը: Նման ընթացիկ վերլուծությունները հնարավորություն են տալիս նաև վաղօրոք հայտնաբերել այնպիսի փոփոխությունները և տատանումները, որոնք կարող են խաթարել ֆինանսական կայունությունը կամ առաջացնել ճգնաժամային իրավիճակ: Հավանական ռիսկերի աղբյուրների և ֆինանսական կայունության խոցելիության վերաբերյալ տեղեկության տրամադրումը նպատակ ունի կողմնորոշելու շահագրգիռ անձանց՝ ստեղծված իրավիճակներում որոշումներ կայացնելու համար:

ՀՀ ֆինանսական կայունության վրա ազդող ռիսկերը կարող են ծագել Հայաստանի ներքին տնտեսությունում, երկրից դուրս՝ արտաքին տնտեսությունում և

բուն ֆինանսական համակարգում: Այս առումով ՀՀ ֆինանսական կայունության ապահովման կարևորագույն նախապայմաններն են՝

- կայուն զարգացող ներքին և արտաքին մակրոտնտեսական միջավայրը, որի պայմաններում տնային տնտեսությունները և ձեռնարկությունները բավարար չափով վարկունակ կլինեն,
- կայուն և արդյունավետ ֆինանսական համակարգը, որի ռիսկերը կլինեն խելամիտ ու կառավարելի սահմաններում,
- գործունակ ֆինանսական ենթակառուցյունները, որոնց գործունեությունը չի խանգարի ֆինանսական համակարգի գործառույթների իրականացմանը:

Ելնելով վերոնշյալից՝ ՀՀ ֆինանսական կայունությանը խոչընդոտող հավանական ռիսկերը հաշվետվությունում ներկայացված են 5 հիմնական ուղղություններով՝

- համաշխարհային տնտեսության զարգացումներից ածանցվող ռիսկեր,
- ՀՀ մակրոտնտեսական միջավայրի զարգացումներից ածանցվող ռիսկեր,
- ՀՀ ֆինանսական շուկայում տեղ գտած զարգացումներից ածանցվող ռիսկեր,
- ՀՀ ֆինանսական հաստատություններից ածանցվող ռիսկեր,
- ՀՀ ֆինանսական ենթակառուցյուններից ածանցվող ռիսկեր:

Հաշվետվությունում ներկայացվում են այդ ոլորտներում դրսևորված ռիսկերը և դրանց հնարավոր ազդեցությունը տնտեսության և ֆինանսական համակարգի բոլոր հատվածների զարգացումների վրա: Սակայն, հաշվետվությունում հիմնական ուշադրությունը դարձվում է բանկային ռիսկերին ու դրանց զարգացման ուղղություններին, քանի որ բանկային համակարգը, լինելով ներկայիս ֆինանսական համակարգի հիմնական բաղադրիչը (ֆինանսական համակարգի ակտիվների ավելի քան 90%-ը կազմում են առևտրային բանկերի ակտիվները), պայմանավորում է երկրի ընդհանուր ֆինանսական կայունությունը և զարգացման ուղղությունները:

Ի տարբերություն գների կայունության ապահովման՝ կենտրոնական բանկի համար ֆինանսական կայունության ապահովման սահմանված ցուցանիշ չկա, որի վարքագծին հետևելով հնարավոր լինի դատողություն անել տվյալ երկրում ֆինանսական կայունության մակարդակի վերաբերյալ: Դա բավականին բարդ գործընթաց է, հաշվի առնելով ֆինանսական համակարգի և իրական հատվածի,

Ֆինանսական շուկաների բազում փոխկապվածությունները, որոնց գնահատելու համար հարկավոր է ունենալ որակյալ տեղեկատվություն և համապատասխան էկոնոմետրիկական մշակված մոդելներ: Սակայն, այդուամենայնիվ, այդպիսի ցուցանիշ ունենալու միտումը առկա է, որովհետև դրանով հնարավոր է դառնում տալ թեկույզ մոտավոր, բայց կոնկրետ մի ինդեքս երկրի ֆինանսական կայունության կամ անկայունության վերաբերյալ:

Սրանով է բացատրվում այն հանգամանքը, որ այժմ գնալով ավելանում է այն երկրների թիվը, որոնք իրենց տարեկան ֆինանսական կայունության հաշվետվության մեջ ներկայացնում են ֆինանսական համակարգի կայունության (կամ անկայունության) ինդեքսը: Վերջինս նախատեսված է սպառողների լայն շրջանակի համար: Այն հնարավորություն է տալիս պատկերացում կազմելու ֆինանսական համակարգի տատանողականությունների վերաբերյալ, դինամիկ ներկայացնում է ֆինանսական համակարգի կայունության վիճակը որոշակի ժամանակահատվածում և թույլ է տալիս համեմատել նախորդ ու ներկա ժամանակահատվածների վարքագիծը: Նման ինդեքսը բավականին օգտակար գործիք է ֆինանսատնտեսական քաղաքականություն մշակողների համար, քանի որ ֆինանսական կայունության սահմանումների բազմազանության մեջ դժվար է կողմնորոշվել, թե ինչպիսի փոփոխականի միջոցով պետք է ներկայացվի ֆինանսական կայունության քանակական գնահատականը, ինչը կարևոր է նաև այլ վերլուծություններում որպես ֆինանսական կայունության մակարդակի մոտարկում օգտագործելու տեսանկյունից:

Որոշ երկրներ, օրինակ՝ Չեխիա, Թուրքիա, Ղազախստան, Հունգարիա և այլն, բանկային կայունության/անկայունության ինդեքսը հաշվարկում են օգտագործելով բանկային համակարգի հաշվեկշռային ցուցանիշները: Կիրառվող ցուցանիշների կառուցվածքը հիմնականում համապատասխանում է CAMELS համակարգի ցուցանիշներին՝ կապիտալ, ակտիվներ, եկամտաբերություն, իրացվելիություն և շուկայական ռիսկի նկատմամբ զգայունություն:

Այն երկրները, որոնք ունեն զարգացած ֆինանսական շուկա, օրինակ՝ Շվեյցարիա, Ֆինլանդիա, Կանադա, Ինդոնեզիա բանկային համակարգի հաշվեկշռային ցուցանիշներին զուգահեռ օգտագործում են ֆինանսական շուկայից

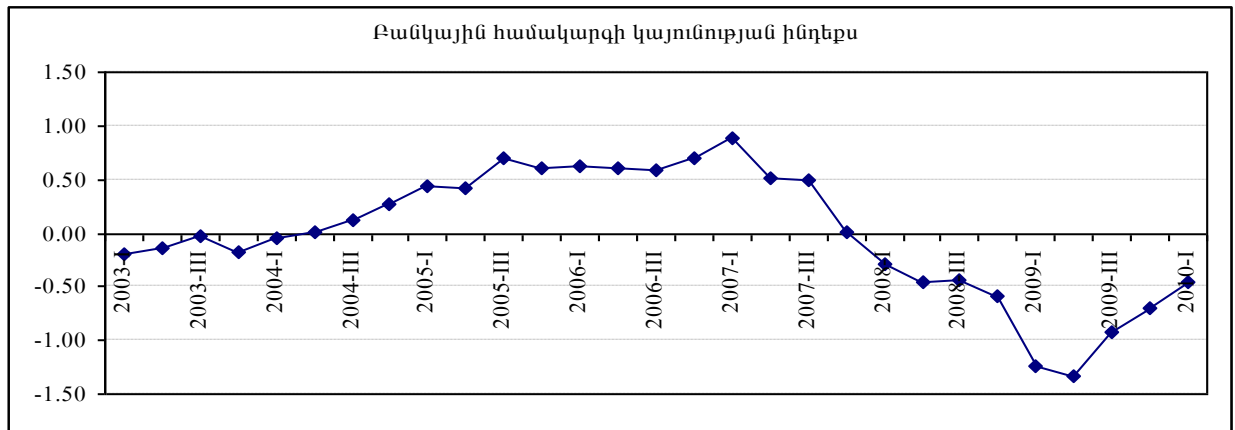
ստացված ցուցանիշներ, որոնք բաժնետոմսերի գների մասին ավելի շատ տեղեկություն են տալիս հետագա հնարավոր զարգացումները կանխատեսելու տեսանկյունից:

Երկրներ կան, օրինակ՝ Ռումինիան, Ղազախստանը, որ փորձել են ֆինանսական համակարգի հաշվեկշռային ցուցանիշները և ֆինանսական շուկաներից ստացված տեղեկությունը միավորել իրական հատվածի և միջազգային զարգացումները բնութագրող որոշ ցուցանիշներին:

ՀՀ ֆինանսական կայունության ինդեքսի կառուցման համար ընտրվել են բանկային համակարգը բնորոշող մի շարք ցուցանիշներ՝ կապիտալի համարժեքությունը, ակտիվների որակը, եկամտաբերությունը, իրացվելիությունը և շուկայական ռիսկի նկատմամբ զգայունությունը և այլն: Կապիտալի համարժեքության և եկամտաբերության ցուցանիշները բնութագրում են անսպասելի վնասներին դիմակայելու բանկային համակարգի կարողությունը: Ակտիվների որակի ցուցանիշն արտացոլում է համակարգում առկա վարկային ռիսկի մակարդակը: Իրացվելիությունը չափում է բանկի պահուստների առկայությունը պոտենցիալ իրացվելիության խնդիրներին դիմակայելու տեսանկյունից: Տոկոսադրույքի ռիսկի ցուցանիշն արտահայտում է համակարգի ակտիվների և պարտավորությունների ժամկետային կառուցվածքի անհամապատասխանությունը և անուղղակիորեն արտահայտում է տոկոսադրույքի փոփոխության հետևանքով առաջացող կորուստների հնարավորությունը: Շուկայական տոկոսադրույքի փոփոխությունը առաջացնում է օգուտ կամ վնաս՝ կախված բանկի ակտիվների և պարտավորությունների ժամկետայնության ճեղքվածքից: Արտարժույթային ռիսկի ցուցանիշը արտահայտում է փոխարժեքի փոփոխության ազդեցությունը բանկի արտարժույթային դիրքի վրա ցանկացած ուղղությամբ:

ՀՀ բանկային համակարգի կայունության ինդեքսի ամփոփ քանակական արժեքի վերաբերյալ որոշակի տեղեկություն հնարավոր է ստանալ ՀՀ կենտրոնական բանկի ներածական դասընթացներում ներկայացված ճանաչողական նյութերից:, Ֆինանսական կայունություն բաժնում մասնավորապես ներկայացված է ՀՀ բանկային

համակարգի կայունության ինդեքսը 2003-ից 2010 թվականների համար (տե՛ս գծապատկեր 1.3.2):



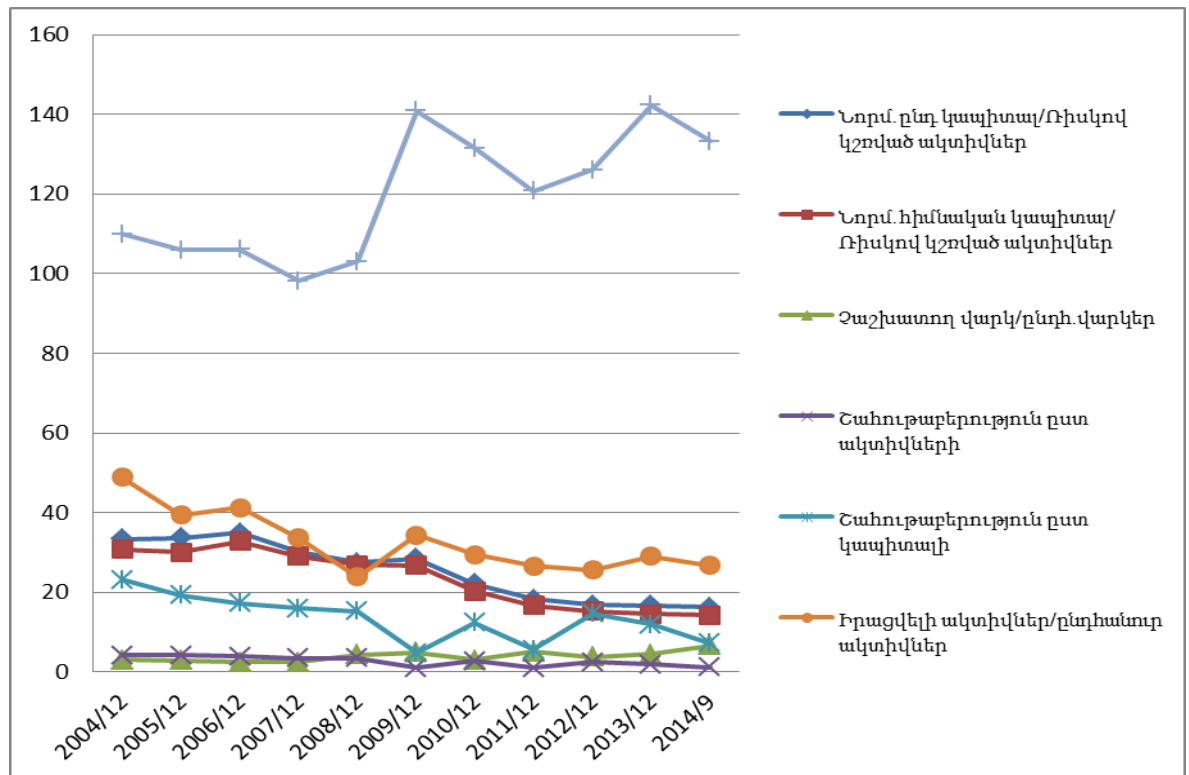
Գծապատկեր 1.3.2. ՀՀ բանկային համակարգի կայունության ինդեքս ²³

Այստեղ, արժեքների առանցքը ընդունվել է որպես բանկային համակարգի կայունության պատմական միջին, ինդեքսը ներկայացված է դրա նկատմամբ ստանդարտ շեղումներով: Դրական շեղումը նշանակում է, որ ֆինանսական կայունության մակարդակը բարձր է իր պատմական միջինից, իսկ բացասական շեղումները նշանակում են, որ ֆինանսական կայունության մակարդակը ցածր է պատմական միջինից: Վերը ներկայացված գծապատկերի միջոցով հնարավոր է տալ ֆինանսական կայունության հարաբերական գնահատականը՝ տարբեր ժամանակահատվածների համար, ինչպես նաև համեմատել այն այլ երկրների ցուցանիշների հետ: Գծապատկեր 1.3.2-ում բերված տվյալների հիման վրա, կարելի փաստել, որ ՀՀ բանկային համակարգի կայունության առավել բարձր մակարդակ գրանցվել է 2005-2007թթ. ընկած ժամանակահատվածում, երբ երկրում արձանագրվել է երկնիշ տնտեսական աճ:

Բերված ոչ պաշտոնական տվյալների հավաստիության մեջ համոզվելու համար, աղյուսակ 1.3.1-ում և գծապատկեր 1.3.3-ում, ներկայացված են ՀՀ ԿԲ պաշտոնապես հրապարակված «Ֆինանսական կայունության հաշվետվությունների» տվյալները,

²³ Գծապատկերում ներկայացված է ոչ պաշտոնական տվյալներ, սակայն ներկայացված տեղեկատվության արժանահավատությանը համոզվելու համար հեղինակի կողմից, Գապատկեր 1.3.3-ում ներկայացվում է աղյուսակ 1.3.1-ի պաշտոնապես հրապարակված տվյալները, որոնք համապատասխանում են գծապատկերում ներկայացված գնահատականին:

որոնք ճշտությամբ համընկնում են գծապատկեր 1.3.2-ում բերված տվյալների տրամաբանությանը:



Գծապատկեր 1.3.3. ՀՀ ֆինանսական կայունությունը բնութագրող ցուցանիշների դինամիկան 2004-2014թթ.²⁴

ՀՀ կայունությունը բնութագրող ցուցանիշների նշված ժամանակաշրջանի դինամիկայի դիտարկումները ցույց են տալիս, որ կայունության հիմնական ցուցանիշը, որը կապիտալի համարժեքության նորմատիվներն է արձանագրել են նվազման միտումներ, սակայն դեռևս մնացել է կառավարելի նորմատիվային մակարդակներում: Կապիտալի համարժեքության նորմատիվը, ըստ սահմանային արժեքի պետք է կազմի 12 տոկոս: Մեր բանկերումայն 2005թվականի հունվար ամսվա՝ 33.3-ի նկատմամբ նվազել է շուրջ երկու անգամ կազմելով 16,3 տոկոս: Սակայն, ասվածը, եթե դիտարկենք 2015 թվականից ՀՀ բանկային համակարգը վերահսկողության Բազել 3-ին անցնելու համատեքստում, ապա ակնհայտ է դառնում, որ այս ցուցանիշն այլևս համապատասխանում է դրա սահմանային արժեքին՝ 14-16%²⁵:

²⁴ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ «Ֆինանսական կայունության» հաշվետվության ցուցանիշներ, 2014, WWW. Cba.am

²⁵ <http://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>

**Աղյուսակ 1.3.1. ՀՀ ֆինանսական կայունությունը բնութագրող ցուցանիշների
արժեքները 2004-2014 թթ.²⁶**

	Նորմ. ընդ. կապիտալ/Ռիսկ ով կշռված ակտիվներ	Նորմ. հիմնական կապիտալ/ Ռիսկով կշռված ակտիվներ	Չաշխատող վարկ/ընդհ. վարկեր	Շահութաբերություն ըստ ակտիվների	Շահութաբերություն ըստ կապիտալի	Իրացվելի ակտիվներ/ընդհանուր ակտիվներ	Իրացվելի ակտիվներ/ցապահանջ պարտավորություններ
2004/12	33,3	30,7	3	4,1	23,2	48,8	109,9
2005/12	33,7	30	2,9	4,2	19,2	39,4	105,9
2006/12	34,9	32,7	2,4	3,9	17,2	41,2	106,1
2007/12	30,1	29	2,4	3,5	16	33,7	98,2
2008/12	27,5	26,9	4,3	3,5	15,2	23,8	103,1
2009/12	28,4	26,7	4,9	1	4,8	34,4	140,8
2010/12	22,2	20,2	3	2,8	12,3	29,5	131,5
2011/12	18,3	16,7	5,1	1	5,6	26,6	120,8
2012/12	16,8	15,2	3,7	2,5	14,7	25,6	126,1
2013/12	16,7	14,5	4,5	1,9	12	29,1	142,3
2014/9	16,3	14,3	6,6	1,1	7,2	26,7	133,2

Երրորդ ցուցանիշը՝ չաշխատող վարկերի հարաբերությունը ընդհանուր վարկերին, դիտարկվող ժամանակահատվածում արձանագրել է աճի միտում՝ այն շուրջ երկու անգամ ավելացել է՝ 3%-ից հասնելով 6.6 տոկոսի: Հարկ է նշել, որ այս ցուցանիշը հակադարձ է ֆինանսական կայունությանը, վերջինիս աճը արձանագրում է բանկային համակարգի կայունության վատթարացում շուրջ երկու անգամ: Ասվածով է պայմանավորված նաև հաջորդ երեք ցուցանիշների նվազումը շուրջ երեք անգամ. համապատասխանաբար՝ շահութաբերություն ըստ ակտիվների՝ 4.1-ից 1.1, շահութաբերություն ըստ կապիտալի՝ 23.2-ից 7.2 և իրացվելի ակտիվների հարաբերությունը ընդհանուր ակտիվներին՝ 48.8-ից 26.7: Վերջինս մասնավորապես արտացոլում է ակտիվների որակը ըստ իրացվելիության մակարդակի կամ բանկի

²⁶ Նույն տեղում՝ www.Cba.am

ընդհանուր իրացվելիությունը: Չնայած այն մոտ երկու անգամ գերազանցում է նորմատիվային սահմանային 15 տոկոսի մակարդակը, այնուամենայնիվ միտումը դրական արձանագրելու քիչ հիմքեր կան՝ մասնավորապես վերջին ցուցանիշի՝ ընթացիկ իրացվելության շուրջ 22 տոկոս աճի՝ 109,9-ից 133,2 դառնալու պարագայում: Այսպիսի աճը փաստում է բանկերում հավելուրդային պահուստների առկայության մասին, որն էլ վարկային ռիսկերի աճի հետևանք է:

Ամփոփելով կատարված վերլուծության արդյունքները՝ կարելի արձանագրել, որ ՀՀ բանկային համակարգի կայունության ինդեքսի բացասական շեղման փաստը, սկսած 2007 թվականի չորրորդ եռամսյակից մինչև 2014 թվականի նույն եռամսյակը, ոչ միայն շարունակական բնույթ է կրել, այլ նաև խորացման միտումներ է դրսևորել: Մասնավորապես, եթե ասվածը դիտարկում ենք ներկայումս հանրապետությունում առկա տնտեսական ցուցանիշների համապատկերում, ապա անհերքելի է դառնում ֆինանսական կայունության ապահովումը պայմանավորող գործոնների համալիր ուսումնասիրությունների և դրանց ազդեցության գնահատման անհրաժեշտությունն ու հրատապությունն երկրի ընդհանուր կայունության ապահովման համար:

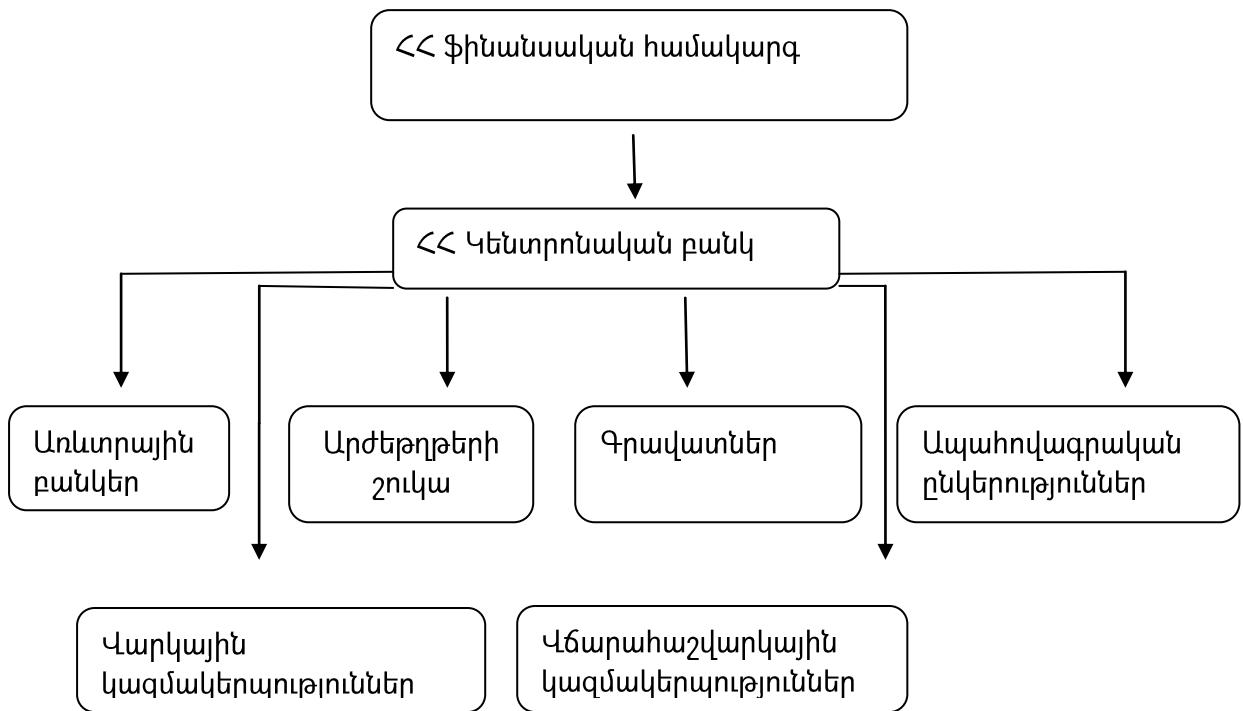
ԳԼՈՒԽ 2. ՀՀ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԿԱՅՈՒՆՈՒԹՅՈՒՆԸ ԵՎ ԴՐԱ ՎՐԱ ԱԶԴՈՂ ԳՈՐԾՈՆՆԵՐԸ

2.1 Ֆինանսական կայունության վիճակը Հայաստանում և դրա ապահովման ռազմավարությունը

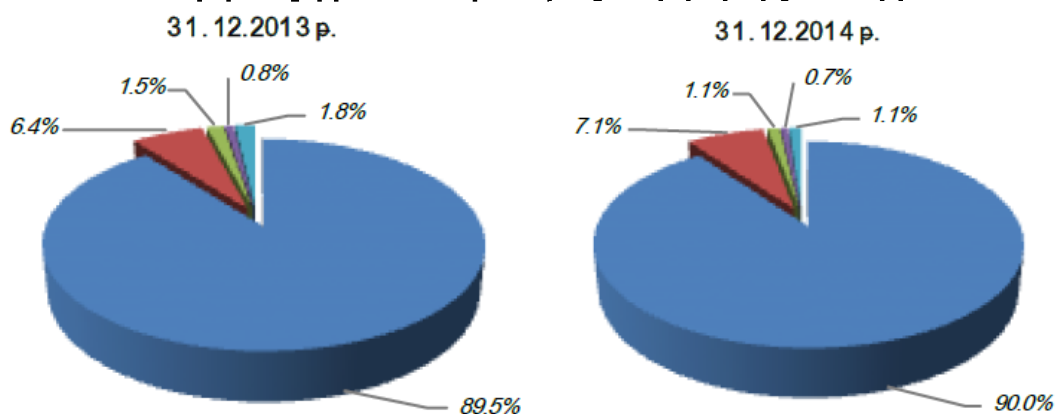
Ինչպես ցանկացած երկրի, այնպես էլ Հայաստանի Հանրապետության ֆինանսական կայունությունը հիմնականում գնահատվում է ֆինանսական համակարգի կայունության մակարդակով, իրական հատվածի կամ համակարգի մյուս ինստիտուտների գործունեության բացասական ազդակներին հակազդելու ընդունակությամբ: Այս առումով չափազանց կարևոր է, որ ֆինանսական համակարգն ունենա այնպիսի կառուցվածք և զարգացվածության մակարդակ, որն ունակ լինի չեզոքացնելու կամ գոնե նվազագույնի հասցնելու ներքին և արտաքին միջավայրերից փոխանցվող ռիսկերը՝ դիվերսիկացնելով դրանք համակարգում գործող ֆինանսական ենթակառուցվածքների, միջնորդ ինստիտուտների համարժեք քայլերով ու ֆինանսական գործիքներով:

ՀՀ ֆինանսական համակարգը ներկայումս ներառում է ՀՀ կենտրոնական բանկը, բանկային, ապահովագրական, վճարահաշվարկային համակարգերը, վարկային կազմակերպությունները, գրավատները, արժեթղթերի շուկան (տե՛ս գծապատկեր 2.1.1): Ֆինանսական համակարգի ընդհանուր ակտիվները 2014 թվականի վերջի դրությամբ կազմել են 3 տրիլիոն 753 մլրդ ՀՀ դրամ կամ ՀՆԱ-ի շուրջ 83.8% տոկոսը՝ նախորդ տարվա համեմատ աճելով 6.9 տոկոսով: Համակարգի խոշոր մասնակիցը շարունակում է մնալ բանկային համակարգը, որին բաժին է ընկնում ֆինանսական համակարգի ակտիվների մոտ 89.5%-ը: 6.9 տոկոս աճը վարկային կազմակերպությունների ակտիվների 0.7 և բանկային համակարգի 0.5 տոկոս աճի արդյունք է: Այստեղ մեծ դերակատարում է ունեցել միջազգային ծրագրերի շրջանակներում 2014 թվականին բանկերի մրջնորդությամբ տրամադրվող վարկերի 13.4% աճը, որը տարեվերջին կազմել է 382.5 մլրդ դրամ (տե՛ս գծապատկերներ 2.1.2 և

2.1.3)²⁷: Չնայած այն հանգամանքին, որ վերջին տարիներին արձանագրվում է ֆինանսական համակարգի ակտիվների և ՀՆԱ-ի հարաբերակցության որոշակի աճ, այդուհանդերձ համակարգի ֆինանսական միջնորդության մակարդակը դեռևս զգալիորեն զիջում է Արևելյան Եվրոպայի և ԱՊՀ որոշ երկրների ֆինանսական միջնորդության ցուցանիշներին, որտեղ դրանք գերազանցում են ՀՆԱ-ն 6- ից 10 անգամ:



Գծապատկեր 2.1.1. ՀՀ ֆինանսական համակարգի կառուցվածքը ըստ նրանում գործող ֆինանսական կազմակերպությունների



1. Բանկեր, 2. Վարկային կազմակերպություններ, 3. Ապահովագրական ընկերություններ, 4. Ներդրումային ընկերություններ, 5. Այլ ֆինանսական կազմակերպություններ

²⁷ ՀՀ Կբ տարեկան հաշվետվություններ 2014թ., Ֆինանսական համակարգ, կարգավորում և վերահսկողություն

Գծապատկեր 2.1.2. ՀՀ Ֆինանսական համակարգի ակտիվների կառուցվածքն ըստ ֆինանսական հաստատությունների²⁸

Հարկ է նշել, որ ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովման համար կարևոր են ոչ միայն դրա կառուցվածքը, այլև մատուցվող գործառնությունների և կիրառվող ֆինանսական գործիքների զարգացվածության մակարդակը: Այսպես, 2014 թվականի դեկտեմբերի 31-ի դրությամբ ՀՀ տարածքում գործել են 21 առևտրային բանկեր և մեկ զարգացման բանկ (Համահայկական բանկ ԲԲԸ), երեսուներկու վարկային կազմակերպություններ՝ 149 մասնաճյուղերով, որոնցից երեքը լիզինգային են, մեկը՝ վարկային միություն, քսանվեցը՝ ունիվերսալ և երկուսը՝ վերաֆինանսավորում իրականացնող վարկային կազմակերպություններ: Հայաստանի Հանրապետության տարածքում ապահովագրական գործունեության լիցենզիա ունեցել է 8 ապահովագրական ընկերություն՝ 25 մասնաճյուղերով, որոնցից ոչ մեկը կյանքի ապահովագրություն չի իրականացրել, դրանց ընդհանուր ակտիվները կազմում են մոտ 40 մլրդ դրամ կամ ֆինանսական համակարգի ակտիվների 1.3 տոկոսը: ՀՀ արժեթղթերի շուկայում ներդրումային ծառայություններ են մատուցել 21 առևտրային բանկեր, 9 ներդրումային ընկերություն և 1 ներդրումային ֆոնդի կառավարիչ: Ներդրումային ընկերություններից ութը կարող են իրենց կամ հաճախորդի անունից հաճախորդի կամ իրենց հաշվին արժեթղթերով գործարքներ իրականացնել, յոթը՝ հաճախորդներից արժեթղթերով գործարքներ կատարելու հանձնարարականներ ընդունել ու հաղորդել, յոթը՝ արժեթղթերով ներդրումներին վերաբերող խորհրդատվություն տրամադրել, յոթը՝ իրականացնել արժեթղթերի տեղաբաշխման գործունեություն, և չորսը՝ արժեթղթերի փաթեթի կառավարում: Տարվա ընթացքում ներդրումային ընկերությունների ակտիվները նվազել են են 0.1 տոկոսով՝ տարվա վերջին հասնելով համակարգի ակտիվների նկատմամբ ընդամենը 0.8 տոկոսի կամ 25.4 մրդ դրամի:

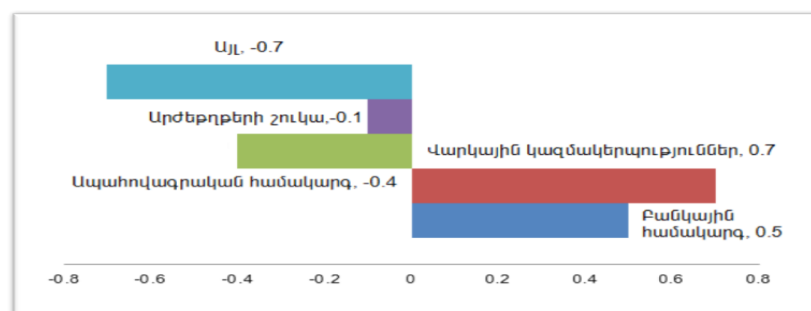
Ֆինանսական այլ կազմակերպություններից, համակարգում գործում են 7 վճարահաշվարկային կազմակերպություն, 3 ընկերություն ունեն միայն դրամական փոխանցում իրականացնելու գործունեության լիցենզիա, 3 ընկերություն՝ դրամական փոխանցում և վճարային գործիքներ ու վճարահաշվարկային փաստաթղթերի

²⁸ ՀՀ ֆինանսական կայունության հաշվետվություն 2014, ՀՀ ԿԲ, 2015

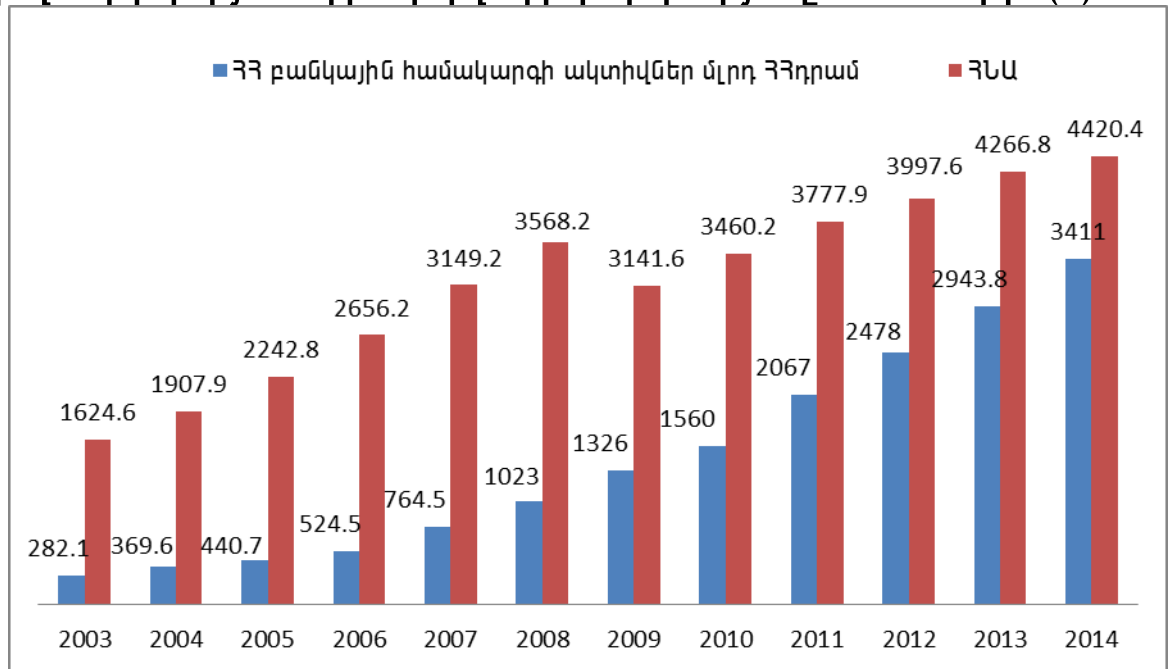
պրոցեսինգ և քլիրինգ իրականացնելու և 1 ընկերություն՝ միայն վճարային գործիքներ և վճարահաշվարկային փաստաթղթերի պրոցեսինգ և քլիրինգ իրականացնելու արտոնագրեր:

Հայաստանում գործում է մեկ Ֆոնդային Բորսա՝ «NASDAQ OMEKS ARMENIA», որտեղ կարող են գործարքներ իրականացնել միայն ՀՀ կենտրոնական բանկից ներդրումային ծառայությունների մատուցման լիցենզիա ստացած և բորսայի անդամ կամ շուկայի մասնակից հանդիսացող ընկերությունները: Պետք է նշել, որ կենտրոնական դեպոզիտարիան նույնպես «NASDAQ OMEKS ARMENIA»-ն է: 2014 դեկտեմբերի դրությամբ այլ ֆինանսական կազմակերպությունների ակտիվները կազմել են համակարգի շուրջ 1.5 տոկոսը կամ 40 մլրդ դրամ:

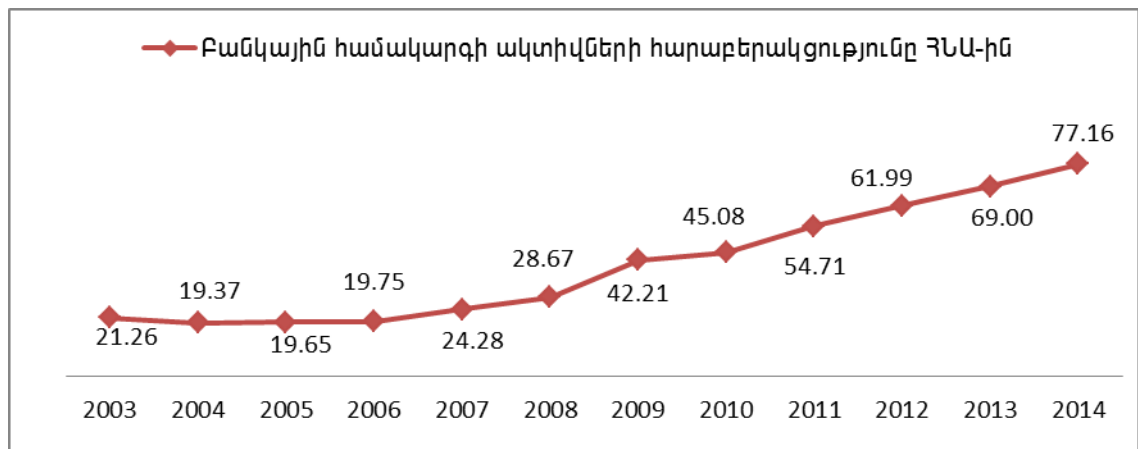
Ամփոփելով կարելի փաստել, որ ՀՀ ֆինանսական համակարգը աչքի չի ընկնում ո՛չ իր զարգացվածության մակարդակով, ո՛չ էլ դրանցում մատուցվող ծառայությունների բազմազանությամբ: Ավելին, բացառությամբ վարկային կազմակերպությունների և բանկերի, համակարգի մյուս բոլոր ենթակառուցվածքներում արձանագրվել են զարգացման բացասական միտումներ (տե՛ս գծապատկեր 2.1.2/1): Մասնավորապես այլ ֆինանսական կազմակերպությունների ակտիվները նվազել են 0.7 տոկոսով, ինչը կարելի է բացատրել տրանսվերտների նվազման, իսկ ներդրումային ընկերությունների 0.1 տոկոս նվազումը՝ կապիտալի արտահոսքի փաստով: Սակայն ապահովագրական ընկերությունների 0.4 տոկոս նվազումը չափազանց վատ է, քանի որ ապահովագրությունը, բացի ֆինանսական ինստիտուտ լինելուց, լուծում է նաև սոցիալական խնդիրներ: Այն թեթևացնում է ոչ միայն հասարակության մտահոգությունները, այլև պետության բեռը՝ կրճատելով սոցիալական օգնության և առողջապահական համակարգերին ուղղվող հատկացումները:



Գծապատկեր 2.1.2/1. Ֆինանսական համակարգում ֆինանսական կազմակերպությունների ակտիվների փոփոխությունը 2013-2014թթ. (%)



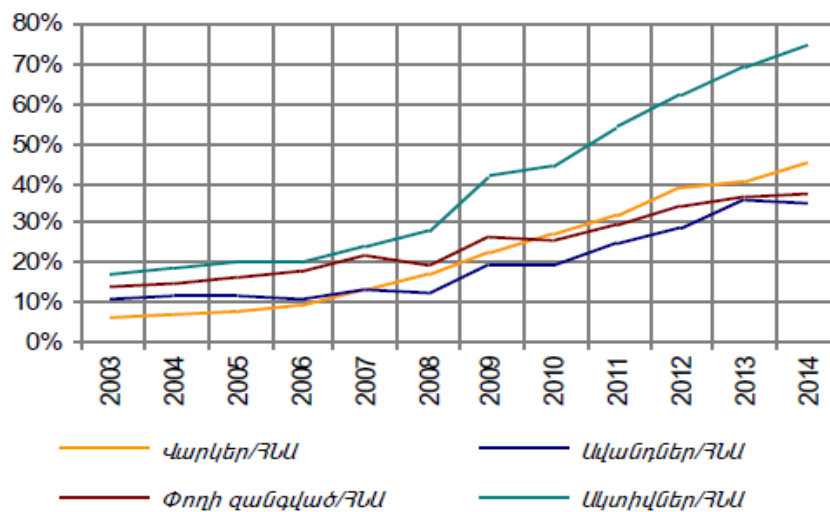
Գծապատկեր 2.1.3. Ֆինանսական համակարգի ակտիվների և ՀՆԱ-ի զարգացման դինամիկան 2003-2014թ.թ.



Գծապատկեր 2.1.4. ՀՀ բանկային ակտիվների/ ՀՆԱ զարգացման դինամիկան 2003-2014թթ.

Ինչպես տեսնում ենք բերված տվյալներից, ՀՀ ֆինանսական համակարգում, սկսած 1993 թվականից մինչ հիմա, դոմինանտ տեղը պատկանում է բանկային համակարգին, որին բաժին է ընկնում ընդհանուր ֆինանսական համակարգի ակտիվների շուրջ 87-90 տոկոսը, մինչդեռ միջազգային ֆինանսական համակարգի վերլուծությունից ակնհայտ է դառնում, որ այդ ակտիվների աճը հետոգնաժամային

տարիներին ապահովել են հիմնականում ֆինանսական ենթակառուցվածքները, իսկ բանկային համակարգի ակտիվներն, ընդհակառակը նվազման միտում են ունեցել²⁹:



Գծապատկեր 2.1.5. Ֆինանսական միջնորդության մակարդակը³⁰

Ինչ վերաբերում է ֆինանսական միջնորդության մակարդակի գնահատմանը, ապա կարելի է արձանագրել, որ այստեղ, բացառությամբ ակտիվներ/ՀՆԱ ցուցանիշի, մյուս երեք՝ վարկեր/ՀՆԱ, ավանդներ/ՀՆԱ, փողի զանգված/ՀՆԱ ցուցանիշները ճգնաժամից հետո դինամիկ աճի միտում չեն արձանագրել: Ընդհակառակը, ավանդներ/ՀՆԱ, փողի զանգված/ՀՆԱ ցուցանիշները 2014 թվականին նվազել են, որոնցից առաջինն արդյունք է տրանսվերտների և քաղաքացիների եկամուտների կրճատման, երկրորդը՝ դրամավարկային քաղաքականության կոշտացման: Ֆինանսական համակարգի միջնորդության մակարդակն էապես կախված է դրանցում մատուցվող ծառայությունների զանազանությամբ: Մինչդեռ ՀՀ ֆինանսական համակարգում դրանք չափազանց սահմանափակ են, որտեղ մատուցվող հիմնական ծառայությունները վարկերի տրամադրումն է և ավանդների ներգրավումը, որոնք նույնպես դինամիկ աճի միտում չեն արձանագրում: Խոսքը հատկապես վերաբերվում է ապահովագրական համակարգում կյանքի ապահովագրության գործառնությունների զարգացմանը, քանի որ կյանքի ապահովագրությունը, հասարակությանը առաջարկելով ապահովագրական երաշխիքների և ինվեստիցիոն ծառայությունների

²⁹ Bank of Japan, April 2012.

³⁰ ՀՀ ԿԲ Հայաստանի ֆինանսական համակարգ, Զարգացում, Կարգավորում, Վերահսկողություն, 2014թ.

լայն սպեկտոր, թույլ է տալիս լուծել մեծ ծավալի սոցիալ-տնտեսական խնդիրներ, ինչպես հասարակության յուրաքանչյուր անդամի համար, այնպես էլ պետության համար: Այս ամենը հնարավորություն է ընձեռում կենտրոնացնելու հասարակության անդամների ազատ միջոցները միջնաժամկետ և երկարաժամկետ տևողություններով՝ լուծելով միաժամանակ երեք խնդիր՝

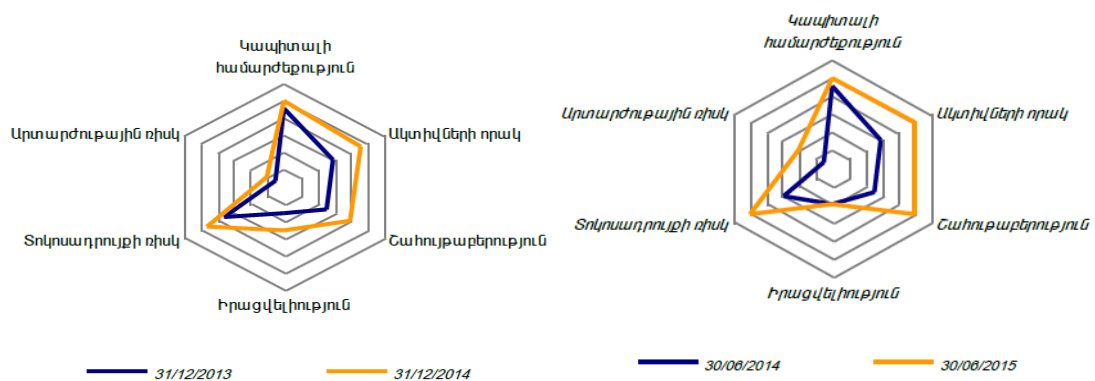
ա) ձևավորել պետական ներքին պարտք համեմատաբար ավելի էժան միջոցներով, քան պետական պարտատոմսերի թողարկումն է,

բ) զարգացնել սոցիալական ապահովվածություն ստեղծող համակարգերը,

գ) ֆոնդում առկա միջոցները անհրաժեշտ երաշխիքների ապահովման ճանապարհով տրամադրել ՀՀ ֆինանսավարկային կազմակերպություններին՝ խթանելով վարկային տոկոսադրույքների նվազեցումը և տնտեսության ակտիվացումը:

Միջոցառումներն ապահովվազրական ընկերություններից ոչ մեկը չի զբաղվում ապահովագրության այս տեսակով:

Ամփոփելով ՀՀ ֆինանսական համակարգի զարգացման և կայունության ներկա իրավիճակը՝ ներկայացնենք վերջինս բնորոշող բանկային կայունության քարտեզը, որը կարելի ընդունել որպես ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունության գնահատական (տե՛ս գծապատկեր 2.1.6):



Գծապատկեր 2.1.6. Բանկային համակարգի կայունության քարտեզը 2013-2015թթ.³¹

Ինչպես տեսնում ենք, ՀՀ ԿԲ 2014 թվականի տարեկան և 2015 թվականի կիսամյակային ֆինանսական կայունության հաշվետվություններում ներկայացված

³¹ ՀՀ ֆինանսական կայունության հաշվետվություն, 2014թ.

դիսկերի քարտեզներից, համակարգի կայունությունը բնորոշող ցուցանիշները գնալով գրանցում են զարգացման բացասական միտումներ, քանի որ եթե ցուցանիշը հեռանում է ցանցի կենտրոնից, ապա այդ վկայում է դրա վատթարացման մասին:

Հարկ է նշել, որ ցանկացած երկրի ֆինանսական կայունություն արդյունք է երկրում իրականացվող քաղաքականությունների, իսկ կայունությունը պայմանավորող ցուցանիշների զարգացման միտումներով էլ գնահատվում է վարվող քաղաքականությունների արդյունավետությունը՝ հիմնականում ցածր գնաճի և տնտեսական կայուն աճի տեմպերով:

Այդ նպատակով ցանկացած երկիր իր ներքին և արտաքին կայունությունը ապահովելու նպատակով ընդունում է որոշակի ռազմավարություն, ինչն իրականացվում է հիմնականում երկու՝ հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականությունների միջոցով: Այդ երկուսը խիստ փոխկապակցված են, և դրանցից որևէ մեկի գերակայությունը մեծապես կախված է երկրի տնտեսական զարգացվածության աստիճանից:

Միջազգային պրակտիկայում գոյություն ունեն հարկաբյուջետային գերակայության գնահատման մի քանի չափանիշներ, որոնցից են օրինակ՝ Կառավարության ուղղակի վարկավորումը ԿԲ կողմից կամ ՀՆԱ-ում սենյորաժի տեսակարար կշիռը, որի 2%-ից բարձր մակարդակի դեպքում է միայն հարկաբյուջետային գերակայություն լինում: Հարկ է նշել, որ ՀՀ-ում սենյորաժ/ՀՆԱ հարաբերությունը վերջին տարիներին չի գերազանցել 1.6%-ը³²:

Փորձագետների շրջանում քննարկվում են հարկաբյուջետային գերակայության այլ չափանիշներ ևս. օրինակ՝ տնտեսությունում որևէ շուկի առաջացման պարագայում կառավարությունն ի վիճակի է հարթելու տատանումներն ինքնուրույն, առանց ԿԲ աջակցության: Հայաստանում նման շուկ կարելի էր համարել 2004-2005 թվականներին

³² Սենյորաժ տերմինը առաջացել է ֆրանսերեն (seigneurage) բառից, որը կանխիկ և անկանխիկ փողի թողարկումից ստացվող եկամուտն է: Որոշվում է փողի անվանական արժեքի և փողի պատրաստման վրա կատարված ծախսերի տարբերությամբ: Այն կարող է լինել նաև բացասական. դա հիմնականում տեղի է ունենում փոքր անվանական արժեք ունեցող փողերի թողարկման ժամանակ, երբ պատրաստման ծախսերը գերազանցում են դրա անվանական արժեքը: Սա է պատճառը, որ շատ կենտրոնական բանկեր դադարեցրել են մանր փողերի թողարկումը: Փորձագետները գտնում են, որ սենյորաժի նպատակով թողարկվող փողերը, որոնք գերազանցում են տնտեսության բնականոն գործունեության բավարարման անհրաժեշտ մակարդակը, ի վերջո հանգեցնում են գնաճի: <http://www.banki.ru/>

մասնավոր տրանսֆերտների էական աճը, ինչի պատճառով տնտեսությունում ձևավորված մեծ առաջարկից և դրա ազդեցությամբ արտարժույթային շուկայում առաջացող ճնշումներից խուսափելու համար ներհոսքի չեզոքացումը հիմնականում իրականացվեց ԿԲ կողմից:

Կամ՝ երբ կառավարության ֆինանսական հոսքերը փողի ագրեգատների կտրուկ տատանումներ են առաջացնում, ապա այն հարթվում է ԿԲ-ի միջամտությամբ: Դա հատկանշական է ՀՀ-ի համար, քանի որ կառավարության ազդեցությունը փողի բազայի վրա շատ հաճախ ավելի մեծ է, քան ԿԲ կողմից կիրառվող գործիքակազմի ծավալները: Այդպիսի օրինակ է մասնավորապես՝ 2004 թվականի դեկտեմբերի վերջին մեկ շաբաթվա ընթացքում բյուջեի տարեկան ծախսերի 7.1% կատարումը: Հարկաբյուջետային գերակայության ցանկացած դրսևորում, օրինակ՝ Լինսի հիմնադրամի, Հազարամյակի մարտահրավերներ ծրագրի և այլ արտաքին ֆինանսական միջոցների ծախսման արդյունքում փողի բազայի մեծածավալ աճը կամ խնայողությունները դիտվում են որպես շուկայի, քանի որ հարկաբյուջետային քաղաքականության այսպիսի տատանումներով պայմանավորված գնաճը ավելի կարճ ազդեցություն է ունենում գների ձևավորման վրա, քան դրամավարկայինը՝ իր երկարաժամկետ ներգործության համապատասխան գործիքակազմի կիրառմամբ:

Հարկ է նշել, որ ընդհանուր առմամբ հարկաբյուջետային գերակայության խնդրի շուրջ քննարկումները որոշակի եզրակացության չեն հանգեցրել, սակայն, որոշ մասնագետների կարծիքով, երբ երկրում առկա են ֆինանսական շուկայի թերզարգացածություն և ֆինանսական գործիքների սահմանափակություն, ածանցյալ գործիքների բացակայություն, 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 տոկոսադրույքի լծակի ակտիվ ներգործություն: Հայաստանի հանրապետությունում, ինչպես տեսանք, առկա են և՛ ֆինանսական շուկայի թերզարգացածություն և՛ ֆինանսական գործիքների սահմանափակություն:

Հաջորդ, ոչ պակաս էական խոչընդոտն արդյունավետ դրամավարկային քաղաքականություն իրականացնելու համար տնտեսությունում արտարժույթային միջոցների հոսքերի անկանխատեսելի տատանումներն են, որոնք անմիջական ազդեցություն ունեն ֆինանսական շուկաներում տոկոսադրույքների և գների ձևավորման գործընթացների վրա: Փաստորեն դրամավարկային քաղաքականությունը փողի առաջարկի կամ փողի գնի (տոկոսադրույքի) կարգավորման գործընթաց է: Դրա միջոցով են իրագործվում կայուն տնտեսական աճի և մակրոտնտեսական կայունության ապահովման հիմնական նպատակները: Որպես այդպիսի նպատակ, համաձայն ՀՀ Սահմանադրության 83.3-րդ հոդվածի և կենտրոնական բանկի մասին ՀՀ օրենք ՀՀ օրենքի 4-րդ հոդվածի, ՀՀ ԿԲ-ի համար սահմանված է գների կայունության ապահովումը: Այս նպատակն իրագործելու համար ԿԲ-ն Կառավարության հետ համատեղ որպես քաղաքականության գերակայություն սահմանում է գնաճի նպատակային թիրախը, համաձայն «ՀՀ Բյուջետային համակարգի մասին» ՀՀ օրենքի 21 հոդվածի 2.2 կետի պահանջի, որն ամրագրվում է «Կառավարության միջնաժամկետ ծախսերի ծրագրում»:

20-րդ դարի վերջին քառորդում, համաշխարհային տնտեսության զարգացումներով պայմանավորված, տնտեսագետների շրջանում միասնական կարծիք ձևավորվեց դրամավարկային տեսության մի շարք դրույթների վերաբերյալ: Դրանցից մեկն այն էր, որ ցածր և կայուն գնաճը շուկայական տնտեսության պայմաններում տնտեսական աճի ապահովման կարևոր նախադրյալ է, և գնաճի մակարդակի վրա ուղղակի ազդեցություն ունի իրականացվող դրամավարկային քաղաքականությունը: Ավելին, տնտեսական քաղաքականության գործիքներից դրամավարկային քաղաքականությունն ամենաճկունն է միջնաժամկետ կայունություն ապահովելու առումով և տնտեսական աճի ու զբաղվածության կարճաժամկետ տատանումները հարթելու նպատակով կարող է արագ փոփոխվել:

Տնտեսագետների այս մոտեցումն իր արագ արտացոլումը գտավ կենտրոնական բանկերի գործունեության մեջ և լայնորեն տարածվեց համաշխարհային տնտեսությունում: Այն, որ գների կայունությունը պետք է լինի դրամավարկային քաղաքականության գլխավոր նպատակը, բացահայտ կամ ոչ բացահայտ ընդունում են

տնտեսական քաղաքականություն մշակող բոլոր մարմինները: Իսկ այդ նպատակին հասնելու ուղիների, անվանական խարսխի ընդունմամբ, թե՛ համապատասխան ռազմավարության ընտրությամբ մոտեցումները տարբեր են և կախված են երկրի առանձնահատկություններից:

Գնաճի տեսությունների զարգացման վրա մեծ ազդեցություն ունեցավ 1973 թվականին Բրետոն Վուդսի համակարգի փլուզումը, երբ գնաճի կարգավորման խնդիրը տեղափոխեց մեկ այլ միջավայր: Ձևավորվեցին դրամավարկային կարգավորման տարբեր ռեժիմներ, իսկ գնաճի վերլուծաբանները սկսեցին առավել ուշադրություն դարձնել հակագնաճային քաղաքականություն իրականացնող դրամավարկային մարմինների նկատմամբ վստահության աստիճանի բարձրացման վրա: Ձևավորված միջավայրում ակնհայտ էր, որ մակրոտնտեսական հավասարակշռությունը հիմնված է ոչ միայն ընթացիկ, այլև ապագա դրամավարկային քաղաքականության վրա: 1977 թվականին Քիդլենդը և Փրեսքոթը, տեսականորեն վերլուծելով տնտեսվարող սուբյեկտների և կառավարության սպասումները գնաճի և տնտեսական աճի վերաբերյալ, զարգացրին «ժամանակային անհամապատասխանության» գաղափարը³³: Նրանք գտնում էին, որ դրամավարկային քաղաքականությունը չի կարող պարբերաբար անակնկալներ մատուցել հասարակությանը՝ չկանխատեսված գնաճներով: Վերջիններիս հաճախակի դրսևորումները մտահոգություններ են առաջացնում հասարակության մեջ, քանի որ որոշումներ կայացնելու հետևանքով առաջացող հաճախադեպ անակնկալները բարձրացնում են գները, ինչի պատճառով գրանցվում է միայն գնաճ՝ առանց տնտեսական աճի դրական ազդեցության: Ելնելով նշվածից՝ նրանք կարևորեցին դրամավարկային մարմինների նկատմամբ վստահության ձևավորման խնդիրը: Բարրոն և Գորդոնը 1983 թվականին առաջարկեցին «ժամանակային անհամապատասխանության» խնդրի լուծում, որը ենթադրում էր վստահության ձեռքբերում՝ «պահպանողական» գործունեություն իրականացնելով³⁴:

³³ Kydland F. and E. C. Prescott (1977). "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans". *Journal of Political Economy*: 473–492

³⁴ Robert J. Barro, David B. Gordon. "RULES, DISCRETION AND REPUTATION IN A MODEL OF MONETARY POLICY", Working Paper No. 1079., February 1983

Ըստ Յուկերմանի բնորոշման՝ «Ժամանակային անհամապատասխանություն առաջանում է այն դեպքում, երբ տվյալ պահին ապագային միտված լավագույն քաղաքականությունն այլևս լավագույնը չէ, երբ գալիս է այդ ժամանակահատվածը»³⁵։ Նա գտնում էր, որ փողի առաջարկը, հետևաբար նաև գնաճը արտաժին չեն՝ դրանց վարքագիծը բացատրելով դրամավարկային քաղաքականություն իրականացնող մարմինների և անհատների կամ մասնավոր հատվածի հաստատությունների միջև ռազմավարական և տեղեկատվական փոխադարձ ներգործության միջոցներով։ Մի շարք գործոններ, ինչպիսիք են քաղաքականություն իրականացնելու հնարավորությունը, քաղաքականության իրականացման համար ժամանակի ընտրության նախապատվությունները, գների կայունության նկատմամբ հսկողությունը և վերջինիս դիպուկությունը, նաև քաղաքական անկայունության աստիճանը որոշիչ ազդեցություն ունեն փողի զանգվածի և գնաճի մակարդակի ձևավորման վրա։

Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկը դրամավարկային քաղաքականություն սկսել է իրականացնել 1994 թվականից։ Ինչպես արդեն նշել ենք ՀՀ ԿԲ-ի հիմնական խնդիրը երկրում գների կայունության ապահովումն է։ Այդ խնդիրն իրագործելու նպատակով ԿԲ-ն մշակում, հաստատում և իրականացնում է դրամավարկային քաղաքականության ծրագրերը։ Եվ եթե ԿԲ մյուս խնդիրները հակասում են հիմնական նպատակին, ԿԲ-ն նախապատվություն է տալիս հիմնական խնդրին և դրա իրագործման համար անհրաժեշտ միջոցներ ձեռնարկում³⁶։ Ընդ որում, իրենց հիմնական խնդիրն իրագործելու համար կարող են ընտրել դրամավարկային քաղաքականության իրականացման տարբեր ռազմավարություններ։ Ներկայումս դրանցում առավել լայն կիրառվող նպատակադրումներն են՝ փողի ագրեգատները, փոխարժեքը, գնաճը։

Ըստ այդմ, երբ 1994 թվականին ՀՀ ԿԲ-ն ձեռնամուխ եղավ դրամավարկային քաղաքականության իրականացմանը, որպես դրամավարկային կարգավորման մեթոդ ընտրեց փողի ագրեգատների կարգավորումը, հետևաբար՝ որպես անվանական խարիսխ՝ փողի ագրեգատները։ 1993 թվականին ընդունված «ՀՀ կենտրոնական

³⁵ Cukierman A. Central Bank Strategy, Credibility and Independence, Theory and Evidence, MIT Press, Cambridge, MA, 1992

³⁶ Տե՛ս ՀՀ օրենքը «Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի մասին» Երևան, 1996, հոդված 4։

բանկի մասին» ՀՀ առաջին օրենքով որպես ԿԲ գլխավոր նպատակ էր դրամի ներքին և արտաքին սահմանված կայունության ապահովումը³⁷:

1994 թվականին, Արժույթի Միջազգային հիմնադրամը առաջին անգամ կազմեց ֆինանսական ծրագիր 1995 թվականի համար, որում զետեղված էին նպատակային այն ցուցումները, որոնցով պետք է առաջնորդվեին դրամավարկային քաղաքականություն իրականացնողները. դրանք էին գնաճը, տնտեսական աճը և ընթացիկ հաշվի հարաբերակցությունը ՀՆԱ-ին:

Դրանով պայմանավորված՝ 1996 թվականին ընդունվեց «ՀՀ կենտրոնական բանկի մասին» ՀՀ երկրորդ օրենքը, որտեղ որպես ՀՀ ԿԲ հիմնական նպատակ սահմանվեց ՀՀ-ում գների կայունության ապահովումը: Օրենքում առաջընթաց քայլ էր դիտվում դրամավարկային քաղաքականության իրականացումը բացառապես անուղղակի գործիքների միջոցով³⁸:

Ըստ այդմ, դրամավարկային քաղաքականության իրականացման համար սահմանվեցին միջանկյալ և գործառական նպատակներ՝ փողի զանգվածը և փողի բազան: Առաջինը ներառում է բանկային համակարգից դուրս շրջանառվող կանխիկը և բանկերի կողմից ռեզիդենտներից ներգրավված դեպոզիտները: Փողի բազան ԿԲ-ից դուրս շրջանառվող կանխիկն է և ԿԲ-ում բանկերի միջոցները: Այս գործընթացում որպես դրամավարկային քաղաքականության գործիքներ են հանդիսանում իրացվելիություն ներարկող լոմբարդային վարկերը, ռեպո, բաց շուկայական և արտարժույթի առքի գործառնությունները և իրացվելիություն դուրս քաշող ավանդային սակարկությունները: Այսպիսով, կարգավորելով ֆինանսական միջոցների ներդրման գործընթացը, ԿԲ-ն ապահովում էր փողի զանգվածի ծրագրված փոփոխությունները՝ գնաճի նախանշված ցուցանիշին հասնելու համար: Սակայն դրան հաջորդող տարիներն իրավիճակը շուկայում զգալիորեն փոխվեց, և նոր անվանական խարսխի սահմանման անհրաժեշտություն առաջացավ: Մասնավորապես, 2005 թվականի ընթացքում արտարժույթի մեծածավալ ներհոսքի և տնտեսական երկնիշ աճի պարագայում դրամի փոխարժեքը ցուցաբերեց կայուն արժևորման վարքագիծ, ինչը

³⁷ Տե՛ս ՀՀ օրենքը «Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի մասին» Երևան, 1993, հոդված ՀՀ ԿԲ այլ խնդիրների մասին, հոդված 5:

³⁸ Նախորդ օրենքով սահմանված էին նաև դրամավարկային քաղաքականության ուղղակի գործիքներ (օր. վարկերի ծավալների սահմանափակում):

հանգեցրեց դրամի նկատմամբ պահանջարկի կտրուկ աճի: Ստեղծված իրավիճակում, հաշվի առնելով դրամավարկային ցուցանիշների ծրագրված գնաճի 4%-ի փոխարեն փաստացի արձանագրվեց 1.5% շեղում, ԿԲ-ն տարվա երկրորդ կեսից վերանայեց դրամավարկային ցուցանիշների ծրագրային մակարդակները՝ առավել ընդլայնողական դրամավարկային քաղաքականություն իրականացնելու նկատառումով: Ըստ նոր ծրագրի՝ փողի բազան 2005 թվականի տարեվերջին նախորդ տարվա համեմատ ավելացվեց 41.4%-ով՝ սկզբնական նախատեսված 8.9%-ի փոխարեն:

Այս պայմաններում ԿԲ-ն կիրառեց հայեցողական մոտեցում, քանի որ նշված հակասությունը կրելու էր շարունակական բնույթ, և ցածր փողայնացման շրջանառությունում կանխիկ դրամի մեծ տեսակարար կշռի և արտաքին ֆինանսական ներհոսքի պարագայում էական տեղաշարժեր էին սպասվում դրամի նկատմամբ պահանջարկի և՛ մակարդակում, և՛ կառուցվածքում: Մասնավորապես, դրամի նկատմամբ պահանջարկի աճը էապես գերազանցելու էր ՀՆԱ աճի տեմպը, ինչը անկանխատեսելի էր դարձնում ապագայի սպասումները: Այս իրավիճակում դրամական ագրեգատների նպատակադրումը չէր կարող վստահելի խարիսխ լինել, և ՀՀ ԿԲ-ի առջև ծառացավ նոր ռազմավարություն ընտրելու խնդիր:

2006 թվականի հունվարի 1-ից ՀՀ կենտրոնական բանկը պաշտոնապես անցում կատարեց գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանը, որի համատեքստում դրամավարկային քաղաքականության միջանկյալ նպատակն էր գնաճի կանխատեսված մակարդակը, իսկ որպես գործառական նպատակ՝ կարճաժամկետ տոկոսադրույքը: Ընդ որում՝ ՀՀ ԿԲ-ն դրամավարկային քաղաքականության ռազմավարության, միջանկյալ և գործառական նպատակների ընտրության հարցում լիովին անկախ է:

Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ներքո դրամավարկային քաղաքականությունն իրականացվում է հետևյալ ճանապարհով: Եթե ԿԲ-ն գնահատում է, որ կանխատեսվող գնաճը շեղվում է նպատակային թիրախից, ապա սկսում է փոխել դրամավարկային քաղաքականության գործիքների տոկոսադրույքը, ինչն էլ դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության փոխանցման մեխանիզմի

միջոցով նվազեցնում է միջանկյալ նպատակի՝ կանխատեսված գնաճի շեղումը գնաճի նպատակային թիրախից: Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցման մեխանիզմներն այն ուղիներն են, որոնց միջոցով դրամավարկային քաղաքականությունը 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 իրենց արտացոլումն են գտնում այլ տոկոսադրույքների վարքագծում: Իսկ վերջիններս, քանի որ առաջին հերթին փոխառության և սպառման այլընտրանքային ծախսեր են, իրենց ազդեցությունն են ունենում համախառն պահանջարկի վրա ներդրումների և սպառման փոփոխությունների հետևանքով: Փոխարժեքի փոփոխությունը իր հերթին տնտեսական ակտիվության և գների վրա ազդում է ինչպես ուղղակի, այնպես էլ անուղղակի ճանապարհներով: Ուղղակի ազդեցությունը արտահայտվում է ներմուծված հումքային և պարենային ապրանքները տեղական արժույթով արտահայտված գների ուղղակի փոփոխման միջոցով: Վերջինս ողջ ծավալով տեղ գտավ մեր իրականության մեջ 2014 թվականի դեկտեմբերի կեսերին ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ դրամի կտրուկ արժեզրկմամբ, ինչը լուրջ ֆինանսական անկայունություն կարող էր ստեղծել երկրի և՛ ֆինանսական, և՛ տնտեսական համակարգերում, եթե ժամանակին գործի չդրվեին այնպիսի կոշտ միջամտության գործիքներ, ինչպիսիք են վերաֆինանսավորման, պահուստավորման տոկոսադրույքների կտրուկ բարձրացումը³⁹:

Բնականաբար փոխարժեքի այսպիսի կտրուկ տատանումներն իրենց անուղղակի բացասական ազդեցությունն են թողնում համախառն պահանջարկի վրա՝

³⁹ 2014թ. դեկտեմբերի 23-ին ՀՀ ԿԲ խորհուրդը վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը 6.75%-ից բարձրացրեց 8.5%-ի՝ ձևավորված գնաճային ճնշումները զսպելու նպատակով: Միևնույն ժամանակ, պարտադիր պահուստավորման նորմատիվի սահմանաչափը 12%-ից բարձրացվեց 20%, իսկ կարճաժամկետ դրամային իրացվելիության գործիքի տոկոսադրույքը՝ 8.25%-ից հասցվեց 20%-ի: Նշված ամբողջ ժամանակահատվածում կենտրոնական բանկը և ՀՀ կառավարությունը իրականացրին համակարգված դրամավարկային և հարկաբյուջետային քաղաքականություն՝ ձևավորված իրավիճակը կայունացնելու նպատակով:

մասնավորապես ազդելով զուտ արտահանման մակարդակի, հետևաբար նաև տնտեսական աճի վրա:

2007 թվականից սկսած՝ ՀՀ-ում որպես գնաճի նպատակային թիրախ է սահմանվել 4%-ը՝ 1.5% տատանումների թույլատրելի միջակայքով: Գնաճի նպատակային մակարդակը ամրագրվում է յուրաքանչյուր տարվա «Պետական բյուջեի մասին» ՀՀ օրենքում: Գնաճը չափվում է սպառողական գների ինդեքսի միջոցով, որը սպառողական զամբյուղի մեջ ընդգրկված ապրանքների և ծառայությունների իրենց համապատասխան կշիռներով չափված գների միջին մեծությունն է: Հայաստանում ներկայումս սպառողական զամբյուղում ներառված են 470 անուն ապրանք և ծառայություն, որոնց գները պարբերաբար գրանցվում են շուկայում և իրենց կշիռն համապատասխան արտացոլվում են սպառողական գների ինդեքսում: Պարենային ապրանքների կշիռը ՀՀ սպառողական զամբյուղում ներկայումս 53.4% է, ոչ պարենային ապրանքներինը՝ 15.5%, իսկ ծառայություններինը՝ 30.8%: Հայաստանում սպառողական զամբյուղի կազմի և կառուցվածքի վերանայումը տեղի է ունենում 5 տարին մեկ անգամ՝ հաշվի առնելով բնակչության եկամուտների և սպառման կառուցվածքի փոփոխությունը: Վերջին անգամ նման վերանայում կատարվել է 2011 թվականին:

Չնայած գնաճի նպատակադրման ռեժիմի վերաբերյալ տեսաբանների բազմաթիվ դրական հիմնավորումների՝ ռեժիմի նպատակահարմարության և արդյունավետության վերաբերյալ գոյություն ունեն հակառակ տեսակետներ ևս: Դրանցից առավել ուշագրավ են հատկապես այդ ռեժիմի կոշտ մոտեցումը, խիստ կանոնակարգվածությունը և հայեցողականությունը, որոնք կարող են հանգեցնել ՀՆԱ-ի անկայունության, ՀՆԱ-ի տեմպերի կրճատման, ոչ իրական գնաճի կանխատեսման, հասարակության անվստահության աճի և վերջապես ֆինանսական անկայունության:

Սակայն նշված գործոնները ազդեցությունը հարթելու համար, ինչպես տեսանք միջազգային փորձի ուսումնասիրություններից, անհրաժեշտ է հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականություն իրականացրող մարմինների գործունեության համակարգվածության բարձր աստիճանի ապահովում: Այդ նպատակով 2006 թվականի հոկտեմբերի 13-ին ՀՀ ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարության ու ՀՀ

կենտրոնական բանկի միջև կնքվեց համաձայնագիր, որի հիմնական նպատակն էր ՀՀ-ում մակրոտնտեսական և ֆինանսական կայունության ապահովման, պետական պարտքի իրացվելի շուկայի ձևավորման, բյուջետային գործընթացների կանոնավոր և անխափան իրականացման, ինչպես նաև դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության և ֆինանսական շուկայում շուկայական մեխանիզմների բնականոն գործունեության ապահովման համար ամրագրել համագործակցության հստակ սկզբունքներ:

Բայց 2008 թվականից ՀՀ ֆինանսաների նախարարությունը առանձնացվեց էկոնոմիկայի նախարարությունից, և ներկայումս այդ համաձայնագիրը կորցրել է իր ուժը, իսկ նոր համաձայնագիր չի կնքվել՝ և հստակ չէ, թե ինչ դեր ունեն այդ երեք նախարարությունները ֆինանսական կայունության ապահովման գործում: Նախկին համաձայնագրում էլ պարզ չէր, թե համաձայնագիր ստորագրած մարմինները, ստանձնելով պարտավորություններ, ինչպիսի պատասխանատվություն են ստանձնում և ինչպես պետք է լուծվեն հակասությունները դրանց առաջացման պարագայում:

Ինչպես տեսնում ենք աղյուսակում բերված տվյալներից, հանրապետությունում փաստացի գնաճի ամենամեծ շեղումը ծրագրավորված 4% 1.5% ցուցանիշից արձանագրվել է 2010 թվականին՝ 9,4 տոկոս: Սակայն իրավիճակը միանգամայն այլ էր 2014 թվականին, երբ մինչև դեկտեմբեր ամիսը փաստացի գնաճը շուրջ 3 անգամ զիջում էր նպատակադրվածին, իսկ ամսվա վերջի երկու շաբաթում, ՀՀ դրամի արժեզրկմամբ պայմանավորված, արձանագրվեց շուրջ 12-15% փաստացի գնաճ: Հարկ է նշել նաև, որ 2007 թվականից մինչև հիմա ծրագրված 4% 1.5% գնաճի թիրախը չի փոխվել՝ չնայած ՀՀ մակրոտնտեսական միջավայրի անկայուն դրսևորումներին: Սակայն ակնհայտ է նաև, որ գնաճի զսպումը հանրապետությունում իրականացվել է հիմնականում փողի զանգվածի կրճատման հաշվին. այս ճանապարհով գնաճի կարգավորումը, շատ փոճագետների կարծիքով, փոքրացնում է տնտեսության զարգացման հնարավորությունները, որն էլ ազդում է ֆինանսական կայունության վրա: Գնաճի նպատակադրման ռեժիմի պայմաններում կարևորվում է նաև ԿԲ անկախության խնդիրը, քանի որ կատարված հետազոտությունների արդյունքներով

ստացված էմպիրիկ տվյալները հաստատում են հակադարձ կապ ԿԲ անկախության և գնաճի մակարդակների միջև⁴⁰:

Աղյուսակ 2.1.7. Գնաճի և փողի զանգվածի փաստացի և ծրագրային ցուցանիշները ՀՀ-ում⁴¹

	Գնաճ՝ տարեկերջի նկ., %		Գնաճ, միջին տարեկան, %	Փողի զանգվածի աճի տեմպը՝ տարեկերջի նկ., %
	թիրախ	փաստ	փաստ	փաստ
1996	14	5.7	18.7	32.8
1997	10.5	21.9	14	29.7
1998	10	-1.3	8.7	36
1999	8	2	0.6	13.6
2000	5	0.4	-0.8	40
2001	3.5	2.9	3.1	15.7
2002	3	2	1.1	28.8
2003	3	8.6	4.7	15.1
2004	3	2	7	22.3
2005	3	-0.2	0.6	28.2
2006	3	5.2	2.9	32.9
2007	4"1.5	6.6	4.5	42.03
2008	4"1.5	6.5	3.4	2.3
2009	4"1.5	5.2	9	15.1
2010	4"1.5	9.4	8.8	11.8
2011	4"1.5	4.7	7.7	23.7
2012	4"1.5	4.1	3.4	15
2013	4"1.5	5.3	8.2	15
2014/1	4"1.5	1.8	14.48	14.8

Երկրի ֆինանսական կայունությունը ապահովելու համար բնականաբար առավել առանցքային հիմնահարց է տնտեսական կայուն զարգացումը, իսկ վերջինս էլ իր հերթին պահանջում է պետության տնտեսական արդյունավետ քաղաքականության իրականացում:

⁴⁰ Научные труды № 133Р, Трунин П.В., Князев Д.А., Сатдаров А.М. Анализ независимости центральных банков РФ, стран СНГ и Восточной Европы, ИЭПП, Москва, 2010 г.

⁴¹ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ Գնաճի հաշվետվություններն են համապատասխան տարիների համար

Պետության կողմից իրականացվող տնտեսական քաղաքականությունը նպատակ ունի 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 լինի ապահովել տնտեսության կայուն զարգացումը: Վերջինիս հասնելու միակ գրավականը կայուն տնտեսական աճի և ֆինանսական շուկայի կայունության ապահովումն է: Հարկաբյուջետային քաղաքականությունը կառավարության կողմից ձեռնարկված միջոցառումներն են՝ կապված պետական ծախսումների, հարկային քաղաքականության և պետական բյուջեի դիրքի (պակասուրդ, հավելուրդ) փոփոխության հետ՝ նպատակ հետապնդելով տնտեսությունում ապահովել լրիվ զբաղվածություն և կայուն ՀՆԱ աճ:

Տնտեսության վրա ազդեցության տեսանկյունից՝ հարկաբյուջետային քաղաքականությունը կարող է ազդել ամբողջական պահանջարկի վրա կարճաժամկետ և միջնաժամկետ ժամանակահատվածներում իր ծախսային և եկամտային քաղաքականություններով, իսկ ամբողջական առաջարկի վրա՝ միջնաժամկետ հատվածում եկամտային քաղաքականությամբ հարկային ռեֆորմների իրականացմամբ:

Ամբողջական պահանջարկի վրա ազդեցության տեսանկյունից տարբերում ենք հարկաբյուջետային քաղաքականության երեք ուղղություններ՝ խթանող, զսպող և չեզոք: Խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականությունը (էքսպանսիա) նպատակ է հետապնդում կարճ ժամանակահատվածում չեզոքացնել տնտեսության անկման ցիկլի բացասական հետևանքները և ենթադրում է պետական ծախսերի ավելացում, հարկերի նվազեցում կամ դրանց համատեղ իրականացում: Միջին և երկար ժամանակահատվածներում հարկաբյուջետային խթանող քաղաքականության՝ մասնավորապես հարկերի նվազման արդյունքում մեծանում է արտադրական գործոնների առաջարկը, ինչը նպաստում է ՀՆԱ-ի պոտենցիալ մակարդակի բարձրացմանը: Սակայն հարկ է նշել նաև, որ խթանող հարկաբյուջետային քաղաքականության հետևանքով հնարավոր է նաև, որ ամբողջական պահանջարկի

աճը գերազանցի ամբողջական առաջարկի աճին՝ առաջացնելով պահանջարկի սղաճ⁴²:

Զսպող հարկաբյուջետային քաղաքականությունը (ռեստրիկցիա) նպատակ է հետապնդում կարճ ժամկետում սահմանափակել տնտեսական վերելքը և ենթադրում է պետական ծախսերի կրճատում, հարկերի ավելացում կամ վերջիններիս համատեղ իրականացում: Կարճաժամկետ այս միջոցառումները հնարավորություն են ընձեռում նվազեցնել պահանջարկի սղաճը: Միջինաժամկետ և երկարաժամկետ ժամանակահատվածներում վերոնշյալ միջոցառումները, մասնավորապես հարկերի ավելացումը կարող են տանել հարկային բեռի ծանրացման և ամբողջական առաջարկի նվազման՝ առաջացնելով ստագֆլիացիա⁴³: Կառավարության ծախսերի ոչ արդյունավետ կառավարման հետևանքով ստագֆլյացիայի երկարաձգումը կարող է փլուզել տնտեսությունում ստեղծված արտադրական պոտենցիալը, ինչն ամենաանցանկալի երևույթն է ոչ միայն Հայաստանի նման փոքր և թույլ, այլև զարգացած տնտեսություն ունեցող ցանկացած երկրի համար:

Հարկաբյուջետային քաղաքականության առաջնային ազդեցության չափը գնահատելու համար միջազգային պրակտիկայում լայն կիրառում ունեն հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդակները, որոնք բնութագրում են կառավարության հարկաբյուջետային քաղաքականության ազդեցությունը ամբողջական պահանջարկի վրա: Ազդակը չեզոք է, երբ այն զրո է կամ ձգտում է զրոյի, այսինքն՝ պետությունը տնտեսությունից հավաքում է այնքան եկամուտ, որքան հնարավոր է փաստացի ՀՆԱ-ի տվյալ աճի պայմաններում, և միաժամանակ կատարում այնքան ծախս, որքան անհրաժեշտ է պոտենցիալ ՀՆԱ աճի տվյալ մակարդակի ապահովման համար չխթանելով ամբողջական պահանջարկը: Եթե հարկաբյուջետային ազդակը դրական է, ապա պետությունը իր ծախսային և (կամ) եկամտային քաղաքականություններով խթանում է ամբողջական պահանջարկը, և հակառակը:

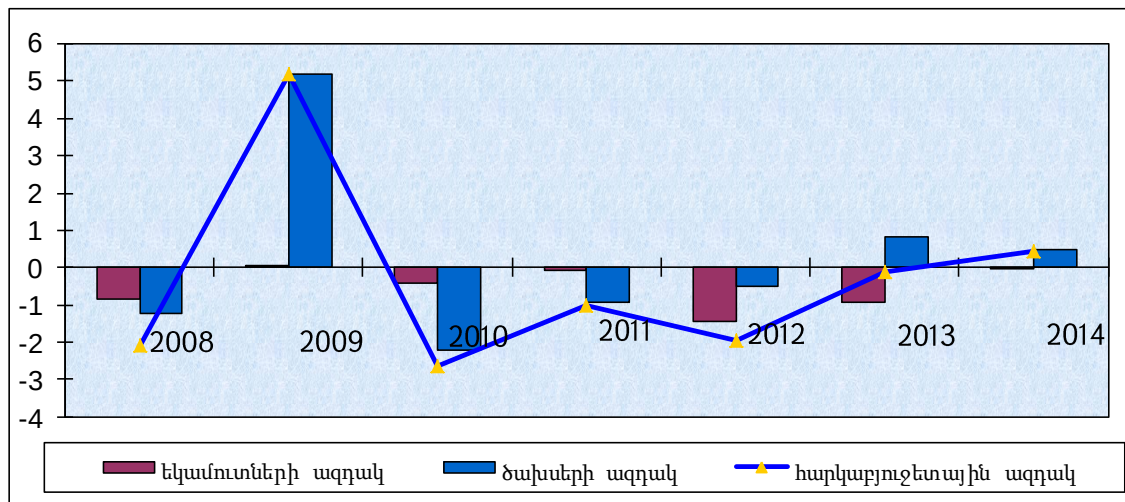
⁴² Տեսության մեջ, ըստ առաջացման պատճառների, առանձնացվում է երկու տեսակ սղաճ՝ առաջարկի սղաճ, որն արդյունք է արտադրական գործոնների գների աճի, և պահանջարկի սղաճ՝ որն արդյունք է ամբողջական պահանջարկի որևէ բաղադրատարրի աճի հաշվին ամբողջական առաջարկի նկատմամբ պահանջարկի գերազանցման:

⁴³ Ստագֆլյացիան գների աճն է, որը տեղի է ունենում տնտեսական անկման և գործազրկության աճի ուղեկցությամբ (գների և գործազրկության միաժամանակյա աճ)

Հարկաբյուջետային ազդակների հաշվարկման համար կան տարբեր մեթոդներ. Հայաստանի Հանրապետությունում ընդունված է դանիականը, ըստ որի՝ ազդակի հաշվարկներում բազիսային է ընդունվում նախորդ տարին: ՀՀ հարկաբյուջետային ազդակների մեջ պոտենցիալ ՀՆԱ է վերցվում ՀՀ կառավարության՝ տվյալ տարվա համար նախատեսած ՀՆԱ մակարդակը: Հարկ է նշել, որ տեսության մեջ ֆիսկալ ազդակները տարանջատվում են ակտիվային (ծախսային) և պասիվային (եկամտային) բաղադրիչների: Ծախսերի ազդակում պոտենցիալ ՀՆԱ-ի կիրառումը բացատրվում է նրանով, որ ծախսերի գծով կառավարության կողմից նախատեսվում է այն անհրաժեշտ մակարդակը, որի պայմաններում ամբողջական պահանջարկը կխթանվի այնքանով, որքան անհրաժեշտ է պոտենցիալ ՀՆԱ-ի ցանկալի մակարդակ ձեռք բերելու համար, այսինքն՝ կատարված ծախսերից ստացված փաստացի ՀՆԱ-ն պետք է մոտ գտնվի իր պոտենցիալ մակարդակին:

Եկամուտների ազդակում կիրառված փաստացի ՀՆԱ-ի կիրառումը հիմնականում բացատրվում է նրանով, որ հարկերը, որոնց բաժին է ընկնում բյուջեի եկամուտների զգալի մասը, ընդհանրապես հավաքվում են փաստացի ձևավորված ՀՆԱ-ից: Այդ իսկ պատճառով եկամուտների աճը դիտարկվում է փաստացի ՀՆԱ համեմատությամբ: Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 2.1.2-ից, ՀՀ հարկաբյուջետային ազդակը ակտիվային է, այսինքն ծախսերը գերազանցում են եկամուտներին:

Ընդ որում, 2014 թվականի բյուջեում ընթացիկ ծախսերը ամբողջությամբ կլանում են եկամուտները՝ նվազեցնելով հաջորդ տարիների զարգացման բոլոր սպասումները, ինչն անշուշտ իր անմիջական բացասական ներգործությունը կունենա ՀՀ պետական պարտքի սպասարկման և երկրի ֆինանսական կայունության ցուցանիշների վրա:



Գծապատկեր 2.1.8. Հարկաբյուջետային ազդակը 2008-2014 թվականներին⁴⁴

Ըդհանուր առմամբ կառավարության հարկաբյուջետային քաղաքականության արդյունավետության գնահատականներ են համարվում հետևյալ ցուցանիշները՝

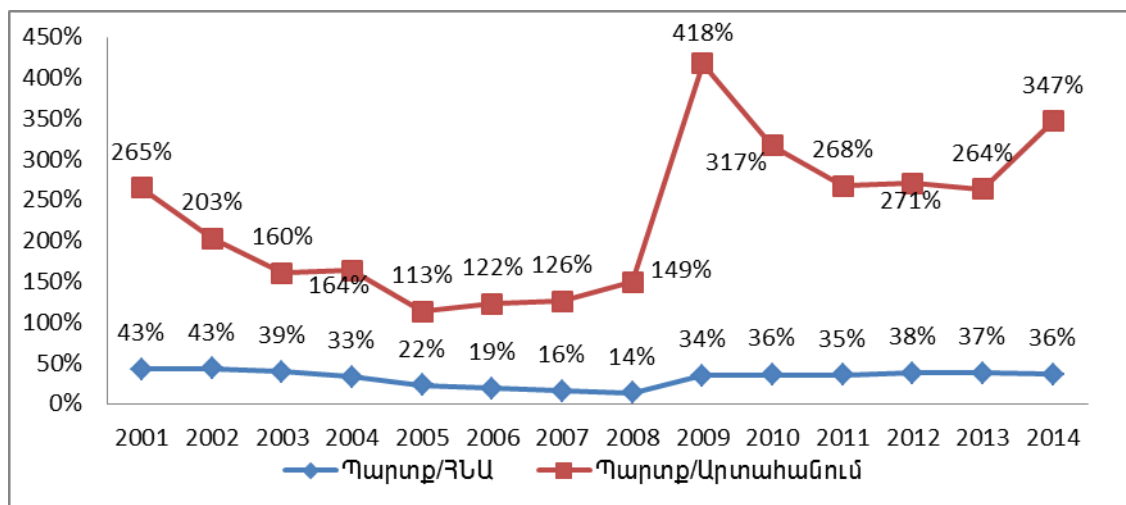
1. Պարտք / ՀՆԱ,
2. Պարտք / ապրանքների և ծառայությունների արտահանում,
3. Պարտքի սպասարկում / ՀՆԱ,
4. Պարտքի սպասարկում/ապրանքների և ծառայությունների արտահանում:

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 անհրաժեշտություն է առաջանում կարճաժամկետ ժամանակահատվածում կարգավորել կառավարության կողմից իրականացվող քաղաքականությունը: 2001-2014թթ.-ի հանրապետությունում վարած հարկաբյուջետային քաղաքականության մակրոտնտեսական գնահատականները ցույց են տալիս, որ ՀՀ համախառն ներքին արդյունքը դիտարկվող ժամակահատվածում աճել է շուրջ 5 անգամ՝ 2118, 3 մլն ԱՄՆ դոլարից հասնելով 10640-ի, պետական պարտքը 2001-ից մինչև 2014 թվականը աճել է շուրջ 4 անգամ՝ 905,5 մլն դոլարից հասնելով 3850,4-ի: Արտահանումը աճել է մոտ 3 անգամ՝ 341.8-ից հասնելով 1109,2-ի (տե՛ս աղյուսակ 2.1.2):

⁴⁴ ՀՀ կառավարության 2014 թվականի բյուջետային ուղերձ, մաս 2, էջ 83

Աղյուսակ 2.1.2. ՀՀ հարկաբյուջետային քաղաքականության մակրոտնտեսական գնահատականները, մլն ԱՄՆ դոլար⁴⁵

Տարի	ՀՆԱ	Պարտք	Արտահանում	Պարտք/ՀՆԱ	Պարտք/արտահանում
2001	2118,3	905,5	341,8	43%	265%
2002	2376,1	1025,5	505,2	43%	203%
2003	2806,9	1097,7	685,6	39%	160%
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%



Գծապատկեր 2.1.9. ՀՀ պարտքի կայունությունը բնութագրող ցուցանիշների դինամիկան 2001-2014թթ.

Երկրի ֆինանսական կայունությունը հիմնականում գնահատվում է, Պարտք / ՀՆԱ ցուցանիշի աճի դինամիկայով (տե՛ս գծապատկեր 2.1.9): Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 2.1.9-ից, Պարտք /ՀՆԱ ցուցանիշը, սկսած 2009 թվականից՝ գտնվում է 34-38 տոկոսի մակարդակում, ինչը ցածր է միայն է 2001-2003 թվականների

⁴⁵ Տվյալները վերցված են ՀՀ ԱՎԾ պաշտոնական կայքից, <http://armstat.am/am/>

համեմատությամբ, իսկ 2005-ից 2007 թվականների համեմատությամբ բարձր է շուրջ 2-2.5 անգամ: Սա, անշուշտ, վկայում է պարտքի բեռի ավելացման փաստը երկարաժամկետ հատվածում, իսկ Պարտք/Արտահանում ցուցանիշը դիտարկվող ժամանակահատվածում զիջում է միայն 2009 թվականի ցուցանիշին:

Հարկ է նշել, որ երբ բյուջեի դեֆիցիտը ֆինանսավորվում է պետական պարտքի թողարկմամբ, այն ենթադրում է տոկոսադրույքների աճ և դրա հետևանքով նաև ինվեստիցիաների կրճատում (արտամղման էֆեկտ): Տոկոսադրույքների աճի գործընթացն ավելի է արագանում, եթե կառավարության վարած քաղաքականությունն ուղեկցվում է կոշտ դրամավարկային քաղաքականությամբ, որը նպատակ է հետապնդում զսպել գնաճը: Ներքին տնտեսությունում տոկոսադրույքների աճը (եթե այն գերազանցում է արտաքին աշխարհի տոկոսադրույքների) կապիտալի լրիվ հոսունության պայմաններում առաջ է բերում արտաքին միջոցների ներհոսք և տվյալ երկրի արժեթղթերի նկատմամբ ոչ ռեզիդենտների պահանջարկ: 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:

ՀՀ կառավարության 2014 թվականի Պետական բյուջեի ուղերձում նշվում է, որ ներքին ռեսուրսների հաշվին հիմնականում հարկային եկամուտների և պետական տուրքերի մասով պետք է հավաքվի 1 097 769 794.5 հազար դրամ, որը պետք է կազմի ընդհանուր մուտքերի ավելի քան 96.64%-ը (տե՛ս աղյուսակ 2.1.3):

Հարկ է նշել, որ ՀՀ պետական բյուջեի ծախսերը 2013 թվականի միայն հունվար-հոկտեմբերին նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի նկատմամբ աճել են 8.4 տոկոսով, որից ընթացիկ ծախսերի գծով արձանագրվել է 9.2 տոկոս աճ, իսկ կապիտալ ծախսերի գծով՝ 3.7 տոկոս նվազում:

Աղյուսակ 2.1.3. ՀՀ 2014 թվականի պետական բյուջեի եկամուտների կառուցվածքը⁴⁶

Պետական բյուջեի եկամուտները	Գումարը (հազար դրամներով)
Ընդամենը	1«135«902«832©0
Այդ թվում՝	
Հարկային եկամուտներ և պետական տուրքեր	1«097«769«794©5
Պաշտոնական դրամաշնորհներ	19«991«746©3
Այլ եկամուտներ	18«141«291©2

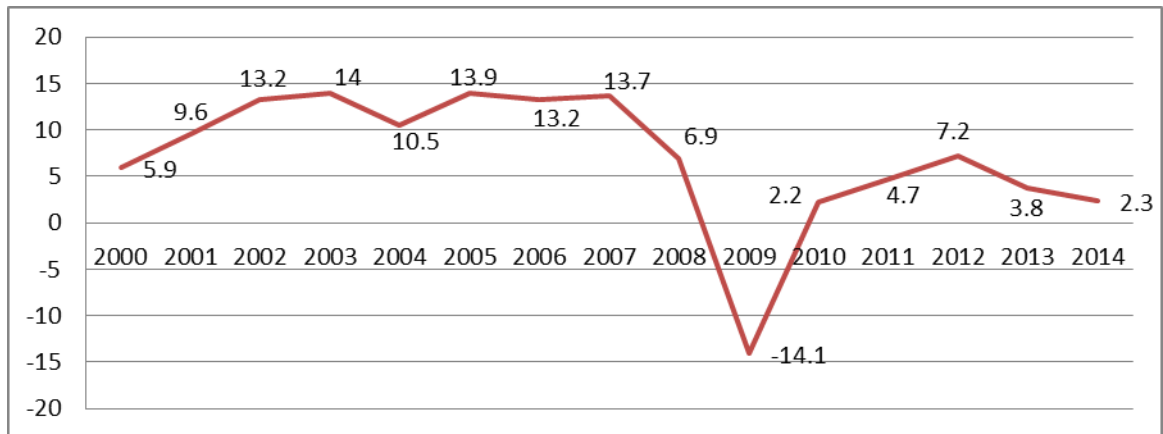
Աղյուսակ 2.1.4. Հայաստանի Հանրապետության 2014 թվականի պետական բյուջեն

Դրամական հոսքեր	Գումարը (հազար դրամներով)
1. Եկամուտների գծով	1«135«902«832© 0
2. Ծախսերի գծով	1«246«437«412© 0
3. Դեֆիցիտը (պակասուրդը)	110«534«580©

Պետական պարտքի սպասարկման գործընթացի 2014 թվականի վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ այդ ուղղությամբ ՀՀ կառավարության վարած քաղաքականության գնահատականը ուղղակիորեն միտված է մակրոտնտեսական կայունության ապահովմանը պարքի վերարտադրության ճանապարհով, երկրորդ պլան մղելով երկրի ֆինանսական կայունությունը խթանող միջոցառումները: Դա հավանաբար պայմանավորված է երկրում ֆինանսական միջոցների սղությամբ ներդրումների անկման պայմաններում: Մինչդեռ միայն դրանց իրական փոխկապվածության և

⁴⁶ Ըստ ՀՀ Պետական բյուջեի 2014 թվականի ուղերձի, որն Ընդունված է 2013 թվականի դեկտեմբերի 12-ին

փոխապայմանավորվածության ապահովման դեպքում է հնարավոր հասնել ՀՀ հարկաբյուջետային քաղաքականության արդյունավետության բարձրացմանը: Դրա վկայությունն է ՀՆԱ աճի վերջին տարիների դինամիկան (տե՛ս գծապատկեր 2.1.10):



Գծապատկեր 2.1.10. ՀՀ ՀՆԱ աճի դինամիկան 2000-2014 թթ., (%)

Քանի որ ինչպես ֆինանսական կայունությունը, այնպես էլ պարտքի կայունությունը գրեթե նույնչափ զգայուն են և՛ տոկոսադրույքների, և՛ տնտեսական աճի ցուցանիշի նկատմամբ, հետևաբար իրականացվող միջոցառումները պետք է ուղղված լինեն այս երկու գլխավոր պարամետրերի՝ տոկոսադրույքների ճիշտ կառավարմանը և տնտեսական բարձր աճի կայուն հիմքերի ստեղծմանը:

Ամփոփելով ասվածը՝ ներկայացնենք այն միտումները, որոնք առկա են հանրապետությունում և ըստ ԱՄՀ մեթոդաբանության՝ կարող են ազդանշան լինել ապագա ֆինանսական անկայունության.

- տնտեսության աճի տեմպի (ՀՆԱ) անկումը, որի արդյունքում նվազում է ազգային փոխառությունները մարելու հնարավորությունը, և կարող է մեծանալ վարկային ռիսկը (առկա է),
- սպառողական գների աճի տեմպի արագացում, եկամուտների և դրամական հոսքերի կրճատում, որոնք կարող են ազդել ֆինանսական ինտիտուտների կայունության վրա (առկա է),
- դրամական զանգվածի կամ արտաքին պահուստների հարաբերության ցուցանիշի զգալի աճը կարող է լինել երկրի տնտեսության թուլացման ազդակ (առկա է):

Ինչպես տեսնում ենք, ըստ ԱՄՀ մեթոդաբանության՝ ներկայումս հանրապետությունում առկա են, նշված երեք նախադրյալները, որոնք պետք է ընդունվեն որպես ՀՀ ֆինանսական կայունությունը թուլացնող ազդակներ և պահանջում են իրավիճակի կարգավորման ուղիների մշակման անհրաժեշտություն: Ֆինանսական կայունության բարձրացման համապատասխան ուղիները և դրանց իրականացման հնարավորությունները բացահայտելու համար անհրաժեշտ է ուսումնասիրել ՀՀ մակրոտնտեսական կայունություն պայմանավորող գործընթացների համալիրը և դրանց ազդեցությունը ֆինանսական կայունության ապահովման վրա:

2.2 Ֆինանսական համակարգի և մակրոտնտեսական կայունության ապահովման գործառույթների համակարգումը

Մակրոտնտեսական կայունությունը պայմանավորող գործոնները և դրանցում տեղ գտնող զարգացումները յուրաքանչյուր երկրի տնտեսական և դրամային քաղաքականություն իրականացրող մարմինների մշտական ուշադրության կենտրոնում են: Այդ գործոնների քանակական գնահատականները հնարավորություն են տալիս պատկերացում կազմելու երկրի իրական տնտեսական միջավայրի վերաբերյալ, ինչպես նաև հասկանալու, թե կառավարության որդեգրած հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականությունները որքանով են համահունչ տնտեսության այլ հատվածների զարգացման միտումներին: Այդպիսի գնահատականների հիման վրա են մշակվում կառավարության միջնաժամկետ ծախսերի ծագրերը, ինչպես նաև երկրի ազգային անվտանգության ռազմավարությունը⁴⁷: Դրանով պայմանավորված՝ դիտարկենք ՀՀ մակրոտնտեսական ցուցանիշները և դրանց շարժընթացները 1994-2014թթ. ժամանակահատվածում:

Վերլուծությունները ցույց են տալիս, որ այս ժամանակահատվածում Հայաստանի Հանրապետության արտաքին տնտեսական գործունեության ոլորտում տեղի են ունեցել դրական տեղաշարժեր: Ընդլայնվել է զարգացած երկրների հետ առևտրաշրջանառության և՛ ծավալները, և՛ աշխարհագրությունը, սակայն վերջինս

⁴⁷ 2014-2016 թթ. ՀՀ պետական միջնաժամկետ ծախսերի ծրագիր՝ հաստատված ՀՀ կառավարության 0.4.07.2013. համ.740Ն որոշմամբ:

նույնացվել է անկայուն դրսևորումներով: Նշված անկայուն զարգացումների պատճառները ավելի խորը պատկերացնելու համար հարկ է դիտարկվող ժամակշրջանը բաժանել երկու հատվածների՝ 1994-ից 2008 և 2008-ից 2014 թվականները, քանի որ դրանք հայտնի պատճառներով տարբեր ֆինանսատնտեսական պայմաններ են ենթադրում:

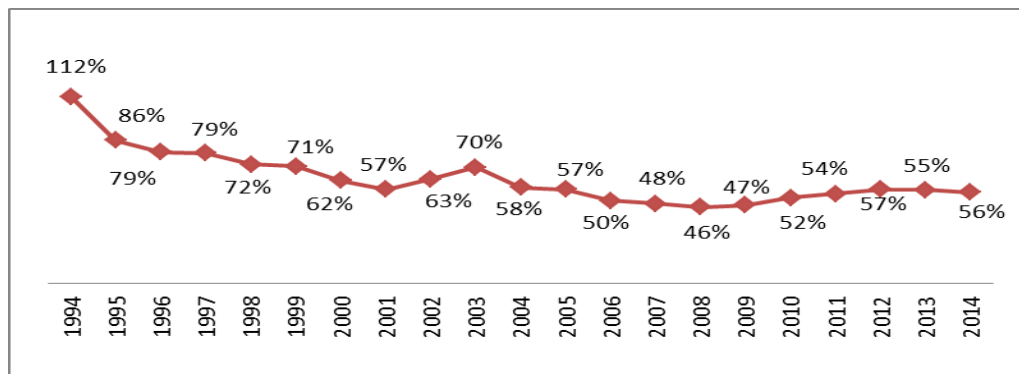
Այսպես, 1994-ից մինչև 2008 թվականը ներառյալ հանրապետությունում արձանագրվել է ՀՆԱ-ի կայուն աճի միտումներ՝ 628,3-ից հասնելով շուրջ 12 մլրդ դոլարի: Ապրանքաշրջանառության ծավալները նույն ժամանակաշրջանում 706-ից հասել են 5 922 միլիոն ԱՄՆ դոլարի, իսկ արտահանումը՝ 247-ից 1057,2-ի, իսկ ներմուծումը՝ 459-ից 4426 մլն դոլարի (տե՛ս աղյուսակ 2.2.1): Հարկ է նշել, որ չնայած այդ ժամանակաշրջանում արձանագրված ՀՆԱ համեմատաբար կայուն աճին, այնուամենայնիվ ապրանքաշրջանառության հարաբերակցությունը ՀՆԱ-ին անհրաժեշտ կայուն մակարդակ չի ապահովել, որի հիմնական պատճառը ՀՆԱ-ի կառուցվածքային անկայունությունն է եղել՝ ըստ ճյուղային բաշխվածության:

Այսպես, 2000 թվականից մինչև 2008 թվականը ՀՆԱ-ի եկնիշ թիվը հիմնականում պայմանավորված է եղել շինարարության և հանքարդյունաբերության ճյուղերի աճով: ՀՆԱ-ի և տրանսֆերտների աճով պայմանավորված՝ մեծացել է սպառումը, ինչն էլ հետևաբար պատճառ է դարձել արտահանման համեմատությամբ ներկրման անհավասարակշռված ծավալների աճի, մեծացնելով առևտրային հաշվեկշռի դեֆիցիտը, որը, 2000-ի -584-ից աստիճանաբար աճելով, 2008-ին հասել է -3369՝ ՀՆԱ-ի 11916,6 ԱՄՆ դոլարի պարագայում (տե՛ս գծապատկեր 2.2.4):

**Աղյուսակ 2.2.1. ՀՀ ապրանքաշրջանառության ծավալները 1994-2014թթ.,
(մլն ԱՄՆ դոլար)⁴⁸**

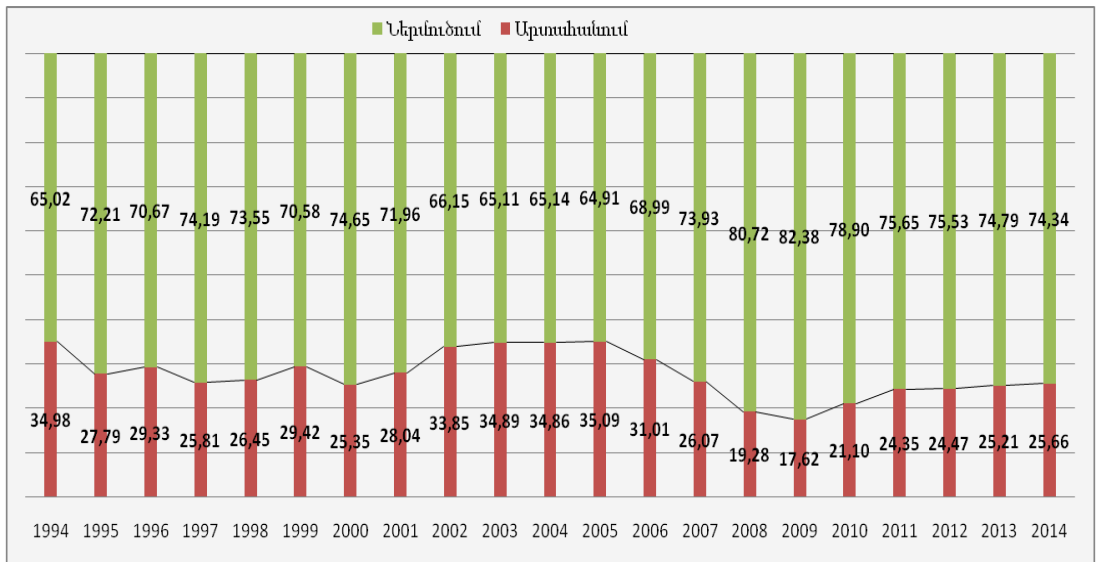
Տարեթիվ	Ապրանքաշրջանառություն	Արտահանում	Ներմուծում	ՀՆԱ
1994	706,4	247,1	459,3	628,3
1995	1108,1	307,9	800,2	1286,7
1996	1267,1	371,7	895,4	1599,3
1997	1287,4	332,3	955,1	1638,9
1998	1359,5	359,6	999,9	1892,3
1999	1302,2	383,1	919,1	1845,5
2000	1185,2	300,5	884,7	1911,6
2001	1219,1	341,8	877,3	2153,3
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	11916,6
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	10138,1
2012	5641,4	1380,2	4261,2	9 958,0
2013	5864,6	1478,7	4385,9	10431,9
2014	5 920,9	1519,3	4401,6	10786,6

⁴⁸ <http://armstat.am/am/>



Գծապատկեր 2.2.1. 1994-2014թթ. Ապրանքաշրջանառություն/ՀՆԱ դինամիկան

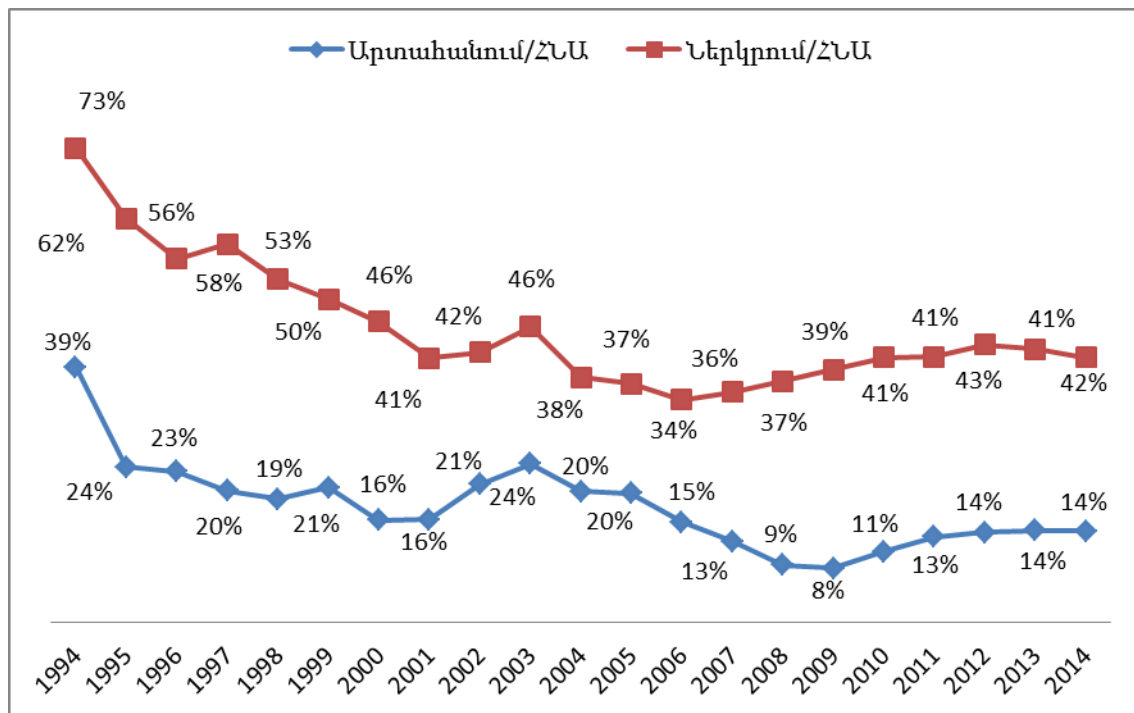
Հարկ է նշել, որ երբ դիտարկում ենք ապրանքաշրջանառության կառուցվածքը 1994-ից 2014 թվականները ըստ արտահանման և ներկրման բաշխվածության, ապա նկատելի է, որ այն համեմատաբար կայուն է եղել 2002-ից մինչև 2005 և 2011-ից 2014 թվականները (տե՛ս գծապատկեր 2.2.2): Հատկանշական է, որ 2002-2005 թվականներին ֆինանսական կայունության գործակիցն ունեցել է դրական արժեք, իսկ 2007-ից սկսել է կտրուկ նվազել և արդեն 2011-ից հետո արձանագրել է բացասական արժեք (տե՛ս գծապատկեր 1.3.2): Ասվածը հիմք է տալիս փաստելու, որ մակրոտնտեսական կայունությունը հիմնականում պայմանավորված է երկրում ընթացող կայուն զարգացումներով, քանի որ կանխատեսելի զարգացումները հնարավորություն են տալիս պլանավորելու ֆինանսական հոսքերը, այդ թվում կառավարելի դարձնելու ինչպես ներհոսքը, այնպես էլ արտահոսքը՝ ապահովելով երկրում ֆինանսական կայունություն:



Գծապատկեր 2.2.2. Ապրանքաշրջանառության կառուցվածքը 1994-2014 թթ., %

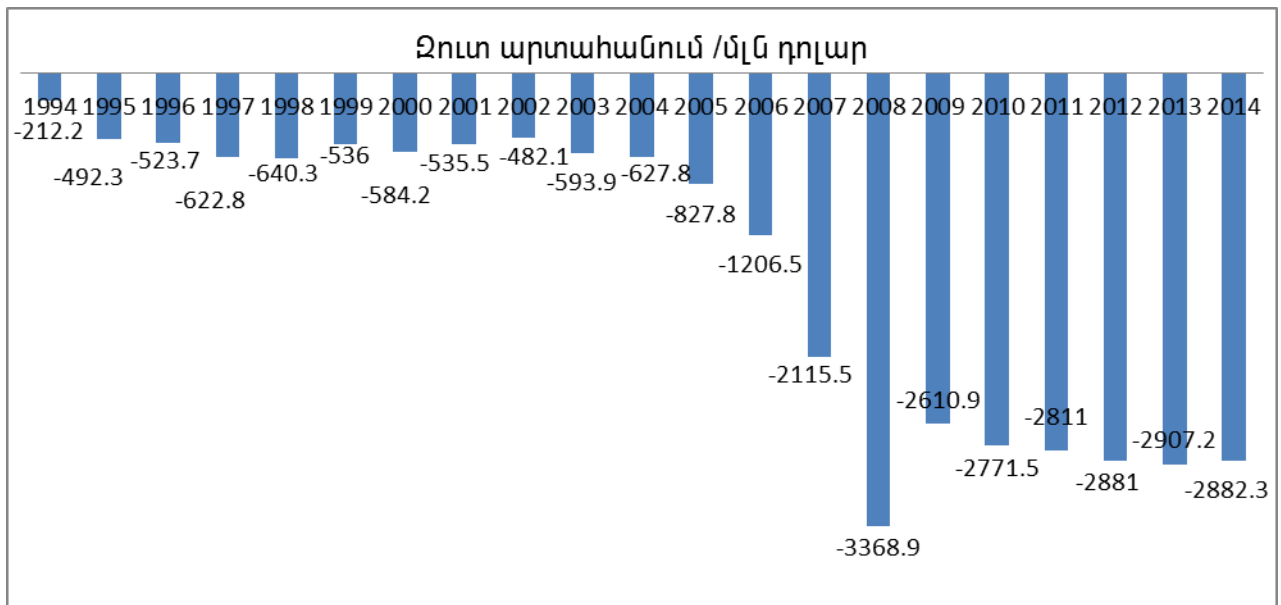
Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 2.2.2-ից, Հայաստանի Հանրապետությունում ապրանքաշրջանառության կառուցվածքում վերը նշված կայուն բաշխվածությունը 2002-ից 2005 թթ. համապատասխանաբար 33.85-ից 35.01 միջակայքում դեռևս չի պայմանավորում ներհոսքի մեծ ծավալներ: Ըստ աղյուսակ 2.2.1-ում ներկայացված տվյալների՝ ամենամեծ ներհոսքը արձանագրվում է հենց 2008 թվականից հետո ընկած տարիներին: Ուստի միայն ապրանքաշրջանառության կառուցվածքով կամ ապրանքաշրջանառություն/ՀՆԱ հարաբերակցությամբ ստացված տեղեկությունը դեռևս բավարար չէ պատկերացում կազմելու ֆինանսական հոսքերի շարժերի մասին, ուստի անհրաժեշտ է դիտարկել նաև արտահանում/ՀՆԱ և ներկրում/ՀՆԱ ցուցանիշների զարգացումները (տե՛ս գծապատկեր 2.2.3): Ըստ գծապատկերում ներկայացված տվյալների՝ կարելի է արձանագրել, որ ֆինանսական կայունության վրա էական ազդեցություն ունի արտահանում/ՀՆԱ ցուցանիշը. այն 2002-2005 թվականներին գերազանցել է 20%-ը: Դրանք այն տարիներին են, երբ արձանագրվել է կայունության դրական գործակից, իսկ երբ այն արդեն նվազել է 16%-ից, արձանագրվել է բացասական գործակից: Այսինքն՝ որքան փոքրանում է այս ցուցանիշը, այնքան բարդանում է ֆինանսական կայունության ապահովման գործառույթները՝ պայմանավորված ֆինանսական ներհոսքի կրճատմամբ: Ներկրում/ՀՆԱ ցուցանիշը դիտարկվող ժամանակահատվածում էական փոփոխություններ չի կրել. այն 2000 թվականից մինչև 2014-ը տատանվել է 36-ից 42 տոկոսի միջակայքում՝ բացառությամբ

2003-ի 46% և 2006-ի 34%-ի: Այսինքն՝ ներհոսքի կրճատման պայմաններում արտահոսքը շարունակում է մնալ նույն մակարդակում:



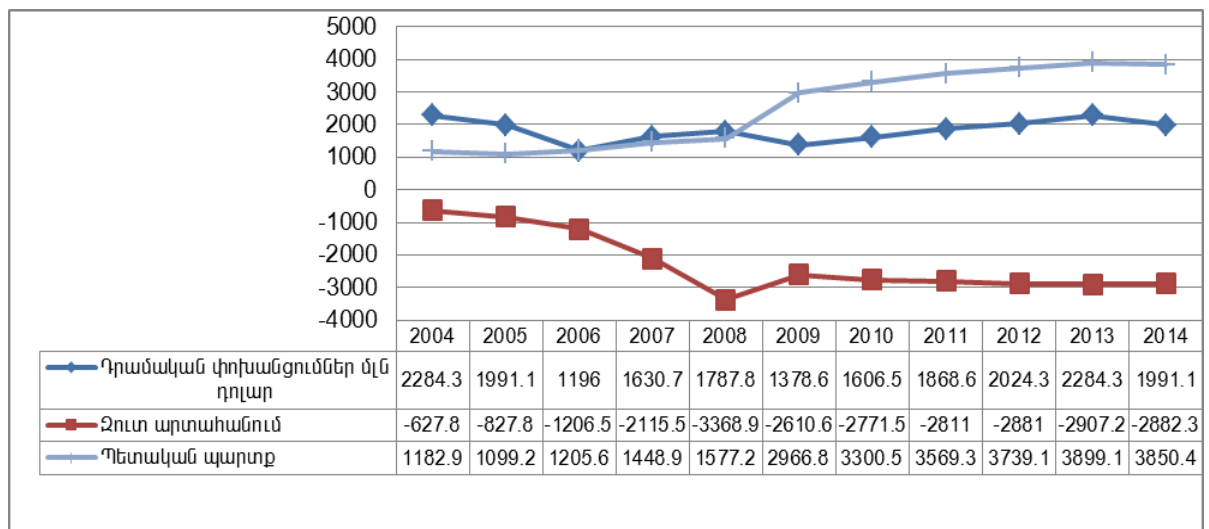
ՊՆՁԻՆ 2.2.3. ՊՆՁԻՆՆԵՐԻ ՆԵՐԿՐՈՍԵՐԻ ԵՎ ԱՐՏԱԽՈՍԵՐԻ ԿՐԾԱՏՄԱՆ ԿՐՑԱՆՆԵՐՈՒՄ 1994-2014 ՏՏ.

Ֆինանսական ներհոսքի և արտահոսքի այսպիսի անհամաչափ զարգացումները երկրի վճարային հաշվեկշռում առաջացնում են առևտրային բացասական հաշվեկշիռ, որը գնահատվում է զուտ արտահանման ցուցանիշով (տե՛ս գծապատկեր 2.2.4): Ինչպես տեսնում ենք գծապատկերում ներկայացված տվյալներից, դրական ֆինանսական կայունությամբ առանձնացող 2000-2006 տարիներին զուտ արտահանումը գտնվել է -536-ից -827.8 միջակայքում, իսկ երբ այն գերազանցել է մեկ միլիարդ դոլարի շեմը, ֆինանսական կայունության գործակիցը սկսել է նվազման միտումներ դրսևորել և արդեն 2008-ից ստացել է բացասական արժեք:



Գծապատկեր 2.2.4. Ձուտ արտահանման դինամիկան 1994-2014 թթ.

Սակայն հարկ է փաստել նաև, որ Հայաստանի Հանրապետությունը, ունենալով այսպիսի բացասական առևտրային հաշվեկշիռ, այնուամենայնիվ դասվում է որպես նվազ պարտքի բեռ ունեցող երկրների շարքին, իսկ ֆինանսական համակարգը պահպանել է կայունության բավարար մակարդակ:

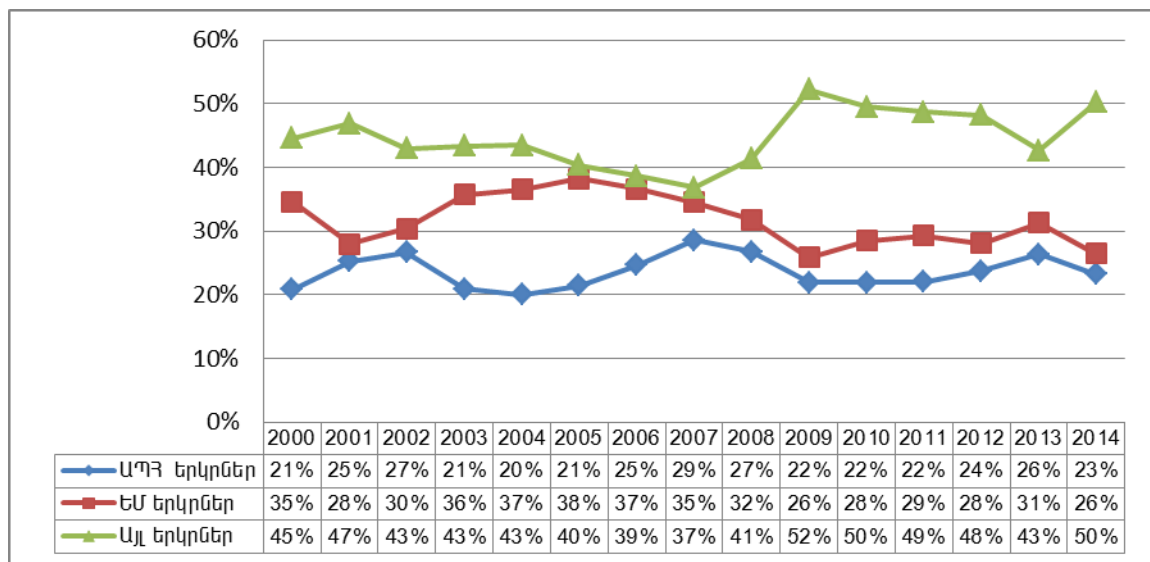


Գծապատկեր 2.2.5 Փոխանցումների, զուտ արտահանման և պետական պարտքի դինամիկան 2004-2014թթ.

Հայաստանի պետական պարտքի ձևավորման և ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովման վրա էական և զգալի դրական ազդեցություն են ունեցել տրանսֆերտների ձևով ներհոսք ապահովող դրամական միջոցները (տե՛ս գծապատկեր 2.2.5): Այսպիսի իրավիճակը հիմնականում

պայմանավորված է արտերկրից ստացվող դրամական փոխանցումների մեծ ներհոսքով, որը վերջին տաս տարիներին գերազանցել է արտահանման ներհոսքը: Այս հանգամանքը ոչ միայն առևտրային դեֆիցիտի ծածկույթ է ապահովել, այլև էականորեն կրճատել է պետական պարտքի բեռը:

Այնպիսի երկրներում, ինչպիսին Հայաստանն է, որտեղ առկա է արտահանման և ներմուծման բարձր կերտրոնացվածություն, թե՛ մակրոտնտեսական, թե՛ ֆինանսական կայունության ապահովման տեսանկյունից կարևոր նշանակություն ունեն ապրանքաշրջանառություն իրականացրող հիմնական գործընկեր երկրների կազմը և գործընթացն ապահովող ապրանքատեսակներն ու ապրանքախմբերը: Հայաստանի հետ ապրանքաշրջանառություն իրականացնողների (Եվրագոտու, ԱՊՀ) ապրանքաշրջանառության կառուցվածքը վերլուծելու համար դարձյալ հարկ է դիտարկել ապրանքաշրջանառությունը մինչ ճգնաժամը և դրանից հետո (տես գծապատկեր 2.3.6): Ինչպես տեսնում են գծապատկեր 2.3.6-ից, ճգնաժամը հատկապես էական ազդեցություն է գտել Հայաստանի և ԵՄ երկրների հետ ապրանքաշրջանառության վրա:



Գծապատկեր 2.2.6. 2000-2014թթ. ապրանքաշրջանառության դինամիկան ըստ երկրների⁴⁹

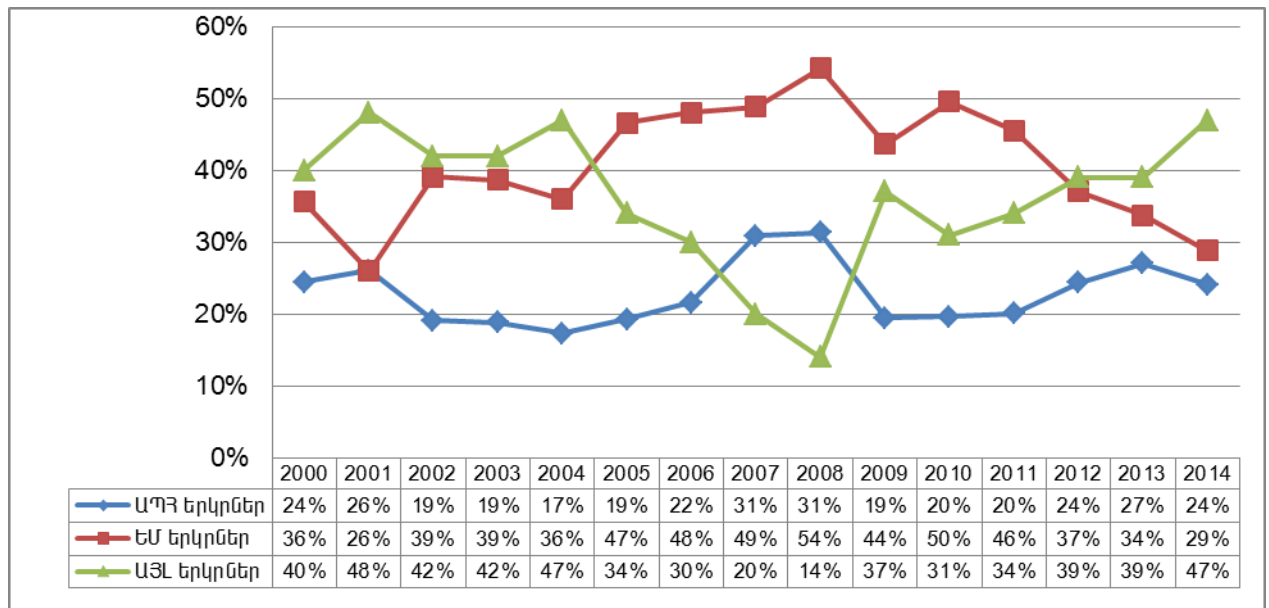
⁴⁹ 2000-2014թթ. ապրանքաշրջանառության դինամիկան ըստ երկրների ԱՄՆ դոլար արտահայտությամբ ներկայացված է հավելված 3-ում:

Այսպես, 2000-ից մինչև 2008 թվականները Հայաստանի տնտեսական գործընկերությունը կառուցվել է հիմնականում ԵՄ երկրների հետ՝ կազմելով ընդհանուր ապրանքաշրջանառության շուրջ 35-38 տոկոսը, բացառությամբ 2001 և 2002-ի (համապատասխանաբար 28 ու 30 տոկոսը) և 2008 թվականի (32 տոկոսը): Արդեն 2008-ից հետո, խոր ճգաժամի պատճառով հատկապես եվրոպական երկրների տնտեսության կայունության անկմամբ պայմանավորված՝ իրավիճակն արդեն փոխվում է, և նկատվում է ապրանքաշրջանառության հավասարաչափ բաշխվածություն ԵՄ և ԱՊՀ երկրների հետ, որտեղ դիտարկվող ողջ ժամանակաշրջանում ապրանքաշրջանառությունն, անկախ ճգնաժամից, էական փոփոխություններ չի կրել: Փաստորեն ԱՊՀ երկրների հետ ապրանքաշրջանառությունը 2000 թվականից մինչև 2014 թվականը տատանվում է 20-ից 23 տոկոս միջակայքում՝ բացառությամբ 2002 և 2008 թվականների (27տոկոս), 2007-ի (29 տոկոս) և 2013 թվականին (26տոկոս): Հարկ է նշել, որ տնտեսական համագործակցության վերլուծությունների արդյունքները հիմնական գործընկեր երկրների հետ թույլ են տալիս արձանագրել, որ Հայաստանի հիմնական գործընկեր ԵՄ երկրներում տեղ գտնող հայտնի բացասական դրսևորումները անմիջական արտահայտություն են գտել ՀՀ ապրանքաշրջանառության կառուցվածքի վրա՝ մասնավորապես պայմանավորված միջազգային շուկաներում գունավոր մետաղների և գների, և պահանջարկի նվազմամբ: Հատկապես ուշագրավ են այլ երկրների հետ ապրանքաշրջանառության կառուցվածքում տեղ գտնող անկայուն դրսևորումները: Այստեղ զարգացումներն աչքի են ընկնում տարրերային բնույթով և տատանումների մեծ միջակայքով՝ 40-ից մինչև 50 տոկոս՝ ըստ տարբեր տարիների: Այս հանգամանքն, ամենևին չի կարելի ընդունել որպես ֆինանսական կայունության ապահովման գործոն, սակայն եթե այն միտված է արտահանման աճին, ապա այդպիսի զարգացումները կարելի է համարել որպես ներհոսքի ապահովման «բնական հեջեր» և զարգացման դրական միտումներ:

Ասվածով պայմանավորված՝ ֆինանսական կայունության ապահովման տեսանկյունից հատկապես կարևորվում է ապրանքաշրջանառության կենտրոնացվածության աստիճանի բացահայտումն ըստ դրամական հոսքեր

առաջացնող հիմնական երկրների ինչպես ըստ արտահանման, այնպես էլ ըստ ներկրման:

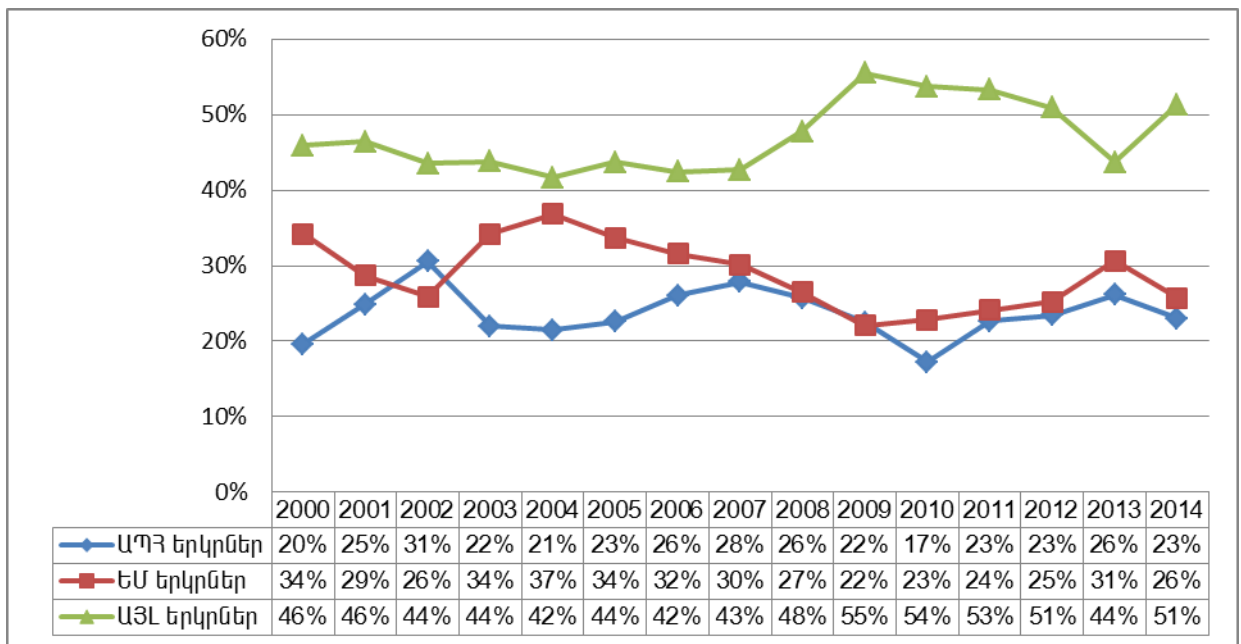
ՀՀ արտահանման կառուցվածքային վերլուծությունը դիտարկվող 2000-2014 թվականներին, ցույց է տալիս, որ կենտրոնացվածության բարձր մակարդակ գրանցվել է 2000-ից 2008 թվականները հիմնականում ԵՄ երկրներում՝ 36-ից հասնելով 54 տոկոսի: Ճգնաժամից հետո այն աստիճանաբար նվազել է՝ 2014-ին կազմելով 29 տոկոս (տե՛ս գծապատկեր 2.2.7):



Գծապատկեր 2.2.7. ՀՀ 2000-2014 թթ. արտահանման դինամիկան, ըստ երկրների

Հարկ է նշել, որ ներկայումս տարածաշրջանային մեծ կենտրոնացվածություն չի նկատվում, բայց մեծացել է կենտրոնացվածությունը ըստ առանձին երկրների: Օրինակ ԱՊՀ երկրներից Ռուսաստան, ԵՄ երկրներից Գերմանիա և այլ երկրներից Չինաստան, որտեղ արտահանման ծավալները անցնում են 100 մլն դոլարը, ինչն ավելի խոցելի է դարձնում Հայաստանի արտահանման շուկաների կայունության ապահովումը հայտնի աշխարհաքաղաքական անորոշ զարգացումներով պայմանավորված: Ուստի ֆինանսական կայունության ապահովման առումով ավելի խրախուսելի է դառնում արտահանման ծավալների աճի ապահովումը ավելի շատ երկրների հետ թեկույզ փոքր ծավալներով, քանի որ դրանք նպաստում են թե արտահանման շուկաների ընդլայնման, թե դիվերսիֆիկացված ֆինանսական ներհույսերի ապահովմանը:

Ինչ վերաբերվում է ներմուծմանը, ապա այստեղ նույնպես կարևորվում է կենտրոնացվածությունը ըստ երկրների, քանի որ այդ երկրներում տեղ գտնող գնային կամ արտադրության տատանումները անմիջական արտահայտություն են գտնում ներկրվող ապրանքների գների ձևավորման վրա, եթե ի նկատի ունենանք նաև հանրապետությունում ներկրման ծավալների շուրջ 3 անգամ գերակայությունը արտահանման ծավալների նկատմամբ (տե՛ս հավելված 5):



Գծապատկեր 2.2.8. 2000-2014թթ. ներմուծման դինամիկան ըստ երկրների

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 2.2.8-ում ներկայացված տվյալներից, ներմուծումը ԱՊՀ երկրներից ընդհանուրի նկատմամբ, դիտարկվող ողջ ժամանակաշրջանում, երբեք չի գերազանցել 28 տոկոսը, բացառությամբ 2002 թվականի 31 տոկոսը. այն ընդհանուր առմամբ տատանվել է 28-ից 23 տոկոսի միջակայքում, ինչը չի կարելի արձանագրել ԵՄ երկրների համար: Եթե ԵՄ երկրներից ներկրումը մինչ ճգնաժամային տարիները կազմել են ընդհանուրի 29-ից 34 տոկոսը՝ բացառությամբ 2002 թվականի 26 տոկոսը, ապա ետճգնաժամային տարիներին, սկսած 2008-ից, այն տատանվում է 22-ից 27 տոկոսի միջակայքում՝ բացառությամբ 2013 թվականի 31 տոկոսը:

Կայունությամբ հատկապես աչքի է ընկնում այլ երկրներից իրականացվող ներկրման զարգացման միտումները, որտեղից ներկրումների չափաբաժինը մինչ ճգնաժամը միշտ գերազանցել է և՛ ԵՄ, և՛ ԱՊՀ երկրներից իրականացվող ներկրման կշիռները, գրեթե միշտ

մնալով 42-ից 48 տոկոսի միջակայքում: Հատկանշական է, որ այն հատկապես ետճգնաժամային տարիներին՝ սկսած 2008 թվականից, աճել է՝ կազմելով ընդհանուրի 51-55 տոկոսը՝ բացառությամբ 2013 թվականի 44 տոկոսը:

Այսպիսով, ամփոփելով ՀՀ ապրանքաշրջանառության կառուցվածքը ըստ երկրների, կարելի է փաստել, որ սկսած 2000 թվականից մինչ օրս՝ ԱՊՀ երկրների հետ էական աճ չի արձանագրվում՝ ընդ որում, ոչ արտահանման և ոչ էլ ներկրման առումով: Դեպի Եվրամիության երկրներ արտահանման նվազումն ակնհայտ է՝ ճգաժամի ազդեցությամբ պայմանավորված: Հատկանշական է այն, որ այդ երկրների արտահանման 8 տոկոս նվազումը ուղեկցվել է ներկրման, համարժեք ավելացմամբ:

ԵՄ երկրների հետ ապրանքաշրջանառության նվազումը համալրվել է այլ երկրների հետ աշխարհագրության ընդլայնմամբ՝ շուրջ 5 տոկոսով: Հատկանշական է նաև այն հանգամանքը, որ հայ գործարարները բավական մեծ ճկունությամբ կարգավորում են իրենց կայուն եկամուտների ապահովման խնդիրները՝ մեծացնելով ապրանքաշրջանառությունը այլ երկրների հետ, և՛ արտահանման, և՛ ներկրման շուկաների ընդլայնման ճանապարհով: Հարկ է նկատել, սակայն, որ արտահանման շուկաների այս ընդլայնումը Հայաստանում չի ուղեկցվում արտահանման ծավալների աճով, ինչը պայմանավորված է ՀՀ արտադրական ներուժի սահմանափակվածությամբ: Դա է վկայում արտաքին առևտրի կառուցվածքի վերլուծության արդյունքները ըստ ապրանքախմբերի:

Հայաստանում արտահանման և ներմուծման ծավալները 2000 թվականից դասակարգվում են ըստ Արտաքին տնտեսական գործունեության ապրանքային անվանացուցակի (ԱՍԳԱԱ), որը բաղկացած է 20 բաժիններից և 95 ապրանքային խմբերից: Ըստ ԱՍԳԱԱ-ի դասակարգման՝ սկսած 2008 թվականից՝ Հայաստանից արտահանվող ապրանքատեսակները չեն գերազանցում 645 անունը կամ դրանց հարակից տեսակների խմբերը: Համեմատության համար նշենք, որ, ըստ նույն դասակարգման, Հայաստան են ներմուծվում 1048 անուն ապրանքներ:

Այսինքն՝ արտահանումը ներմուծմանն էապես զիջում է ինչպես արժեքային արտահայտությամբ (2014-ին այն զիջել է ներմուծմանը 2.9 անգամ), այնպես էլ ապրանքների տեսականու կամ քանակի առումով՝ շուրջ 62 տոկոսով կամ 403 ապրանքատեսակով (տե՛ս 2.2.2 աղյուսակ):

Արտահանվող ապրանքների կառուցվածքում կան մի շարք ապրանքատեսակներ, որոնք ծավալներով չափազանց փոքր են և ըստ էության չեն կարող համարվել բիզնես գործարքներ կամ չեն կարող պայմանավորել արտահանման դինամիկան: Այսպես, 2014-ին արտահանված 645 անուն ապրանքներից 216-ի գծով արտահանման գործարքների յուրաքանչյուրի ծավալը չի գերազանցել տարեկան 10 հազար դոլարը՝ ապահովելով ընդամենը 600 հազար դոլարի տարեկան արտահանում (տե՛ս հավելված 6):

Արտահանման ապրանքատեսակների կառուցվածքից ակնհայտ է դառնում, որ Հայաստանի արտահանման գործարքները շատ փոքր են, և նկատելի է արտահանման բարձր կենտրոնացվածություն հիմնականում՝ «Բուսական ծագման արտադրանք», «Պատրաստի սննդի արտադրանք», «Հանքահումքային մթերքներ» և «Քիմիական ու դրա հետ կապված արդյունաբերության ճյուղերի արտադրանք» ապրանքատեսակների գծով: Այսպես, 2014-ին արտահանված 645 ապրանքատեսակներից ընդամենը 67-ն է գերազանցել տարեկան 1 միլիոն դոլար ծավալը: Մյուս կողմից, գոյություն ունեն հայկական ծագման մի շարք՝ մոտ 500-600 անուն ապրանքատեսակներ, որոնք արտահանելի են և փաստացի արտահանվում են, սակայն դրանց տարեկան ծավալները չափազանց փոքր են: Ընդ որում, փոքր ծավալները պայմանավորված են ոչ թե դրանց իրացման շուկաների բացակայությամբ կամ պահանջարկի սահմանափակությամբ, այլ ընդամենը արտադրական կարողությունների ցածր մակարդակով: Սա հուշում է այն մասին, որ եթե հանրապետությունում արտադրության ծավալների ընդլայնման միջոցառումներ ձեռնարկվեն և մեծացվեն իրացման կարողությունները, ապա հնարավոր կդառնա զգալիորեն ընդարձակել արտահանվող ապրանքատեսակների ծավալները:

Աղյուսակ 2.2.2. 2014 թվականի արտահանման և ներկրման կառուցվածքը ըստ ապրանքատեսակների, մլն դոլար

Անվանում	Արտահանում	Ներկրում
Կենդանի կենդանիներ և կենդանական ծագման արտադրանք	50,6	146,9
Բուսական ծագման արտադրանք	37,4	239,3
Կենդանական և բուսական ծագման յուղեր և ճարպեր	0,1	54,7
Պատրաստի սննդի արտադրանք	337,8	369,9
Հանքահումքային մթերքներ	393,8	829,9
Քիմիա և նրա հետ կապված արդյունաբերության ճյուղերի արտադրանք	14,2	352,9
Պլաստմասա և դրանցից իրեր	11,2	182,9
Կաշվե հումք, կաշի, մորթի և դրանցից իրեր	3,7	13,6
Փայտ և փայտյա իրեր	0,8	71,6
Թուղթ և թղթից իրեր	1,9	76,5
Մանածագործական իրեր	50,3	171,5
Կոշկեղեն, գլխարկեղեն, հովանոցներ	1,6	31,2
Իրեր քարից, գիպսից, ցեմենտից	21,2	93,1
Թանկարժեք և կիսաթանկարժեք քարեր, մետաղներ և նրանցից իրեր	230,3	302,9
Ոչ թանկարժեք մետաղներ և դրանցից իրեր	302,4	328,5
Մեքենաներ, սարքավորումներ և մեխանիզմներ	22,9	599,7
Վերգետնյա, օդային և ջրային տրանսպորտի միջոցներ	8,8	347,4
Սարքեր և ապարատներ	24,7	73,4
Տարբեր արդյունաբերական ապրանքներ	4,0	115,1
Արվեստի ստեղծագործություններ	1,6	0,7

Ամփոփելով վերջին տարիներին ՀՀ մակրոտնտեսական կայունության ապահովման և ֆինանսական համակարգի գործառույթների համակարգվածության

ներկա իրավիճակը՝ կարելի է արձանագրել, որ ՀՀ ֆինանսական կայունության վրա ազդող հիմնական գործոններն են.

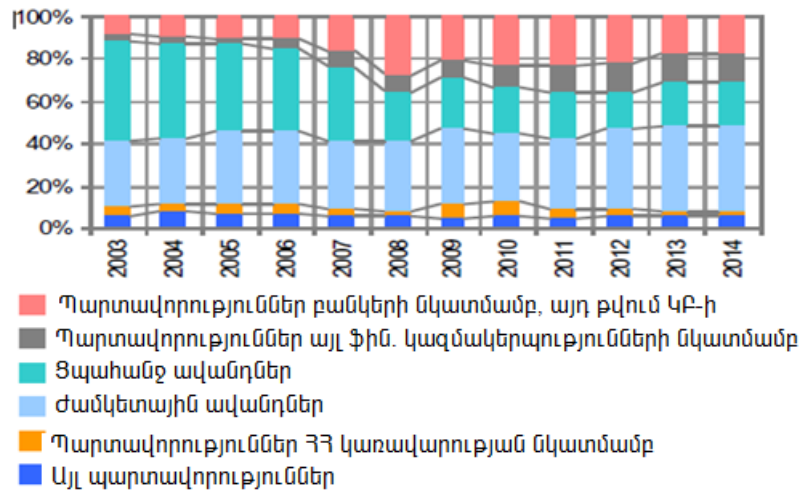
- ֆինանսական հոսքերի անհավասարակշռվածությունը՝ հիմնականում պայմանավորված զուտ արտահանման բացասական աճով և ներկրման ու արտահանման գործարքներից առաջացող հոսքերի զգալի տարբերությամբ,
- տրանսֆերտներից ստացվող ներհոսքի նվազումը, ինչի պատճառով առևտրային դեֆիցիտի փակման հիմնական աղբյուրը դառնում է պետական պարտքի մեծացումը,
- կերնտրոնացվածության բարձր մակարդակը ինչպես ըստ գործընկեր երկրների՝ Ռուսաստան, Գերմանիա և Չինաստան, այնպես էլ ըստ արտահանվող ապրանքախմբերի, ինչն ավելի խոցելի է դարձնում Հայաստանի ֆինանսական կայունության ապահովումը՝ կապված ներկայիս աշխարհաքաղաքական անորոշ զարգացումներով պայմանավորված,
- ֆինանսական կայունության ապահովման առումով ավելի խրախուսելի է դառնում վերջին տարիներին արձանագրվող ապրանքաշրջանառության ծավալների աճը այլ երկրների հետ: Նման զարգացումները նպաստում են թե՛ արտահանման շուկաների ընդլայնմանը, թե՛ դիվերսիֆիկացված ֆինանսական հոսքերի ապահովմանը:

Անշուշտ, ֆինանսական կայունության ներկա վիճակը և դրա ապահովման ներկայիս ռազմավարությունը պահանջում են մակրոտնտեսական և ֆինանսական համակարգի կայունության համակարգմանը միտված որոշակի գործառույթների իրականացում, որն էլ ենթադրում է դրանցից ծագող ռիսկերի առաջացում: Ուստի դրանց բացահայտումը ու դրանց արդյունավետ կառավարումը լրջագույն խնդիրներ են ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովման առումով:

2.3 ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովման գործառույթներից ծագող ռիսկերի կառավարումը

Ֆինանսական կայունություն հասկացությունը հիմնականում նույնականացվում է երկրի ֆինանսական համակարգի իրացվելիության և վճարունակության բավարար մակարդակի ապահովման հետ: Իրացվելիությունը ենթադրում է ֆինանսական միջնորդ կազմակերպությունների ունակությունը՝ ժամանակին բավարարելու իր պարտատերերի պահանջները: Իրացվելիության ռիսկի վրա ազդում են տարբեր գործոններ, որոնցից մենք կդիտարկենք հիմնականում նրանք, որոնք կախված չեն ֆինանսական ինստիտուտների ռիսկ մենեջմենտից կամ կառավարիչների ակտիվների և պասիվների կառավարման հմտություններից: Վերջիններս, անշուշտ, չափազանց կարևոր են առանձին ֆինանսական կազմակերպության կայունության ապահովման առումով, սակայն բավարար չեն ընդհանուր ֆինանսական համակարգի կայունությունը պահպանելու համար, քանի որ ընդհանուր ֆինանսական կայունությունը մեծապես պայմանավորված է երկրի մակրոտնտեսական կայունությունը բնորոշող այնպիսի գործոններով, ինչպիսիք են՝ հաճախորդների եկամուտները և վարկունակության մակարդակը, համակարգի կենտրոնացվածությունը ըստ մասնակիցների և ըստ ներգրավված ու տեղաբաշխված միջոցների, ըստ կապիտալի կառուցվածքի, ըստ ակտիվների որակի և այլն: Նշված գործոններն իրենց համապատասխան արտացոլումն են գտնում ՀՀ ֆինանսական, հատկապես բանկային համակարգի կայունության վրա, քանի որ ֆինանսական միջնորդության մյուս հաստատությունների մասնաբաժինը շարունակում է մնալ բավականին փոքր, և համակարգի կայունության վրա զգալի ազդեցություն չեն կարող ունենալ: Քանի որ բանկերն այն միակ ֆինանսական միջնորդ ինստիտուտներն են, որոնց օրենքով վերապահված է ավանդներ ներգրավելու կամ ավանդներ ներգրավելու առաջարկով հանդես գալու և դրանք սեփական ռիսկով տեղաբաշխելու բացառիկ իրավունքը, ապա բանկային համակարգի կայունության վրա էական ազդեցություն ունեն վերը նշված գործոնների ողջ համախումբը: Այստեղից բխում է, որ ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց եկամուտների մակարդակը ոչ միայն անմիջականորեն ազդում է նրանց վարկային պարտավորությունների պատշաճ կատարման վրա, այլև

տարիներ շարունակ ՀՀ բանկերի դրամական միջոցների ներգրավման հիմնական աղբյուրներից մեկն է (տե՛ս գծապատկեր 2.3.1): Այսպես, 2014 թվականին բանկային համակարգի ընդհանուր պարտավորությունները կազմել են շուրջ 2 տրիլիոն 941 մլրդ դրամ, այդ թվում՝ 620.2 մլրդ բանկերի նկատմամբ, 490-ը՝ այլ ֆինանսական կազմակերպությունների, իսկ 1 տրիլիոն 604 մլրդ դրամը ֆիզիկական և իրավաբանական անձանցից ներգրաված ցպահանջ և ժամկետային ավանդներն են:



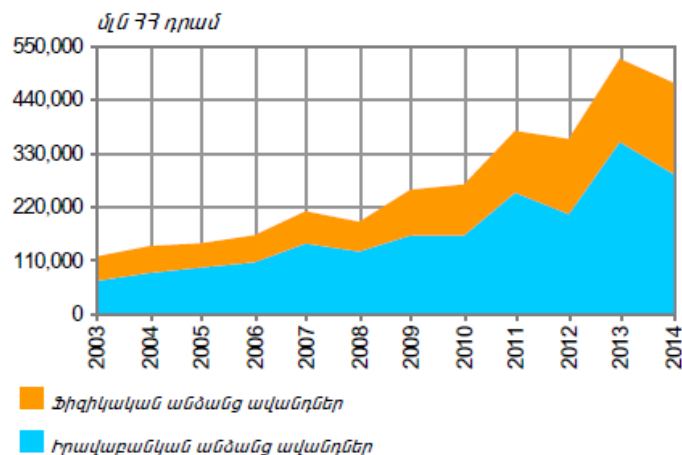
Գծապատկեր 2.3.1. Բանկային համակարգի ընդհանուր պարտավորությունների կառուցվածքը⁵⁰

Փաստորեն 2014 թվականին բանկային համակարգի ընդհանուր պարտավորությունների շուրջ 69 %-ը ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց ցպահանջ և ժամկետային ավանդներն են: Հարկ է նշել, որ տարվա ընթացքում իրավաբանական անձանց նկատմամբ ցպահանջ պարտավորությունները նվազել են 18.0%-ով կամ 63.2 մլրդ դրամով և կազմել շուրջ 288.1 մլրդ դրամ: Դա պայմանավորված է իրավաբանական անձանց ընթացիկ հաշիվների կրճատմամբ և փողի պահանջարկի աճով, որն էլ իր անմիջական արտահայտությունն է գտնում գործարար ակտիվության վրա: Ասվածի վկայությունն է բանկերում իրավաբանական անձանց թղթակցային հաշիվների նախորդ տարվա համեմատությամբ 5.5%-ով նվազումը, որը պայմանավորված է տնտեսությունում անորոշությունների մեծացմամբ:

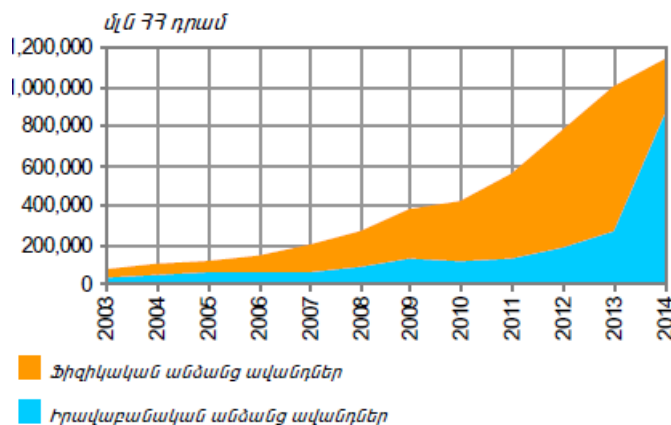
⁵⁰ Հայաստանի ֆինանսական համակարգը 2014, Զարգացումը, Կարգավորումը, Վերահսկողությունը, ՀՀ ԿԲ, 2015

Իրավիճակն առավել սրվել է տարեվերջին՝ ֆինանսական շուկայի անորոշություններով, փոխարժեքի արժեզրկմամբ և գնաճի սպասումներով պայմանավորված, ինչն էլ հանգեցրել է նախորդ տարվա համեմատ մասնավոր ներդրումների նվազմանը 4.4%-ով :

Ֆիզիկական անձանց նկատմամբ ցպահանջ պարտավորությունները՝ ընդհակառակն աճել են շուրջ 8.0%-ով կամ 13.6 մլրդ դրամով՝ տարեվերջին կազմելով 184.4 մլրդ դրամ (տե՛ս գծապատկեր 2.3.2), որը պայմանավորված է բնակչության հիմնական եկամուտների՝ աշխատավարձը և սոցիալական տրանսֆերտները քարտային համակարգով վճարելու հանգամանքով: Հարկ է նշել, որ դրական տեղաշարժեր են արձանագրվել ժամկետային ավանդների գծով: Այսպես, իրավաբանական անձանց ժամկետային ավանդների ծավալներն ավելացել են 5.8%-ով և կազմել 272.4 մլրդ դրամ, իսկ ֆիզիկական անձանց ժամկետային ավանդների ծավալները՝ 15.9%-ով և կազմել 859.3 մլրդ դրամ (տե՛ս գծապատկեր 2.3.3):



2.3.2. Բանկային համակարգի ցպահանջ ավանդները



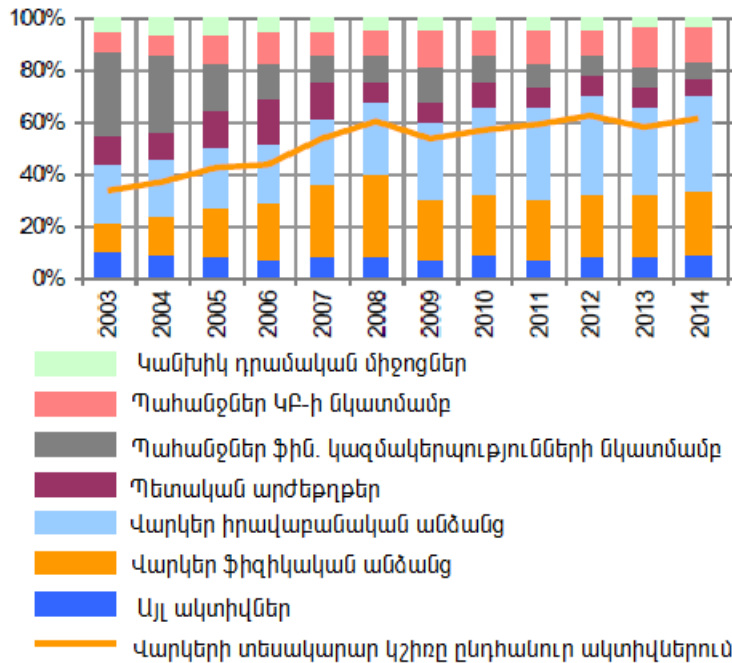
2.3.3. Բանկային համակարգի ժամկետային ավանդները

Իրավաբանական անձանց ժամկետային ավանդների այսպիսի աճը հիմնականում տեղի է ունեցել մինչև մեկ տարի տևողությամբ ավանդներում, ինչը պայմանավորված է իրավաբանական անձանց՝ ապագայի նկատմամբ անորոշ զարգացումներով, որն ուղեկցվել է գործարար ակտիվության նվազմամբ: Այսպես, եթե 2007-ից մինչև 2013 թվականը ժամկետային ավանդներում գերակշռում էր ֆիզիկական անձանց ավանդային ներդրումները, ապա 2013-2014 թթ. նկատվում է հակառակ երևույթը. ֆիզիկական անձանց ժամկետային ավանդները կրճատվում են, իսկ իրավաբանական անձանց ավանդները՝ աճում: Ֆիզիկական անձանց ավանդների նվազումը արդյունք է հանրապետությունում բնակչության եկամուտների անկման և գործազրկության մակարդակի աճի, որոնց պատճառը հիմնականում, Ռուսաստանի Դաշնությունից ստացվող տրանսֆերտների զգալի կրճատումն էր:

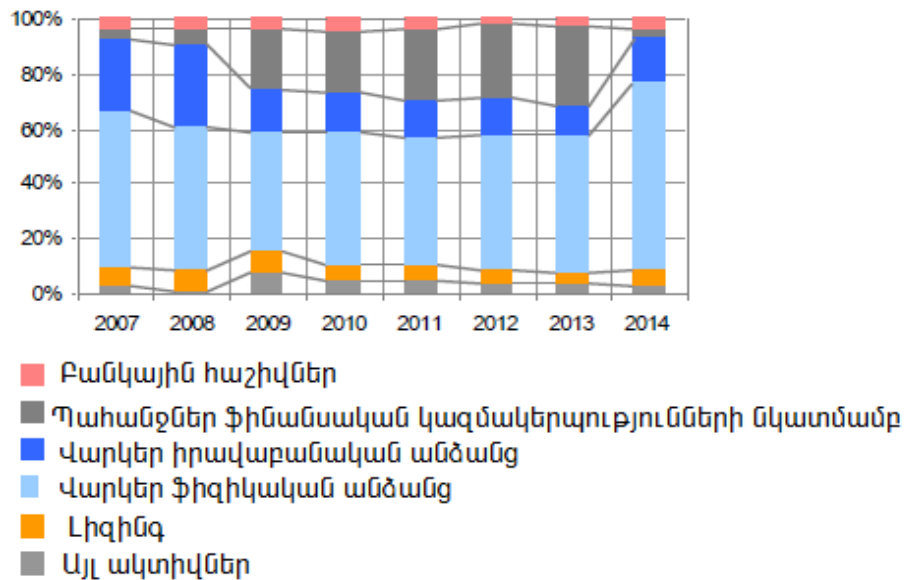
Բացի նշված ռիսկերից՝ բանկային պարտավորություններում շարունակում են մեծ կշիռ պահպանել արտարժույթային ավանդները, որոնք կազմում են ընդհանուր ավանդային պարտավորությունների շուրջ 70 տոկոսը, ինչը ոչ միայն սահմանափակում է առևտրային բանկերի դրամային ակտիվներում ֆինանսական միջոցների տեղաբաշխման հնարավորությունները, այլև մեծացնում արտարժույթի փոխարժեքների տատանումներից առաջացող ռիսկերը:

Նշված ռիսկերն առավել վտանգավոր դրսևորում են գտնում բանկային համակարգի վարկային ներդրումներում (տե՛ս գծապատկեր 2.3.4), որոնց շուրջ 70 տոկոսը կամ 1 տրլն 600 մլրդ դրամից ավելին ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց տրամադրված վարկերն են, իսկ վարկային կազմակերպությունների ակտիվներում միայն ֆիզիկական անձանց տրամադրված վարկերի տեսակարար կշիռը կազմում է ընդհանուրի 80 տոկոսից ավելին կամ 215 մլրդ դրամ (տե՛ս գծապատկեր 2.3.5): Ընդ որում, ավելի մտահոգիչ է վարկային ակտիվների արժույթային կառուցվածքը (տե՛ս գծապատկեր 2.3.6): Դրամային վարկային ներդրումներն ավելացել են 5.8%-ով և կազմել 747 մլրդ դրամ, իսկ արտարժույթային վարկային ներդրումները՝ 32.5%-ով՝ կազմելով 1 տրլն 151 մլրդ դրամ: Արդյունքում՝ արտարժույթային վարկային ներդրումների տեսակարար կշիռը տարվա ընթացքում աճել է 5.1 տոկոսով և կազմել 67.1%: Հարկ է նկատել, որ բանկերի ներգրավված միջոցների կառուցվածքը ըստ

արտարժույթի գրեթե նույնությամբ համընկնում է վարկային ներդրումների արտարժույթային կառուցվածքին, ինչը արտարժույթային ռիսկերի կառավարման չափազանց արդյունավետ մոտեցում է և կարելի է ընդունել որպես ռիսկի չեզոքացման բնական հեջ:

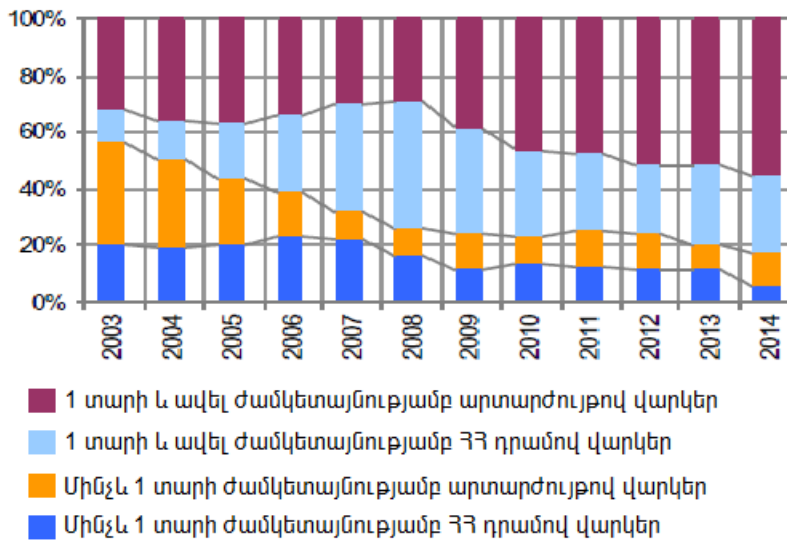


Գծապատկեր 2.3.4. Բանկային համակարգի ակտիվների կառուցվածքը ⁵¹



Գծապատկեր 2.3.5. Վարկային կազմակերպությունների ակտիվների կառուցվածքը

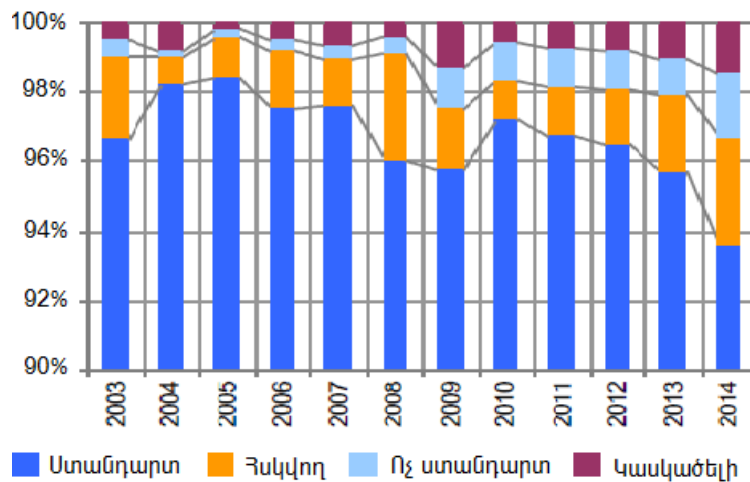
⁵¹ Հայաստանի ֆինանսական համակարգը 2014, Զարգացումը, Կարգավորումը, Վերահսկողությունը, ՀՀ ԿԲ, 2015



Գծապատկեր 2.3.6. Ռեզիդենտներին տրամադրված վարկային ներդրումների կառուցվածքը ըստ արժույթի և ժամկետայնության

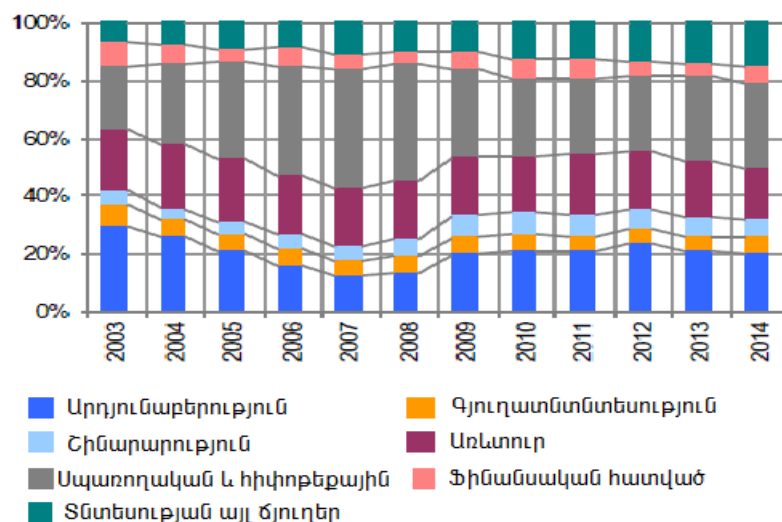
Գծապատկեր 2.3.6-ից նկատելի է վարկային ներդրումների դրական տեղաշարժեր. մեկ և ավել տարի ներդրումները գերազանցում են ընդհանուրի 80 տոկոսը: Իհարկե, եթե նշված հանգամանքը դիտարկենք վարկառուների եկամուտների նվազման համատեքստում, որով պայմանավորվում է դրանց վարկունակության մակարդակը, ապա ակնհայտ է դառնում բանկային համակարգի վարկային պորտֆելում «չաշխատող վարկերի» տեսակարար կշռի աճի պատճառները (տե՛ս գծապատկեր 2.3.7): Ըստ վարկային ներդրումների ռիսկայնության՝ չաշխատող վարկերը և դեբիտորական պարտքերը հաշվետու տարում ավելացել են 86.2%-ով և կազմել 151.5 մլրդ դրամ, իսկ ստանդարտ վարկերը և դեբիտորական պարտքերը ավելացել են 20.3%-ով և կազմել 2 տրլն 204.9 մլրդ դրամ: Արդյունքում՝ չաշխատող վարկերի և դեբիտորական պարտքերի (իսկվող, ոչ ստանդարտ, կասկածելի վարկային ռիսկի դասի վարկեր) տեսակարար կշիռը ընդհանուր վարկերում և դեբիտորական պարտքերում տարվա ընթացքում ավելացել է 2.2 տոկոսային կետով և տարեվերջին կազմել 6.4%: Ըստ տնտեսության ճյուղերի՝ չաշխատող վարկերի տեսակարար կշռի զգալի աճ արձանագրվել է շինարարության, գյուղատնտեսության և առևտրի վարկերում՝ համապատասխանաբար 8.9, 3.0 և 2.8 տոկոսային կետով և կազմել 17.2%, 5.5% և 6.6% (տե՛ս գծապատկեր 2.3.8): Նախորդ տարվա համեմատ՝ զուտ չաշխատող վարկերի ու դեբիտորական պարտքերի և նորմատիվային ընդհանուր կապիտալի հարաբերակցության ցուցանիշը ավելացել է 10 տոկոսով և կազմել 19.3%:

Արդյունքում բանկային համակարգի ընդհանուր կապիտալի համարժեքության նորմատիվային ցուցանիշը կազմել է 14.5%, որը 2.5%-ով բարձր է նորմատիվայինից:



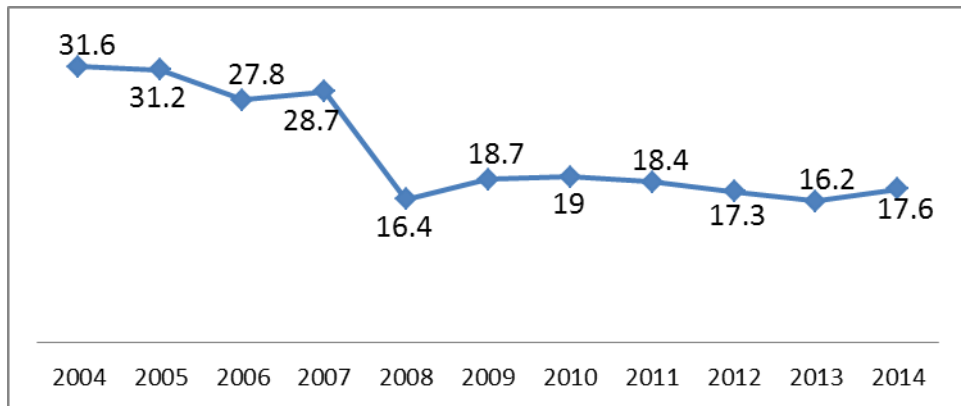
Գծապատկեր 2.3.7. Վարկերի և դեբիտորական պարտքերի կառուցվածքը ըստ ռիսկի դասերի

ՀՀ բանկերի վարկային պորտֆելում հիմնականում կենտրոնացված են ընդամենը երկու տիպի՝ հիփոթեքային և սպառողական վարկերի մեջ: Ընդ որում, պորտֆելում գերակշռում են սպառողական վարկերը, ինչը մեկ անգամ ևս վկայում է տնային տնտեսությունների եկամուտների բարձրացման կարևորությունը ՀՀ ֆինանսական համակարգի ռիսկերի կառավարման առումով: Դրանով պայմանավորված՝ դիտարկվող ժամանակահատվածում, նախորդ երկու տարիների համեմատ, ինչպես հիփոթեքային, այնպես էլ սպառողական վարկավորման ծավալներն արձանագրել են առավել դանդաղ աճի տեմպեր:



Գծապատկեր 2.3.8. Բանկային համակարգի վարկային ներդրումների կառուցվածքը ըստ տնտեսության ճյուղերի, մլն ՀՀ դրամ

Տնային տնտեսությունների եկամուտների մակարդակը ուղղակիորեն կախված է ՀՆԱ աճի տեմպերից. վերջինիս դանդաղումը բարձրացնում է երկրում գործազրկության մակարդակի աճը: Գործազրկության մակարդակի վերլուծությունը 2004-2014 թվականներին ցույց է տալիս, որ ողջ դիտարկվող ժամանահատվածում այն եղել և մնացել է հանրապետությունում որպես դժվար լուծելի հիմնահարց (տե՛ս գծապատկեր 2.3.9):



Գծապատկեր 2.3.9 . ՀՀ-ում գործազրկության մակարդակը 2004-2014 թվականներին ⁵²

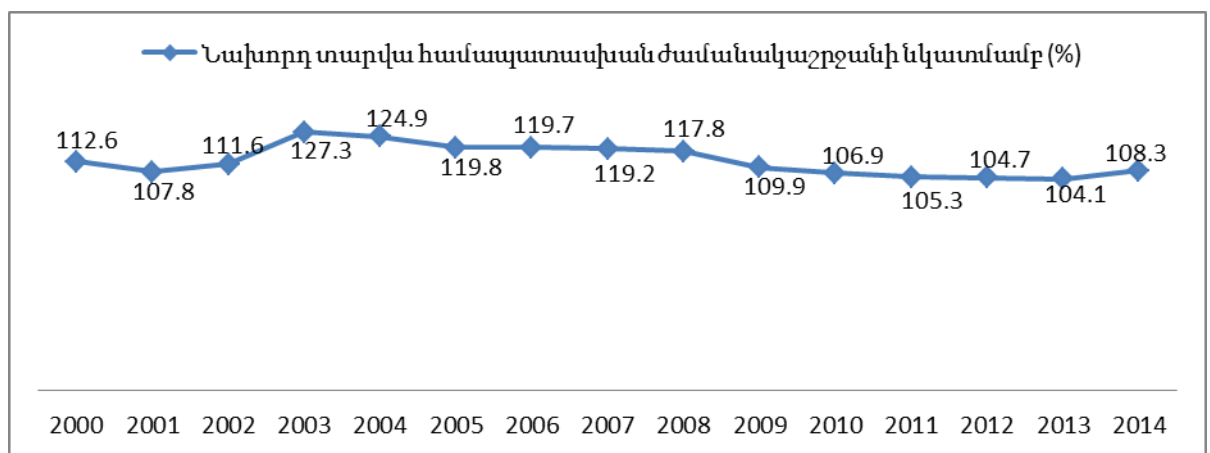
Գծապատկեր 2.3.9-ում ներկայացված 2007թվականի 28.7-ից անցումը 16.4 մակարդակին, բացատրվում է ՀՀ ԱՎԾ գործազուրկների մակարդակի հաշվարկման մեթոդաբանության փոփոխությամբ⁵³: Պետք է նկատել նաև, որ Հայաստանում, անկախ դրա հաշվարկման մեթոդաբանությունից, գործազրկության մակարդակը ողջ դիտարկվող ժամանակաշրջանում դեռևս նվազման միտումներ չի արձանագրում: Աշխատանքի շուկայում շարունակվում է մտահոգիչ մնալ հատկապես 1 տարուց ավելի աշխատանք փնտրող 31-50 տարեկան անձանց զբաղվածության հարցը: Քանի որ տարիքային այդ խմբի աշխատուժի երկարաժամկետ անգործ մնալու դեպքում կարող են հետագայում սահմանափակել համապատասխան աշխատանք գտնելու նրանց

⁵² <http://www.armstat.am/am/?id=08008&nid=126>

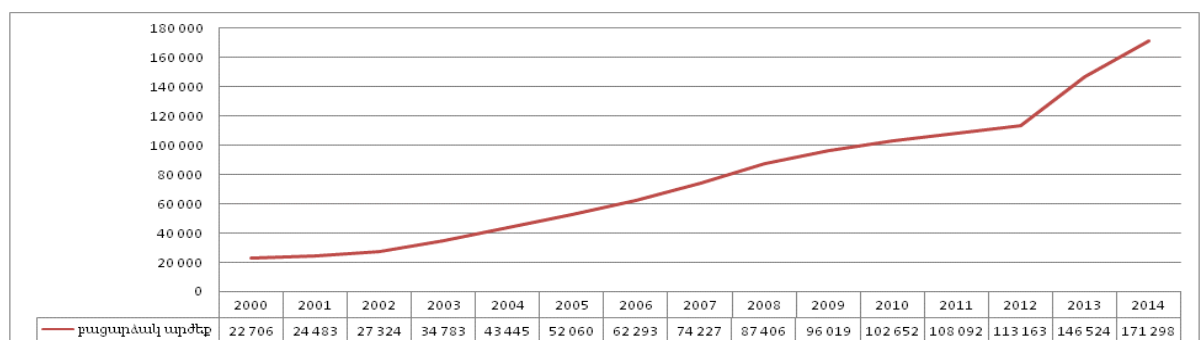
⁵³ 2008թ.-ից գործազուրկների թվաքանակը ՀՀ ԱՎԾ կողմից հաշվարկվում է Եվրամիության երկրների կողմից կիրառվող ԱՄԿ ստանդարտ սահմանման համաձայն: Վերջինս մասնակիորեն տարբերվում է 2001-2007թթ. կիրառված մեթոդաբանությունից, որի հիմքում ընկած էր ԱՄԿ առաջարկած գործազրկության ընդլայնված սահմանումը՝ անցումային փուլում գտնվող երկրներում կիրառելու համար (ըստ երկրի հայեցողության):

հնարավորությունները՝ կապված մասնագիտական հմտությունների կորստի հետ, ինչպես նաև մեծանում է այլ երկրներում ապահովության փնտրտուքների հավանականությունը: Դա է վկայում սպառողների ապագա պայմանների 2014 թ. ենթահինդեքսի նվազումը, որը ըստ ՀՀ ԿԲ հարցումների, 18-ից հասել է 49.9-ի: Վստահության ինդեքսի այսպիսի նվազումը հիմնականում բացատրվում է ֆինանսական վիճակի փոփոխության դրական սպասումների նվազմամբ:

Հանրապետությունում գերխնդիր են մնում ոչ միայն գործազրկության բարձր մակարդակը, այլ նաև անվանական աշխատավարձի ցածր չափերը, որոնց բաժին է ընկնում տնային տնտեսության մեկ շնչի հաշվով դրամական եկամուտների հիմնական մասը:



Գծապատկեր 2.3.10. 2000-2014թթ. ՀՀ անվանական աշխատավարձի դինամիկան, (%)

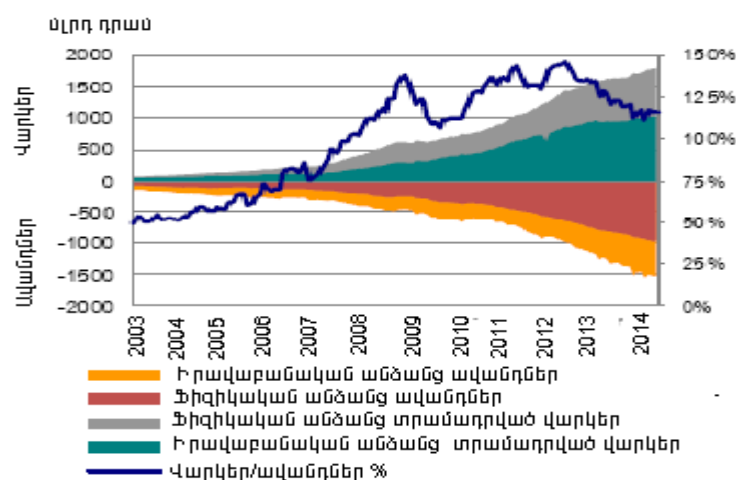


Գծապատկեր 2.3.11. ՀՀ անվանական աշխատավարձի դինամիկան 2000-2014թթ., բացարձակ արժեքով (ՀՀ դրամ)

Ինչպես տեսնում ենք ներկայացված 2.3.10 և 2.3.11 գծապատկերներից, 2000 թվականից մինչև 2014 թվականներն ընկած ժամանակաշրջանում միջին աշխատավարձը աճել է՝ 22706 ՀՀ դրամից հասնելով 171 296 դրամի: Սակայն եթե նույնիսկ ընդունենք, որ դիտարկվող ժամանակահատվածում գնաճը համապատասխանում է ՀՀ ԿԲ սահմանած գնաճի $h=4.5$ մակարդակին, ապա 2000-20014 թթ. գնաճը կկազմի $(h)t-1=(1.045)^{14}-1=0,852$ կամ 85,2%:

Ստացվում է, որ ներկայիս 171296 դրամ աշխատավարձի «բերված» արժեքը 2000 թվականի համեմատությամբ կազմում է 25 350 դրամ, իսկ աշխատավարձի իրական աճը 14 տարիների ընթացքում կազմել է ըմդամենը 2650 դրամ, հետևաբար նույնքան էլ պետք է բարելավվեր բնակչության կենսամակարդակը:

Սակայն, ինչպես տեսնում ենք 2.3.12 գծապատկերից, նշված ժամանակահատվածում արձանագրվել են և՛ ավանդների, և՛ վարկերի զգալի աճ՝ հասնելով շուրջ 1.5 տրիլիոն ՀՀ դրամի: Այսպիսի աճը արդյունք է արտերկրից ստացվող տրանսֆերտների մեծ ներհոսքերի, որոնք, սակայն, ներկայումս հայտնի պատճառներով արձանագրում են նվազման միտումներ, ինչի արդյունքում 2014 թվականի վարկեր/ավանդներ հարաբերակցությունը գրեթե մոտենում է 2008-2009 թվականի մակարդակին:



Գծապատկեր 2.3.12. Բանկային համակարգի վարկերի և ֆինանսավորման ավանդային աղբյուրների կառուցվածքը

Հարկ է նշել՝ բանկային ակտիվների և պասիվների վերն արձանագրված կառուցվածքում տեղ գտնող զարգացումները դրական է գնահատվում վարկային

ռիսկի զսպման տեսանկյունից բանկային կայունության ապահովման համատեքստում, բայց խիստ բացասական է գնահատվում գործարար ակտիվության նվազման և տնտեսական աճի վրա բացասական ազդեցության առումով:

Կենտրոնական բանկը, հաշվի առնելով այս հանգամանքը, տարվա ընթացքում կիրառեց դրամավարկային պայմանների թուլացմանն ուղղված մի շարք միջոցառումներ. 2014 թվականի առաջին կիսամյակից սկսած՝ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը 8-ից աստիճանաբար իջեցրեց 6.5.0%-ի, միաժամանակ պարտադիր պահուստավորման նորման կրճատեց 2 տոկոսով՝ 4-ից դարձնելով 2%: Նշված միջոցառումների շնորհիվ ՀՀ ֆինանսական շուկայում նվազեցին ԿԲ հիմնական գործիքի տոկոսադրույքը և ռեպո կարճաժամկետ տոկոսադրույքները՝ որոշակիորեն աշխուժացնելով գործարար ակտիվությունը վարկային շուկայում: Սակայն 2014 թվականի դեկտեմբերին ատարժույթի փոխարժեքի կտրուկ բարձրացումը ստիպեց կենտրոնական բանկին կիրառել կարգավորման խիստ գործիքներ: Արդյունքում բարձրացվեց վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը 10.5%-ով, լոմբարդային ռեպոն՝ 12%-ով, պարտադիր պահուստավորման նորմատիվային տոկոսադրույքը՝ 9%-ով:

Այսպիսով, ֆինանսական կայունությանը սպառնացող ռիսկերի զսպման նպատակով ՀՀ ֆինանսական համակարգը նվազեցնում է իր միջնորդական գործունեությունը տնտեսության իրական հատվածում՝ մեծացնելով տնտեսական ռիսկերի մակարդակը: Բացի վերը նշված մակրոտնտեսական իրավիճակից ածանցվող ռիսկերից՝ ՀՀ ֆինանսական համակարգում ներկայումս տեղ են գտնում նաև որոշակի գործառնական ռիսկեր ևս՝ հատկապես բանկային համակարգում: Ընդհանրապես, բոլոր շուկաներում և հատկապես բանկային համակարգում առանձնահատուկ ուշադրության է արժանի շուկայի կենտրոնացվածության մակարդակը, որը գնահատվում է Հերֆինդալ-Հիրշմանի գործակցով (HHI): Սրանով գնահատվում է կազմակերպությունների դիրքը շուկայում, այլ ձևակերպմամբ՝ դա բիզնեսի կենտրոնացվածությունն է ըստ շուկայում զբաղեցրած ծավալների: ՀՀ բանկային համակարգի Հերֆինդալ-Հիրշմանի կենտրոնացվածության գործակիցը տատանվում է 0.06-ից 0.1-ի միջակայքում, ինչը թույլ է տալիս եզրակացնելու շուկայի միջին կենտրոնացվածության մակարդակի մասին:

Այս համաձայնագրում հարկ է նկատել, որ ՀՀ-ում 2013 թվականին աճել է խոշոր և մանր բանկերի միջև ակտիվների մասնաբաժինների բևեռացվածությունը: Տարեվերջին խոշորագույն 10 բանկերին բաժին է ընկել համակարգի ակտիվների 75%-ը, որի 39%-ը՝ ընդամենը 4 բանկերի: Ինչը հիմք է տալիս արձանագրել, որ բանկային համակարգում առկա է ազատ մրցակցային միջավայրի նվազման միտումներ (տե՛ս հավելված 7):

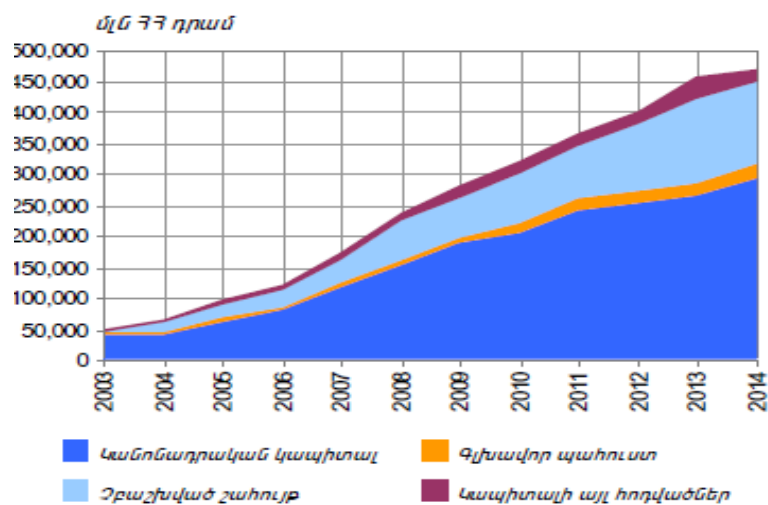
Այնուհանդերձ, եթե հաշվի առնենք նաև ՀՀ բանկային համակարգի կառուցվածքը ըստ սփականատերերի, ապա ակնհայտ է ՀՀ բանկային համակարգում առկա կենտրոնացվածության բարձր մակարդակը:

Այսպես, 2014 թվականին ՀՀ տարածքում գործող 22 բանկերից միայն 4-ն է բաց բաժնետիրական բանկ, 17-ը փակ բաժնետիրական ընկերություններ են, 1-ը՝ սահմանափակ պատասխանատվությամբ: Ըստ որում, համակարգի մասնակիցները ընդամենը 1646 ֆիզիկական և իրավաբանական անձիք են, դրանցից 84-ը՝ ոչ ռզիդենտ: Բացառելով 4 բաժնետիրական ընկերության բանկերի բաժնետերերին՝ մնացած 18 բանկերի բաժնետերերը ընդամենը 61 ֆիզիկական և իրավաբանական անձիք են, որոնցից 32-ը՝ ոչ ռեզիդենտ փայատերեր և բաժնետերեր: Ավելին, 9 բանկում բաժնեմասերի 100%-ը տնօրինում է մեկ անձ, որից 8-ը՝ ոչ ռեզիդենտ իրավաբանական և 1 ռեզիդենտ ֆիզիկական անձ, իսկ մնացած 13 բանկում 1 բաժնետեր տնօրինում է բաժնետոմսերի 50%-ից ավելին: Բանկային համակարգի այսպիսի կառուցվածքը մեծացնում է բանկի կայունության ռիսկերը բանկի մասնակիցներից: Դա է վկայում, օրինակ՝ 2014 թվականին միայն մեկ ոչ ռեզիդենտ մասնակցի տնտեսական գործունեության շահերի կենտրոնի փոփոխության հետևանքով բանկային համակարգի կանոնադրական կապիտալի 8.1 տոկոսով նվազումը: Ասվածը ևս մեկ անգամ հաստատում է ոչ միայն ՀՀ բանկային համակարգի բևեռվածության, այլ նաև բանկերի մասնակիցներից համակարգի բարձր ռիսկային կախվածության մասին:

Ավելի ռիսկային է բանկային համակարգի կանոնադրական կապիտալի կառուցվածքը ըստ աշխարհագրական կառուցվածքի: Դրանում ամենամեծ տեսակարար կշիռն ունեն՝ Ռուսաստանը - 16.6, Եվրամիություն-30.8, Շվեյցարիան -

15.2, ԱՄՆ-ը 4.2տոկոս, մնացած 33.2%-ը այլ երկրներն ու ռեզիդենտ անձիք են: Ասվածը վկայում է ՀՀ բանկային համակարգի, ոչ միայն ցածր ինտեգրման, այլ նաև նշված երկրների հետ ֆինանսական կախվածության կենտրոնացված ռիսկերի բարձր մակարդակի մասին: Դա հատկապես վերաբերում է Ռուսաստանի Դաշնությունից և Եվրամիությունից փոխանցվող անորոշ ռիսկերին և դրա շուրջ ծավալվող և նոր թափ ստացող աշխարհաքաղաքական բացասական զարգացումներին:

Բացի նշվածից, բանկային համակարգի կայունության համար կարևոր նշանակություն ունեն, ոչ միայն ընդհանուր կապիտալի չափը, այլև նրա կառուցվածքը, այսինքն՝ թե որ բաղադրիչն է դրանում դոմինանտը, և ինչպիսի աճի միտում ունի այն: Բանկային ինդուստրիայում ընդունված է, որ բանկի ընդհանուր կապիտալում դոմինանտ տեղը պետք է զբաղեցնի կանոնադրական կապիտալը, որը փաստորեն պաշտպանողական գործառույթներ ունի բանկի պարտավորությունների կատարման առումով:

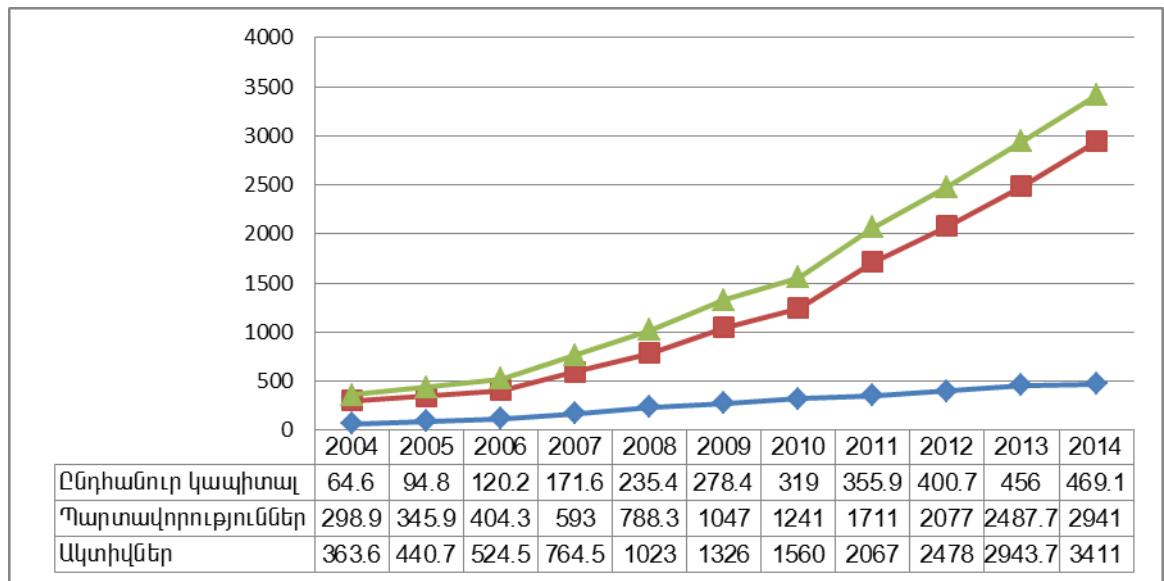


ՊՐԻՅԵՄՈՒՄ 2.3.13. ԾԾ՝ ԳՆԱՆԱԿԱՆ ԿԱՊԻՏԱԼԻ ԿԱՐԴԱՆԱԳՐԵԼՈՒ 2003-2014 թվականներին

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 2.3.13-ից, բանկային համակարգի ընդհանուր կապիտալի աճը դիտարկվող 2003-2014 թվականներին ընկած ժամանակաշրջանում հիմնականում պայմանավորված է չբաշխված շահույթի տեսակարար կշռի աճով: Ըստ որում, կանոնադրական կապիտալը նվազման միտում է արձանագրել: Սա չի կարելի

⁵⁴ Հայաստանի ֆինանսական համակարգը, Զարգացումը, Կարգավորումը, Վերահսկողությունը, ՀՀ ԿԲ 2014

զարգացման դրական կայուն աճ ընդունել, քանի որ չբաշխված շահույթը ենթակա է վերադարձման, իսկ դա մեծացնում է ընդհանուր կապիտալի կառուցվածքային ռիսկերը:



Գծապատկեր 2.3.14. ՀՀ Բանկային համակարգի զարգացման դինամիկան 2004-2014թ.թ.-ը մլրդ ՀՀ դրամով

Ուսումնասիրելով ՀՀ բանկային համակարգի կապիտալի կառուցվածքը դիտարկվող ժամանակաշրջանում՝ կարելի է փաստել, որ բանկային համակարգի ընդհանուր կապիտալը աճել է շուրջ 7 անգամ կամ 700 տոկոսով, սակայն կանոնադրական կապիտալի աճը այդ նույն ժամանակաշրջանում ընդհանուր կապիտալի կառուցվածքում 80 տոկոսից նվազել է՝ հասնելով 66-ի: Ընդհանուր կապիտալի այսպիսի աճը պայմանավորված է սեփական կապիտալի այլ հոդվածների աճով՝ հիմնականում չբաշխված շահույթի հաշվին: Արձանագրված զարգացումները զուգակցվելով վերջին տարիներին տեղ գտած անբարենպաստ մակրոտնտեսական ցուցանիշների հետ՝ նկատում ենք, որ 2014 թվականի վերջին որոշ բանկերում տեղի է ունեցել կապիտալի համարժեքության նորմատիվի խախտում: Ելնելով դրանից՝ ՀՀ ԿԲ-ն որոշում ընդունեց 2017 թվականից բարձրացնել բանկերի ընդհանուր կապիտալի նվազագույն նորմատիվային պահանջը՝ գործող 5 մլրդ դրամից դարձնելով 30 մլրդ դրամ:

Բանկային համակարգի կայունությունը բարձրացրող այդպիսի միջոցառումները, երկրի ֆինանսական միջոցների կենտրոնացումը բանկերում և այդ միջոցների

արհեստական թանկացումը բնականաբար լուրջ հակասություններ են ստեղծում տնտեսական կայունության առումով:

Միջազգային պրակտիկայում ֆինանսական համակարգի կայունության գնահատման գործում էական նշանակություն է տրվում անշարժ գույքի շուկայի զարգացման միտումներին: Դա պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ այն միաժամանակ և կապիտալ ներդրումների շուկա է, և վարկային ռիսկի հեջավորման գործիք՝ հանդես գալով որպես գրավի առարկա: Ասվածով է պայմանավորված գործոնների այն բազմազանությունը, որոնք իրենց ուղղակի կամ անուղղակի ազդեցություն են ունենում անշարժ գույքի շուկայի զարգացման վրա: Երկրի անշարժ գույքի շուկայի զարգացման մակարդակը գնահատվում է բազմաբնույթ գործոնների փոխպայմանավորվածությամբ և պատճառահետևանքային կապերի ամբողջությամբ, որը ստացել է «Ձկան ոսկոր» անվանումը (տե՛ս հավելված 8): Խմբավորելով հավելված 8-ում ներկայացված գործոնները ըստ տնտեսական բնութագրիչների՝ կարելի է ասել, որ անշարժ գույքի շուկայի վրա ազդում են տարածաշրջանի ինչպես մակրո, այնպես էլ միկրո միջավայրերը, որոնք, ըստ էության, այսօր ակնհայտորեն հանրապետությունում չեն նպաստում անշարժ գույքի շուկայի զարգացմանը, ինչն էլ իր ուղղակի ազդեցությունն է թողնում անշարժ գույքի շուկայի աճի տեմպերի վրա: Ներկայումս անշարժ գույքի շուկայի ակտիվության աճի տեմպի դանդաղման հիմնական պատճառը ցածր վճարունակ պահանջարկն է՝ պայմանավորված բնակչության եկամուտների աճի և անշարժ գույքի գների համեմատ անհամատեղելի մակարդակով: Արդյունքում, 2014 թ. առաջին կիսամյակում շահագործման հանձնված բնակելի շենքերի ընդհանուր ծավալները նախորդ տարվա համեմատ նվազել են 10.7%-ով : Այդուհանդերձ, կախված բնակչության բնակարանային պահանջարկի աճով, զուտ բնակչության միջոցների հաշվին գործարկման ծավալները վերջին տարիներին գրանցում են աճի միտումներ, 2014-ին շահագործման հանձնված բնակելի շենքերի ընդհանուր ծավալում դրանց մասնաբաժինը կազմել է 88.6%: Պատկերացնելու համար անշարժ գույքի շուկայի զարգացումները 2014 թվականին բավական է հետևել դրա ֆինանսավորման աղբյուրների կառուցվածքին (տե՛ս աղյուսակ 2.3.1): Փաստորեն շինանարարության ոլորտը գրեթե ամբողջովին անցել է տնային տնտեսությունների եկամուտների հաշվին

ֆինանսավորվող ճյուղի, իսկ պետության մասնաբաժինը տնտեսության համար այդ չափազանց կարևոր ոլորտում զրոյացել է, ինչն ուղեկցվել է նաև կազմակերպությունների կողմից միջոցների ներդրման ծավալների կիսով չափ կրճատմամբ:

Աղյուսակ 2.3.1. Բանակելի շենքերի գործարկման ծավալները ըստ ֆինանսավորման աղբյուրների⁵⁵

<i>Ֆինանսավորման աղբյուրներ</i>	<i>2014 թ. I կիս. գործարկված բնակելի շենքեր (բառ. մ)</i>	<i>Տեսակարար կշիռն ընդհանուրի մեջ</i>	<i>Տոկոսային փոփոխությունը 2013 թ. համեմատությամբ</i>
Ընդամենը, այդ թվում՝	59782	100%	-10.7%
պետական բյուջե	0	0	0
կազմակերպությունների միջոցներ	6802	11.4%	-53.5%
բնակչության միջոցներ	52980	88.6%	1.3%

Ելնելով ասվածից՝ անշարժ գույքի ներկայիս զարգացումները բնականաբար չեն կարող որևէ դրական ազդեցություն ունենալ երկրի ֆինանսական կայունության ցուցանիշի վրա :

Ամփոփելով ՀՀ ֆինանսական կայունությունը բնութագրող հիմնական գործոնները՝ համախառն ներքին արդյունք, արտաքին պետական պարտք, ատահանում և ներկրում, տրանսֆերտներ և դրանից ֆինանսական համակարգին փոխանցվող ռիսկերի համախումբը՝ անհրաժեշտություն է առաջանում գնահատել այդ գործոնների ազդեցության կշիռները ֆինանսական կայունության վրա և մշակել դրանց բարելավման ուղիները:

⁵⁵ Աղբյուրը ՀՀ ԱՎԾ պաշտոնական հրապարակում 2014, առաջին եռամսյակ

ԳԼՈՒԽ 3. ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅԱՆ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԿԱՅՈՒՆՈՒԹՅԱՆ ԲԱՐՁՐԱՑՄԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ

3.1 ՀՀ մակրոտնտեսական ցուցանիշները և ֆինանսական կայունությունը

Վերջին տարիների ֆինանսական ճգնաժամերի առաջացման պատճառների և հետևանքների դեռևս ոչ լիարժեք բացահայտումները գրեթե բոլոր երկրներում ուշադրությունը կենտրոնացրին ֆինանսական կայունության ինտեգրալ գործակցի գնահատման անհրաժեշտության՝ որպես մեկ ամփոփ ցուցանիշի վրա, որը հնարավորություն է ստեղծում մակրոտնտեսական ցուցանիշների ընթացիկ փոփոխությունների ազդեցությունից օպերատիվ տեղեկություն ստանալ երկրի ֆինանսական կայունության վերաբերյալ: Ինչպես ցույց տվեցին կատարված վերլուծությունների արդյունքները, ԱՄՀ կողմից դեռևս 2003 թվականին երկրների տնտեսությունների կայունության մոնիտորինգի իրականացման նպատակով մշակված ֆինանսական կայունությունը բնութագրող 39 ցուցանիշների համախումբը թույլ չտվեց կանխատեսել 2008-2009 թվականների ֆինանսական անկայունությունը պայմանավորող գործոնների առկայությունը: Շատ երկրների կենտրոնական բանկերի գնահատմամբ՝ ԱՄՀ-ի կողմից առաջարկված մի քանի տասնյակի հասնող տարբեր ուղղվածության մեկ և մի քանի ցուցանիշների միաժամանակյա փոփոխությունները դժվարացնում են, երբեմն նույնիսկ անհնարին են դարձնում դրանց ազդեցության մակարդակի գնահատումը երկրի կայունության վրա, ինչպես նաև չեն տալիս կայունության փոփոխությունների վերաբերյալ օպերատիվ տեղեկություններ երկրի կայունության մասին իրական պատկերացում կազմելու համար:

Այս հիմնահարցի լուծման նպատակով մի շարք երկրների կենտրոնական բանկեր, արդեն իսկ 2008 թվականից մշակեցին ֆինանսական կայունության ինտեգրալ գործակցի (ՖԿԻԳ) հաշվարկման մոտեցումներ՝ կիրառելով տարբեր մեթոդներ և գնահատման մեխանիզմներ: Այդպիսի երկրներից էին Չեխիան, Թուրքիան, Կոլումբիան և այլոք, իսկ սկսած 2010 թվականից՝ համաշխարհային տնտեսության կայունության բնութագրման ժամանակ նման մոտեցում որդեգրեց նաև ԱՄՀ-ն: Օրինակ՝ Չեխիայում ֆինանսական կայունության ինտեգրալ գործակցի

որոշման համար կիրառվում է երկու մոտեցում⁵⁶: Առաջին ԱՄՀ-ի կողմից ըստ կայունության դասակարգվող ցուցանիշների հիման վրա որոշվում է պետության տեղը տարբեր երկրների շարքում: Երկրորդ մոտեցմամբ գնահատվում է կայանության ագրեգացված գործակիցը՝ դրա համար կիրառելով ցուցանիշների միջին կշռված հանրագումարի մեթոդը⁵⁷:

Թուրքիայում կայունության ագրեգացված գործակիցը որոշվում է երկու փուլով⁵⁸: Առաջին փուլում կառուցվում է 6 ենթագործակիցներ՝ հետևյալ ցուցանիշների դիտարկմամբ՝ ակտիվների որակ, իրացվելիություն, փոխարժեքի տատանումների ռիսկ, տոկոսային ռիսկ, եկամտաբերություն և կապիտալի համարժեքություն: Ենթագործակիցները հաշվարկվում են դիտարկվող ցուցանիշների միջին կշռված հանրագումարով: Երկրորդ փուլում հաշվարկված ենթագործակիցների միավորվում են մեկ ագրեգացված գործակցում՝ դարձյալ կիրառելով միջին կշռված հանրագումարի մեթոդը:

ԱՄՀ կողմից 2007 թվականից հրապարակվող համաշխարհային տնտեսության կայունության մասին հաշվետվություններում ֆինանսական կայունությունը ներկայացվում է քարտեզի միջոցով, որը մանր ցանցաթաղանթով պատված, վեց մասերի տրոհված բազմանկյուն է: 2013-2014 թվականի համաշխարհային կայունության քարտեզը ներկայացված է գծապատկեր 3.1.1-ում, որտեղ դիտարկվում են, հետևյալ 6 ցուցանիշները, որոնցից չորսը նկարագրում են ռիսկերը, իսկ մյուս երկուսը՝ պայմանները, որոնք ներառում են՝ վարկային, իրացվելիության, մակրոտնտեսական, շուկայում ծագող այլ ռիսկերը: Պայմանները նկարագրում են՝ դրամավարկային և ֆինանսական, ինչպես նաև «ռիսկերի ախորժակը» կամ ռիսկերի կլանման մակարդակը շուկայում:

2010 թվականին Դեթթելսի և մի խումբ այլ մասնագետների կողմից փորձ արվեց նշված գործակիցների միջոցով որոշել համաշխարհային ֆինանսական կայունության

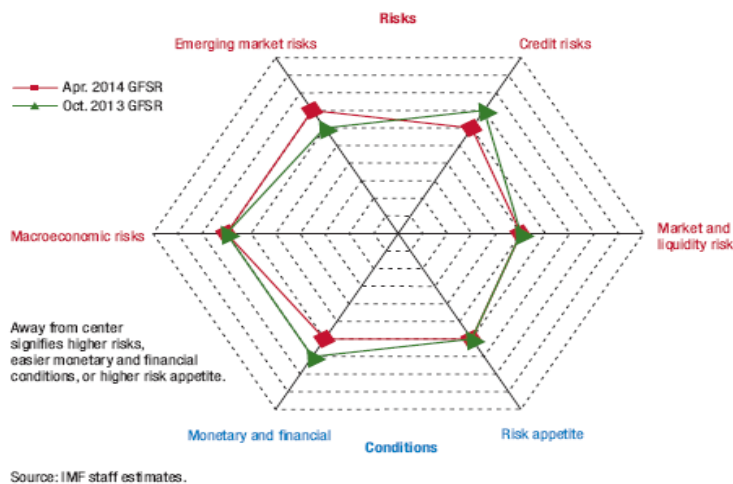
⁵⁶ Geršl A., Hermánek J. Indicators of Financial System Stability: Towards an Aggregate Financial Stability Indicator? // *Prague Economic Papers*. — 2008. — Vol. 3. pp. 127–142.

⁵⁷ Ագրեգացիա նշանակում է ավելի շատ փոխկապակցված ցուցանիշների դիտարկումով ստանալ մեկ կամ մի քանի համակարգված ցուցանիշների արժեքը:

⁵⁸ Central Bank of the Republic of Turkey. Financial Stability Report.-November 2009.-p.74 www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/finist/sectionIII-9.pdf

ինտեգրալ գործակիցը⁵⁹: Սակայն, ըստ նրանց հետազոտությունների, ԱՄՀ կողմից հրապարակվող համաշխարհային ֆինանսական կայունությունը բնութագրող ցուցանիշները ամփոփել մեկ միասնական ինտեգրալ գործակցում անհնարին է, քանի որ այնտեղ ներկայացված յուրաքանչյուր գործակցի փոփոխություն, կարիք ունի փորձագետների մասնագիտական հատուկ մեկնաբանությունների՝ տարբեր մոտեցումներով և մեթոդներով հաշվարկված ցուցանիշների համախումբ լինելու պատճառով:

Figure 1.1. Global Financial Stability Map



Գծապատկեր 3.1.1. ԱՄՀ համաշխարհային ֆինանսական կայունության 2013-2014 թվականների ռիսկերի քարտեզ

Ընդ որում, ըստ քարտեզի կառուցման մեթոդաբանության, որքան ցուցանիշի բալային արժեքի դիրքը հեռանում է կենտրոնից, այդքան մեծանում է դրա ռիսկի աստիճանը: Ինչպես տեսնում ենք ներկայացված քարտեզից, 2014 թվականին 2013-ի համեմատությամբ գրեթե բոլոր դիտարկվող ռիսկերը մնացել են անփոփոխ՝ բացառությամբ շուկայում հավանական անբարենպաստ ռիսկերի առաջացման ցուցանիշի, իսկ դրան հակառակ՝ վարկային և ֆինանսական շուկաների ռիսկերը նվազման միտումներ են արձանագրել ի շնորհիվ կարգավորման և վերահսկողության պահանջների խստացման:

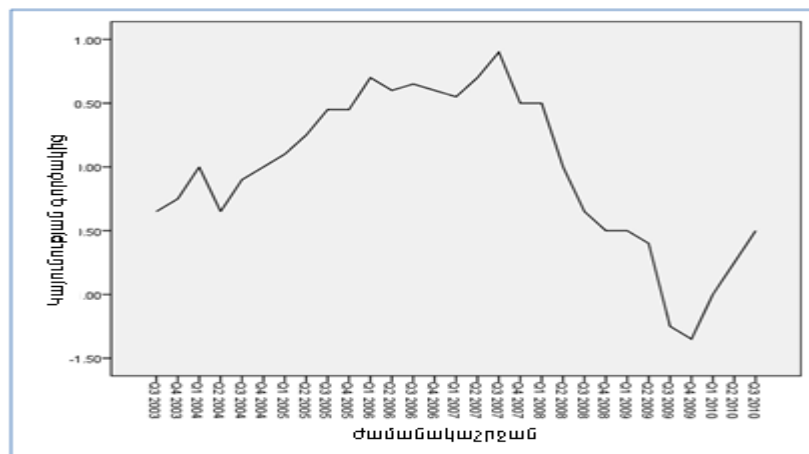
⁵⁹ Dattels P., McCaughrin R., Miyajima K., Puig J. Can You Map Global Financial Stability? IMF WP/10/145. www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10/145.pdf

Կոլումբիայում, կայունության ագրեգացված գործակիցը որոշվում է ինչպես ֆինանսական համակարգի, այնպես էլ առանձին ֆինանսական ինստիտուտների համար՝ այդ նպատակով կիրառելով ինչպես ցուցանիշների միջին կշռված գումարի, այնպես էլ ըստ հիմնական բաղադրատարրերի և Պուասոնի ռեգրեսսիայի մեթոդները: Ընդ որում տարբեր մեթոդների ընտրությունը պայմանավորված է ոչ թե ցուցանիշների տարբերությամբ, այլ ֆինանսական ինստիտուտների գործնական առանձնահատկություններով:

Հատկապես ուշագրավ է Մակաոյի բանկային համակարգի ֆինանսական կայունության ագրեգացված գործակցի գնահատման փորձը: Հարկ է նշել, որ Մակաոն հատուկ կարգավիճակ ստացած Հարավային Չինաստանի ավտոնոմ շրջան է, օժտված ֆինանսական և քաղաքական լայն իրավունքներով, միայն պաշտպանության հարցերն են վստահված Չինաստանին: Մակաոն 29 քառ. կմ, գրեթե ռեսուրսազուրկ տարածք է, 514 հազ բնակչությամբ, սակայն մեկ շնչին ընկնող ՀՆԱ-ն այստեղ 39 հազար դոլար է՝ ներառյալ ծերերն ու երեխաները, իսկ գործազրկությունը 2005 թվականից մինչև հիմա չի գերազանցում 4 տոկոսը: Քանի որ այստեղ ֆինանսական համակարգում, ինչպես և մեր երկրում, դոմինանտ տեղը պատկանում է բանկային համակարգին, ուստի ֆինանսական կայունության գործակիցը որոշվում է բանկային համակարգի համար: Սակայն, ի տարբերություն Հայաստանի, ֆինանսական կայունությունը գնահատվում է 19 ցուցանիշներով, որոնք բաժանվում են երեք խմբերի. առաջին՝ «ֆինանսական կայունության» խումբը, մասնակիորեն կրկնում է ԱՄՀ-ի սահմանած ցուցանիշները: Երկրորդ՝ «ֆինանսական խոցելիության մակարդակ», որն ընդգրկում է մակրոտնտեսական ցուցանիշները, իսկ երրորդ խումբը՝ ներառում է տարածաշրջանի տնտեսական միջավայրը բնութագրող ցուցանիշները: Ընդ որում, մինչև կայունության ինտեգրալ գործակցի որոշումը բոլոր ցուցանիշները նորմավորվում են, և յուրաքանչյուր խմբի համար հաշվարկվում են ենթաինդեքսներ, ելնելով փորձագետների կողմից սահմանված ցուցանիշների միջին կշռված գումարներից, որոնցով էլ գնահատվում է ագրեգացված կայունության գործակիցը⁶⁰:

⁶⁰ Cheang N., Choy I. Aggregate Financial Stability Index for an Early Warning System. 2011, pp. 27-51 http://www.amcm.gov.mo/publication/quarterly/Oct2011/AFSI_en.pdf

Հայաստանի Հանրապետությունում ֆինանսական կայունությունը գնահատվում է զուտ բանկային համակարգի կայունությունը բնութագրող 6 ցուցանիշների համախմբով: Սակայն թե ՀՀ կենտրոնական բանկը ինտեգրալ ֆինանսական կայունության գործակցի ինչպիսի՞ մոտեցում է կիրառում և արդյո՞ք կիրառում է, որևէ տեղեկություն համենայն դեպս չի հրապարակվում: Սակայն, այդուհանդերձ, ոլորտի մասնագետների հետ զրույցներից պարզ դարձավ, որ ՀՀ կենտրոնական բանկն էլ ներկայումս գնահատում է այդ ցուցանիշը, որը սակայն չի հրապարակում: Այդուհանդերձ մեզ հաջողվեց գտնել ՀՀ բանկային համակարգի կայունության ինդեքսը ՀՀ Կենտրոնական բանկի ներածական դասընթացներում ներկայացված ճանաչողական նյութերից: Որտեղ, ֆինանսական կայունություն բաժնում, ներկայացված է ՀՀ բանկային համակարգի կայունության ինդեքսը 2003-2010 թվականների համար (տե՛ս գծապատկեր 3.1.2):



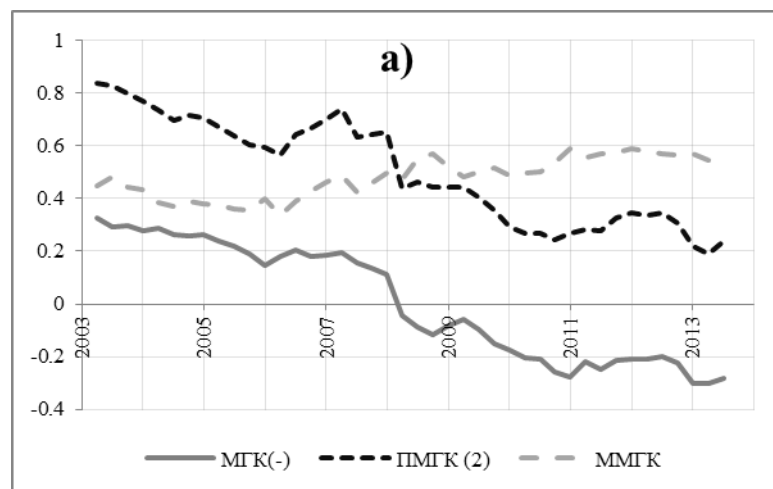
Գծապատկեր 3.1.2. ՀՀ ֆինանսական կայունության գործակիցը 2003-2010թթ., ըստ եռամսյակների⁶¹

Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 3.1.2-ից, ՀՀ ֆինանսական կայունությունը դրական ցուցանիշ արձանագրել է 2005-2007 թվականներին, երբ հանրապետությունում արձանագրվել է երկնիշ տնտեսական աճ: Այն տնտեսական անկմանը զուգընթաց էականորեն վատացել է՝ 2008-ից սկսած՝ աստիճանաբար գրանցելով նվազման միտումներ, հասել է -1.5 մակարդակի:

Համեմատության համար ներկայացնենք Իսրայելի Հանրապետության կայունության ցուցանիշի դինամիկան նույն ժամանակաշրջանի համար, որոնք

⁶¹ ՀՀ ԿԲ ներածական դասընթացների ճանաչողական նյութեր, «Ֆինանսական կայունություն»

հրապարակվում են յուրաքանչյուր եռամսյակի համար տարեկան երկու անգամ հրատարակվող ֆինանսական կայունության հաշվետվություններում: Ինչպես տեսնում ենք գծապատկեր 3.1.3-ից, Իսրայելի Հանրապետության ֆինանսական կայունության ցուցանիշները, նույնպես հիմնական բաղադրատարրերի մեթոդով հաշվարկելու դեպքում, 2008 թվականից հետո գրանցել են նվազման միտումներ, 2010-ին այն գրեթե նույն մակարդակում է եղել, ինչ որ Հայաստանի Հանրապետության կայունության ցուցանիշը՝ -1.5-ից -2-ի միջակայքում: Ներկայումս ինչպես մեզ մոտ, այնպես էլ Իսրայելի Հանրապետությունում կայունության գործակիցը դեռ դրական միտումներ չի արձանագրում:



Գծապատկեր 3.1.3. Իսրայելի Հանրապետության ֆինանսական կայունության գործակիցը 2003-2013թթ.⁶²

Օգտվելով ՀՀ ֆինանսական կայունության ցուցանիշներից, կիրառելով հիմնական բաղադրատարրերի մեթոդը՝ պարզելու համար ՀՀ մակրոտնտեսական ցուցանիշների և կայունության կապը, ինչպես նաև բացահայտելու այդ ցուցանիշների ազդեցության մակարդակը երկրի ֆինանսական կայունության վրա՝ կատարենք համապատասխան վերլուծություններ: Որպես այդպիսի հիմնական բաղադրատարրեր դիտարկենք այնպիսի մակրոտնտեսական ցուցանիշներ, ինչպիսիք են արտահանումը, ներկրումը, արտաքին պետական պարտքը, ՀՆԱ-ն, և քանի որ ՀՀ դրամական հոսքերում մեծ կշիռ ունեն դրամական փոխանցումները, ապա ներառենք նաև այդ

⁶² Arzamasov V., Penikas H., Integral Financial Stability Index Modeling in the Absence of 'Learning': the Case of Israel, 2014

ցուցանիշը (տե՛ս հավելված 14): Ընդ որում հիմնական բաղադրարարների ընտրությունը կատարվել է վերլուծական էկոնոմետրիկ «SPSS-10» ծրագրի միջոցով: Այսպես, երբ առանձին-առանձին էինք դիտարկում այս ցուցանիշների կապը կայունության համապատասխան ժամանակշրջանի ցուցանիշի հետ, կապը շատ թույլ էր, դետերմինացիայի գործակիցը չէր անցնում 0.6-ը, իսկ կորրելյացիայի գործակիցը 0.7-ը, ինչը վկայում է կայունության և գործոնների համախմբի միաժամանակյա դիտարկման անհրաժեշտության մասին:

Ըստ այդմ, երբ դիտարկում ենք նշված 5 գործոնների մատրիցային համախումբը կայունության համապատասխան ժամանակշրջանի ցուցանիշի հետ, ապա կորրելյացիայի գործակիցը ստացվում է $R=0.91$, դետերմինացիայի գործակիցը՝ $R \text{ Square} = 0.83$, ինչը վկայում է դիտարկվող ցուցանիշների և կայունության բարձր աստիճանի կապի առկայության մասին (տե՛ս նկար 1):

<i>Regression Statistics</i>				
Multiple R		0,912465322		
R Square		0,832592963		
Adjusted R Square		0,78853848		
Standard Error		0,302744895		
Observations		25		

<i>ANOVA</i>				
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>
Regression	5	8,660965043	1,732193009	18,89916533
Residual	19	1,741434957	0,091654471	
Total	24	10,4024		

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>
Intercept	-0,407249711	0,460070637	-0,88518953	0,38712009
Exports , mIn US dollars	0,009475028	0,001886738	5,021909042	7,57058E-05
Imports, mIn US dollars	-0,00135077	0,000537974	-2,510847091	0,021248593
External Public Debt	-0,000291463	0,000150686	-1,93423413	0,068118653
hna mIn dolar	-8,75228E-05	0,000177375	-0,493432527	0,627362111
TRANSFERT	-0,000627847	0,000445366	-1,409731858	0,17477829

Նկար 1. Գործոնների համախմբի կապը ֆինանսական կայունության հետ

Հարկ է նշել, որ երբ այս համախմբից հանում ենք տրանսֆերտները և դիտարկում ենք կապը միայն ՀՀ մակրոտնտեսական կայունությունը պայմանավորող գործոնների հետ, ապա այն թեթևակի թուլանում է. կորրելյացիայի գործակիցը ստացվում է $R=0.88$, իսկ դետերմինացիայի գործակիցը՝ $R \text{ Square} = 0.77$, ինչը դարձյալ վկայում է դիտարկվող գործոնների և կայունության մեծ կախվածության մասին, (տե՛ս նկար 2):

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,87902753
R Square	0,772689399
Adjusted R Square	0,734804299
Standard Error	0,318076741
Observations	29

<i>ANOVA</i>				
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>
Regression	4	8,253921447	2,063480362	20,3956013
Residual	24	2,428147518	0,101172813	
Total	28	10,68206897		

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>
Intercept	-1,021032595	0,401309402	-2,544252863	0,017804214
Exports , mln US dollars	0,010208442	0,001895194	5,386490293	1,5671E-05
Imports, mln US dollars	-0,001214256	0,000551679	-2,201016421	0,037596135
External Public Debt	-0,000198552	0,000153056	-1,297246933	0,206878505
hna mln dolar	-0,000132693	0,000178327	-0,744099264	0,464040056

Միջ 2. Գործոնների համախմբի կապը ֆինանսական կայունության հետ առնց տրանսֆերտների

Իսկ եթե դիտարկում ենք կայունության կապը միայն արտահանումից և ներկրումից, ապա դարձյալ ստանում ենք զգալի կախվածություն՝ $R=0.88$, $R\text{ Square}=0.77$: Դա վկայում է այն մասին, որ դիտարկվող գործոններից կայունության հետ առավել կախված են արտահանման և ներկրման ցուցանիշները, (տե՛ս նկար 3):

<i>Regression Statistics</i>	
Multiple R	0,884966887
R Square	0,78316639
Adjusted R Square	0,763454244
Standard Error	0,320198088
Observations	25

<i>ANOVA</i>				
	<i>df</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>
Regression	2	8,14681006	4,07340503	39,73014291
Residual	22	2,25558994	0,102526815	
Total	24	10,4024		

	<i>Coefficients</i>	<i>Standard Error</i>	<i>t Stat</i>	<i>P-value</i>
Intercept	-1,000577314	0,2916457	-3,430797421	0,002388954
Exports , mln US dollars	0,010170182	0,001376398	7,388981167	2,15081E-07
Imports, mln US dollars	-0,001977573	0,000252457	-7,833305883	8,35845E-08

Միջ 3. Արտահանման և ներկրման կապը ֆինանսական կայունության հետ

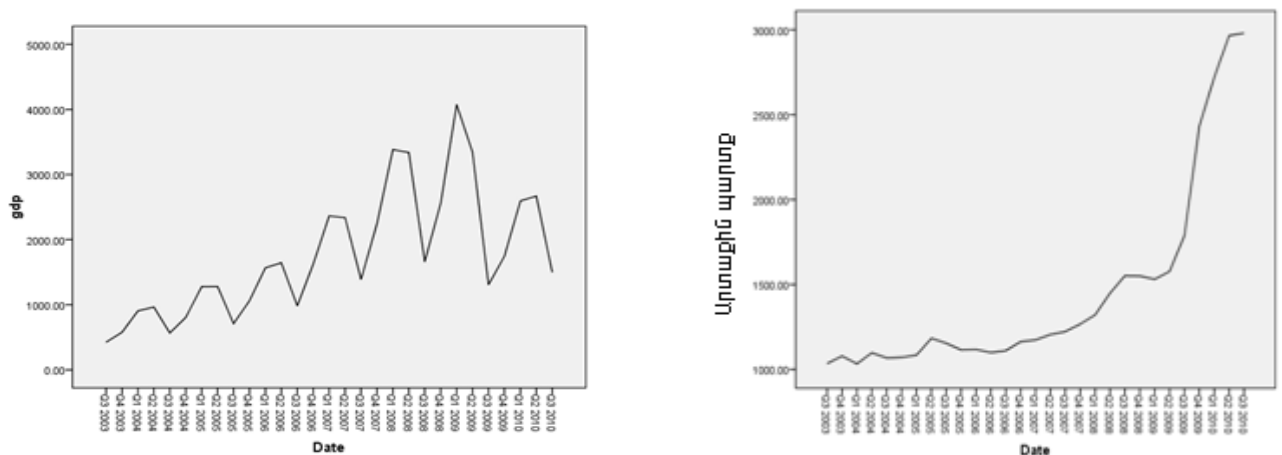
Դրանով կարելի է բացատրել կառավարության ներկայիս բոլոր ջանքերի կենտրոնացումը ՀՀ արտահանման ծավալների մեծացման ուղղությամբ: Սակայն դա հնարավոր չէ իրականացվել հարկադրանքով կամ մեծ ցանկություններով, քանի որ այն խստորեն փոխկապակցված է մակրոտնտեսական մյուս ցուցանիշների հետ: Իսկ

Regression Statistics	
Multiple R	0,233790072
R Square	0,054657798
Adjusted R Square	0,013555963
Standard Error	0,653878985
Observations	25

ANOVA				
	df	SS	MS	F
Regression	1	0,568572275	0,568572275	1,329814056
Residual	23	9,833827725	0,427557727	
Total	24	10,4024		

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value
Intercept	0,318705102	0,304184127	1,047737451	0,305645642
GDPmln dolar	-0,000164907	0,000143002	-1,15317564	0,260682255

Միջ 5. Արտաքին պարտքի և ՀՆԱ-ի կապը ֆինանսական կայունության հետ



Գծապատկեր 3.1.4. ՀՀ ՀՆԱ-ի և արտաքին պարտքի դինամիկան 2003-2010 թ.թ., մլն դոլար

Ինչ վերաբերում է արտաքին պետական պարտքին, ապա վերջինս արձանագրում է անընդհատ աճի միտումներ ՀՆԱ-ի ոչ համարժեք աճի պարագայում:

Այսպիսով, ամփոփելով կատարված ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները՝ կարելի է արձանագրել, որ չնայած այն հանգամանքին, որ դիտարկվող գործոնները խստորեն փոխկապակցված են, սակայն դրանց ազդեցության մակարդակները կայունության վրա տարբեր են (տե՛ս գծապատկեր 3.1.1): Հատկանշանական է, որ դրանցից ամենամեծ բացասական ազդեցությունն ունի արտաքին պետական պարտքը՝ -0.738, այնուհետև՝ ներկրումը -0.495 և ՀՆԱ-ն՝ -0.234 և շատ թույլ դրական ազդեցությամբ տրասֆերտները՝ 0.098: Վերջիններս էական ազդեցություն ունեն երկրի սպառման մակարդակի և եկամուտների բարձրացման վրա, հետևաբար նպաստում են նաև

կայունության ապահովման գործընթացներին, սակայն մակրոտնտեսական գործոնների հետ էական կապ չեն արձանագրում:

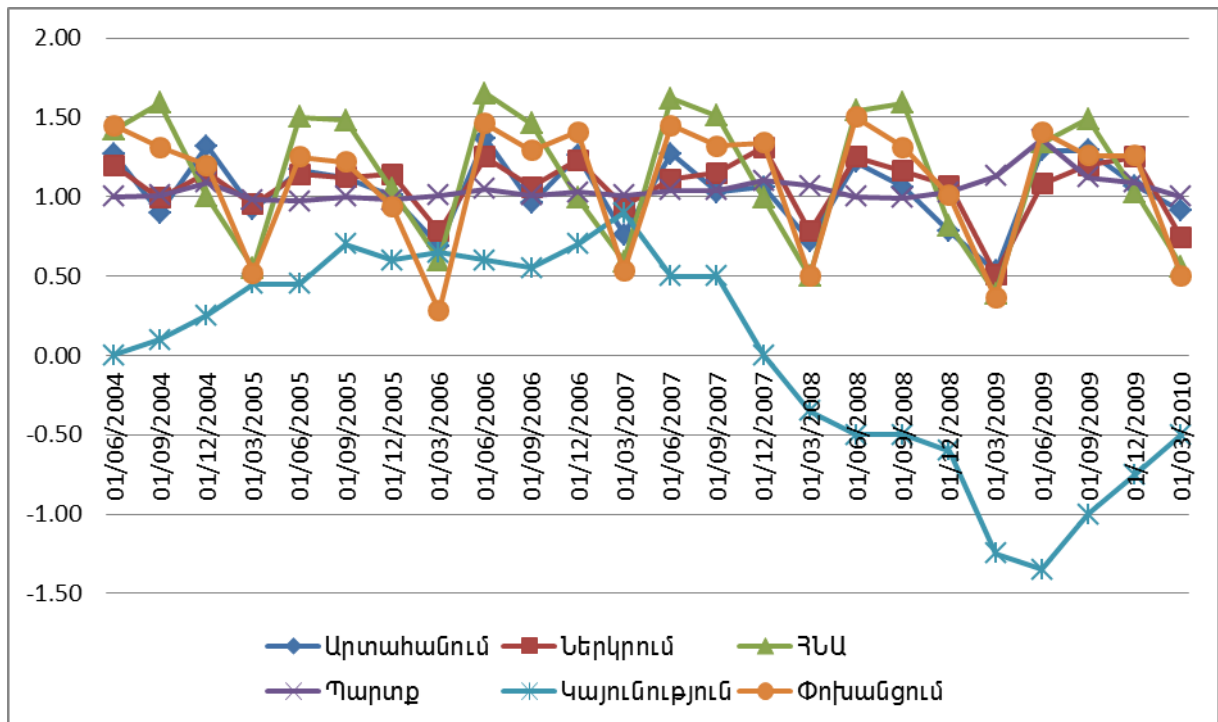
Աղյուսակ 3.1.1. Մակրոտնտեսական գործոնների կապը ՀՀ ֆինանսական կայունության հետ Correlations, SPSS10

		Y	EXPORT	IMPORT	TRANSF	PUBDEB T	GDP
Y	Pearson Correlation	1	.422(*)	-.495(*)	.098	-.738(**)	-.234
	Sig. (2-tailed)	.	.035	.012	.642	.000	.261
	N	25	25	25	25	25	25
EXPORT	Pearson Correlation	.422(*)	1	.461(*)	.318	-.219	.672(**)
	Sig. (2-tailed)	.035	.	.020	.122	.293	.000
	N	25	25	25	25	25	25
IMPORT	Pearson Correlation	-.495(*)	.461(*)	1	.057	.510(**)	.871(**)
	Sig. (2-tailed)	.012	.020	.	.787	.009	.000
	N	25	25	25	25	25	25
TRANSFEPT	Pearson Correlation	.098	.318	.057	1	-.235	.237
	Sig. (2-tailed)	.642	.122	.787	.	.257	.253
	N	25	25	25	25	25	25
PUBDEPT	Pearson Correlation	-.738(**)	-.219	.510(**)	-.235	1	.269
	Sig. (2-tailed)	.000	.293	.009	.257	.	.193
	N	25	25	25	25	25	25
GDP	Pearson Correlation	-.234	.672(**)	.871(**)	.237	.269	1
	Sig. (2-tailed)	.261	.000	.000	.253	.193	.
	N	25	25	25	25	25	25

Կատարված վերլուծությունների արդյունքները թելադրում են նաև այն հիմնական ուղղությունները, որոնք պետք է գտնվեն Հայաստանի Հանրապետության կայունության ապահովման քաղաքականություն իրականացրող պատասխանատուների մշտադիտարկումների ներքո: Դրանք են՝ ՀՀ համախառն ներքին արդյունքի կայուն աճի ապահովումը, արտաքին պետական պարտքի նվազեցումը, ներկրման և արտահանման ծավալների ճիշտ համամասնությունների ձևավորումը:

3.2 Կայունության ապահովման քաղաքականություն իրականացրող մարմինների գործունեության արդյունավետության բարձրացման ուղիները

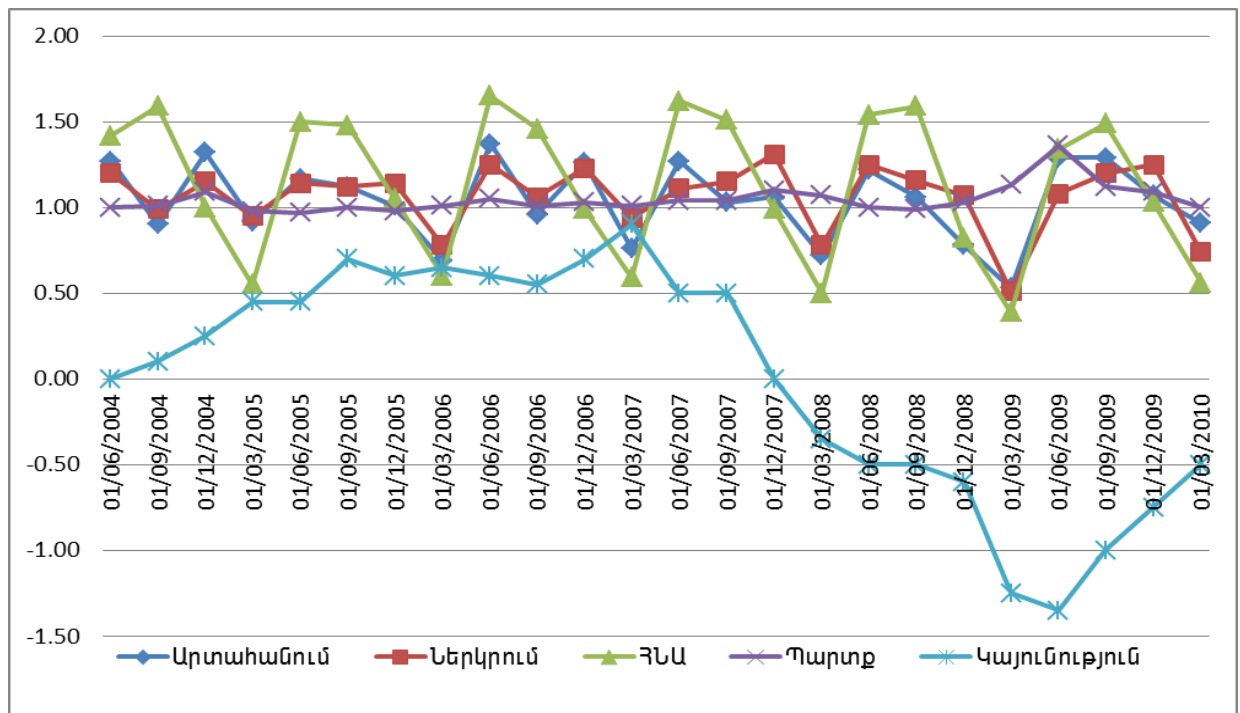
Ինչպես ցույց են տալիս ՀՀ տնտեսության վրա ազդող հիմնական գործոնների վերլուծության արդյունքները, կայունության վրա դրական ազդեցություն ունեցող հիմնական գործոնը արտահանումն է: Դրանով է բացատրվում կառավարության բոլոր ջանքերի կենտրոնացումը արտահանման ծավալների մեծացման վրա: Սակայն արտահանելու համար անհրաժեշտ է արտադրության ծավալների աճ: Քանի որ, ինչպես տեսանք ՀՀ ապրանքաշրջանառության վերլուծությունից, արտադրողների ներկայիս խնդիրը ոչ այնքան արտահանման շուկաների, որքան արտադրական փոքր ծավալներն են: Ուստի առաջին հերթին անհրաժեշտ է միջոցներ ձեռնարկել արտադրության ծավալների կամ ՀՆԱ-ի մեծացման ուղղությամբ: Ավելին, ներքին համախառն արդյունքից է կախված բոլոր մյուս մակրոտնտեսական ցուցանիշները, որոնք, ինչպես հայտնի է, զուտ գծային կապեր չեն, և դժվար է միանշանակորեն սահմանել ՀՆԱ-ի այն մակարդակը, որը կապահովի բավարար կայունություն: Հայտնի է նաև, որ միայն տնտեսական կայուն աճի ապահովումը կարող է լինել ֆինանսական կայունության բարձրացման հիմնական երաշխիքը, քանի որ ինչպես արտահանումը, այնպես էլ ներկրումը ուղղակիորեն կապված են ՀՆԱ-ի հետ, իսկ նշված ցուցանիշներն էլ իրենց անմիջական արտացոլումն են գտնում արտաքին պարտքի վրա (տե՛ս գծապատկեր 3.2.1): Ասվածով պայմանավորված՝ կայունության բարձրացման ուղիների մշակման ժամանակ անհրաժեշտ է դրանք դիտարկել ոչ թե ըստ առանձին գործոնների, այլ ըստ կայունությունը բնութագրող հիմնական բաղադրատարրերի:



Գծապատկեր 3.2.1. ՀՀ ֆինանսական կայունությունը բնութագրող հիմնական բաղադրատարրերի աճի տեմպերը

Ինչպես արդեն ասացինք, կայունության գործակիցը Հայաստանում դրական է եղել 2004-ից մինչև 2007 թվականները: Ընդ որում, այդ ժամանակահատվածում նկատելի է նաև արտահանման, ներկրման, պարտքի, ՀՆԱ-ի, արտաքին պարտքի համեմատաբար կայուն տեմպեր (տե՛ս աղյուսակ 3.2.1): Դա նշանակում է, որ ֆինանսական կայունությունը բնորոշվում է ոչ թե ցուցանիշների տվյալ տարվա արձանագրած քանակական մեծությամբ, այլ դրանց զարգացման կայուն տեմպերով: Հատկանշական է նաև այն, որ 2004-2007 թթ. ընկած ժամանակահատվածում անկայուն զարգացումների դրսևորումներ են ունեցել միայն փոխանցումները, ինչը մեկ անգամ ևս վկայում է այդ գործոնի թեև դրական, բայց թույլ կապի մասին հիմնական բաղադրատարրերի համեմատությամբ: Ասվածի վկայությունն է գծապատկեր 3.2.2-ում ներկայացված՝ ՀՀ մակրոտնտեսական ցուցանիշների փոփոխությունների դինամիկայի և կայունության կապի դիտարկումները: Ինչպես տեսնում ենք, 2005 թվականի առաջին եռամսյակում ՀՆԱ-ն գտնվում է նույն մակարդակում, ինչ որ 2008-ին, իսկ կայունությունը առաջինի դեպքում դրական է, երկրորդի դեպքում՝

բացասական: Գծապատկեր 3.2.2-ից ակնհայտ է դառնում նաև, որ մակրոտնտեսական ցուցանիշների փոփոխությունները կայունության վրա ազդում են հետագա ժամանակաշրջանում:



Գծապատկեր 3.2.2. Կայունության և ՀՀ մակրոտնտեսական ցուցանիշների աճի տեմպերի կապը 2004-2010թթ.

Հետևաբար, կայունության ցանկալի մակարդակի հասնելու կամ նույն մակարդակի վրա պահելու համար չափազանց կարևոր հանգամանք է դառնում երկրի մակրոտնտեսական ցուցանիշները երկարաժամկետ հատվածում կայուն մակարդակի վրա պահելու հիմնահարցը, ինչն էլ, իր հերթին, պահանջում է իրականացնել դրանց փոփոխությունների ազդեցության մշտադիտարկում միջնաժամկետ հատվածում:

Աղյուսակ 3.2.1-ում ներկայացված է մակրոտնտեսական հիմնական ցուցանիշների աճի դինամիկան 2004-2010 թվականներն ընկած ժամանակահատվածում ըստ եռամսյակների: Ինչպես տեսնում ենք, սկսած 2004 թվականի երկրորդ եռամսյակից, ընդ որում՝ ամենաբարձր աճի տեմպեր գրանցած ժամանակահատվածում, անկախ դրանց դրական և բացասական ազդեցություններից, հանրապետությունում արձանագրվում է կայունության մակարդակի դրական զարգացման միտումներ՝ արտահանում՝ 1.27, ներկրում՝ 1.2, ՀՆԱ՝ 1.42, փոխանցում՝ 1.45: Պարտքի նույն

մակարդակի պայմաններում այդ զարգացումների ազդեցությամբ կայունությունը երրորդ եռամսյակում բարձրացել է 0.1 կետով:

Աղյուսակ 3.2.1. ՀՀ 2004-2010թթ. մակրոտնտեսական ցուցանիշների փոփոխությունների ազդեցությունը կայունության գործակցի վրա⁶³

	² ՏՆՅՎՃՍ	Ս՝ՏՆՃՍ	ԸՍ ²	³ ՏՆՍ	ՅՎՅՎՃՍ	ՆՍՎՃՎՃՍ
01.06.2004	1,27	1,2	1,42	1	1,45	0,00
30.09.2004	0,90	0,99	1,59	1,01	1,31	0,10
31.12.2004	1,32	1,15	1	1,09	1,2	0,25
31.03.2005	0,92	0,95	0,55	0,98	0,52	0,45
30.06.2005	1,17	1,14	1,5	0,97	1,25	0,45
30.09.2005	1,12	1,12	1,48	1	1,22	0,70
31.12.2005	1,01	1,14	1,05	0,98	0,94	0,60
31.03.2006	0,69	0,78	0,6	1,01	0,28	0,65
30.06.2006	1,37	1,25	1,65	1,05	1,46	0,60
30.09.2006	0,96	1,06	1,46	1,01	1,29	0,55
31.12.2006	1,26	1,23	0,99	1,03	1,41	0,70
31.03.2007	0,76	0,94	0,59	1,01	0,53	0,90
30.06.2007	1,27	1,11	1,62	1,04	1,45	0,50
30.09.2007	1,03	1,15	1,51	1,04	1,32	0,50
31.12.2007	1,06	1,31	0,99	1,1	1,34	0,00
31.03.2008	0,72	0,78	0,5	1,07	0,5	-0,35
30.06.2008	1,22	1,25	1,54	1	1,5	-0,50
30.09.2008	1,06	1,16	1,59	0,99	1,31	-0,50
31.12.2008	0,78	1,07	0,82	1,03	1,01	-0,60
31.03.2009	0,53	0,51	0,39	1,13	0,36	-1,25
30.06.2009	1,29	1,08	1,34	1,36	1,41	-1,35
30.09.2009	1,29	1,2	1,49	1,12	1,26	-1,00
31.12.2009	1,07	1,25	1,03	1,09	1,26	-0,75
31.03.2010	0,91	0,74	0,56	1	0,5	-0,50

⁶³ Աղյուսակում ներկայացված ցուցանիշները հաշվարկված են հեղինակի կողմից ՀՀ ԱՎԾ տվյալների հիման վրա, իսկ կայունության գործակիցները՝ ՀՀ ԿԲ «Ֆինանսական կայունություն» բաժնի նյութերից

2005-ի երկրորդ եռամսյակում (պարտք՝ 0.97, արտահանում՝ 1.17, ներկրում՝ 1.14, ՀՆԱ՝ 1.5, փոխանցում՝ 1.45) կայունության մակարդակը 0.45ից բարձրացել է 0.7-ի: Կայունության ամենաբարձր մակարդակ ապահովվել է 2007 թվականի առաջին եռամսյակում՝ պայմանավորված 2006 թվականին արձանագրված հետևյալ ցուցանիշներով (պարտք 1.03, արտահանում 1.26, ներկրում 1.24, ՀՆԱ 0.99, փոխանցում 1.41): Կայունության գործակիցը կազմել է 0.9:

Դրանից հետո ընկած ժամանակշրջաններում ցուցանիշները սկսում են տատանվել՝ երբեմն նույնիսկ արձանագրելով աճի նույն տեմպերը, կայունության գործակիցը ստանում է բացասական արժեք՝ հիմնականում ՀՆԱ աճի տեմպերի անկման և պարտքի աճով պայմանավորված: Մասնավորապես, կայունության ամենացածր մակարդակը արձանագրվել է 2009 թվականի երկրորդ եռամսյակին՝ նույն թվականի առաջին եռամսյակում տեղ գտած փոփոխություններով (արտահանում՝ 0.53, ներկրում՝ 0.51, ՀՆԱ՝ 0.39, պարտք՝ 1.13 և փոխանցում՝ 0.36): Կայունությունը կազմել է -1.35:

Ամփոփելով ՀՀ ֆինանսական կայունության մակարդակի վերլուծության արդյունքները՝ կախված մակրոտնտեսական կայունությունից՝ կարելի է արձանագրել, որ կայունության մակարդակը հիմնականում կախված է երկրի մակրոտնտեսական ցուցանիշների համախմբի համամասնությունների փոփոխություններից: Այդ իսկ պատճառով երկրի կայունություն ապահովման քաղաքականությունը պետք է մշակվի՝ ըստ մակրոտնտեսական ցուցանիշների համամասնությունների թիրախավորված միջակայքերի ապահովման նպատակների, այլ ոչ թե ըստ կայունության նպատակային ցուցանիշի:

Կայունության ապահովման գործընթացներում ցանկացած երկրում առանցքային նշանակություն ունի արտաքին առևտրի ոլորտը, քանի որ դրա միջոցով է ապահովվում արտարժույթային ֆինանսական միջոցների ներհոսքն ու արտահոսքը: Ուստի հանրապետությունում կարևոր հիմնահարց է արտահանման և ներկրման ճիշտ համամասնությունների ձևավորումը ըստ ծավալների և ըստ ապրանքախմբերի:

Մյուս կողմից, արտադրության փոքր ծավալներով պայմանավորված, արտադրանքի բարձր ինքնարժեքը, ի տարբերություն զարգացած երկրներից

ներկրվող էժանագին ապրանքների, անշուշտ թուլացնում է իրացման շուկաներում ներքին արտադրողի մրցունակությունը: Այս առումով հանրապետությունում խիստ անհրաժեշտություն է դառնում ներքին և արտաքին առևտրի ծավալների ճիշտ համամասնությունների ձևավորման հիմնահարցը, արտադրողի՝ ներքին իրացման շուկայում մրցունակության բարձրացման համատեքստում: Քանի որ, եթե արտահանման խթանման քաղականությունը նպաստում է արտարժույթային միջոցների ներհոսքին, ապա ներկրման քաղականությունը՝ այդ միջոցների արտահոսքի կրճատմանը: Այդ հիմնահարցին լուծումներ առաջարկելու համար դիտարկենք ՀՀ 2014 թվականի արտահանման և ներկրման ծավալները՝ ըստ ապրանքատեսակների կառուցվածքի: Ինչպես տեսնում ենք, միայն «Արվեստի ստեղծագործությունների» արտահանումն է (շուրջ 900 հազ. դոլար) գերազանցում ներկրմանը (տե՛ս աղյուսակ 3.2.1): Մնացած ապրանքատեսակների գծով ներկրումը գերազանցում է արտահանման ծավալները մի քանի անգամ:

Հարկ է նկատել նաև, որ բերված բոլոր ապրանքախմբերի գծով իրականացվում են և՛ արտահանման, և՛ ներկրման գործարքներ: Հետևաբար, այդ հանգամանքը հիմք է տալիս ենթադրելու, որ հանրապետությունում առկա է ներկրման ծավալների կրճատման իրական ներուժ: Խոսքը հատկապես վերաբերում է 9-ը հետևյալ ապրանքախմբերին՝ «Կենդանի կենդանիներ և կենդանական ծագման արտադրանքի»՝ 96,3, «Բուսական ծագման արտադրանքի»՝ 201.9, «Քիմիա և նրա հետ կապված արդյունաբերության ճյուղերի արտադրանքի»՝ 338.7, «Պլաստմասսե և դրանցից իրերի»՝ 171.7, « Մանածագործական իրերի»՝ 121.2, «Կոշկեղեն, գլխարկեղեն, հովանոցներ»՝ 29.6, «Իրեր քարից, գիպսից, ցեմենտից»՝ 71.9, «Մեքենաներ, սարքավորումներ և մեխանիզմներ»՝ 576.8, և «Տարբեր արդյունաբերական ապրանքներ»՝ 111.1. ընդհանուր ծավալով արտահանումը շուրջ 1719մլն դոլար գերազանցում է ներկրվող ապրանքախմբերին:

Աղյուսակ 3.2.1. 2014 թվականի ՀՀ արտահանման և ներկրման կառուցվածքը ըստ ապրանքատեսակների և ծավալների, մլն ԱՄՆ դոլար⁶⁴

Ապրանքատեսակներ	Արտահանում	Ներմուծում	Տարբերություն
-----------------	------------	------------	---------------

⁶⁴ Տվյալները վերցված են ՀՀ ԱՎԾ պաշտոնական հրապարակումներից

Կենդանի կենդանիներ և կենդանական ծագման արտադրանք	50,6	146,9	96,3
Բուսական ծագման արտադրանք	37,4	239,3	201,9
Կենդանական և բուսական ծագման յուղեր և ճարպեր	0,1	54,7	54,6
Պատրաստի սննդի արտադրանք	337,8	369,9	32,1
Հանքահումքային մթերքներ	393,8	829,9	436,1
Քիմիա և նրա հետ կապված արդյունաբերության ճյուղերի արտադրանք	14,2	352,9	338,7
Պլաստմասսա և դրանցից իրեր	11,2	182,9	171,7
Կաշվե հումք, կաշի, մորթի և դրանցից իրեր	3,7	13,6	9,9
Փայտ և փայտյա իրեր	0,8	71,6	70,8
Թուղթ և թղթից իրեր	1,9	76,5	74,6
Մանածագործական իրեր	50,3	171,5	121,2
Կոշկեղեն, գլխարկեղեն, հովանոցներ	1,6	31,2	29,6
Իրեր քարից, գիպսից, ցեմենտից	21,2	93,1	71,9
Թանկարժեք և կիսաթանկարժեք քարեր, մետաղներ և նրանցից իրեր	230,3	302,9	72,6
Ոչ թանկարժեք մետաղներ և դրանցից իրեր	302,4	328,5	26,1
Մեքենաներ, սարքավորումներ և մեխանիզմներ	22,9	599,7	576,8
Վերգետնյա, օդային և ջրային տրանսպորտի միջոցներ	8,8	347,4	338,6
Սարքեր և ապարատներ	24,7	73,4	48,7
Տարբեր արդյունաբերական ապրանքներ	4	115,1	111,1
Արվեստի ստեղծագործություններ	1,6	0,7	-0,9

Ուսումնասիրությունները ցուց են տալիս, որ որոշ ապրանքախմբերի գծով հանրապետությունում հնարավոր է հասնել այն նպատակին, որ արտահանումը գերազանցի ներկրմանը: Դա, մասնավորապես վերաբերում է պատրաստի սննդի, բուսական ու կենդանական ծագման ապրանքների արտահանմանը, քանի որ դրանք

այն ապրանքախմբերն են, որոնց պոտենցիալը Հայաստանում առկա բնակչության առումով անհամեմատ ավելի շատ է, հանրապետությունը դրանցում զգալի ավելցուկ ունի ու կարող է դուրս գալ արտաքին շուկա, մինչդեռ ներկայումս վերջիններիս ներկրումը գերազանցում է արտահանմանը շուրջ 298.2 մլն դոլարով: Նույնը վերաբերում է նաև քիմիական արդյունաբերության ապրանքախմբերին, պլաստմասսե իրերի արտադրությանը և այլն: Եթե հաջողվի հանրապետությունում գոնե միայն այդ ապրանքախմբերի գծով ներկրումը նվազեցնել 60 տոկոսով, ապա դա հնարավորություն կստեղծի կրճատել հանրապետությունից արտադրության արտահոսքը շուրջ 1 մլրդ դոլարով: Դա նշանակում է՝ նույնքան գումարով մեծացնել համախառն ներքին արդյունքը, բացել նոր աշխատատեղեր, հետևաբար նաև բարձրացնել տնային տնտեսությունների եկամուտները և արտաքին պարտքի կրճատման իրական հնարավորություններ ստեղծել:

Եթե հաշվի առնենք նաև այն հանգամանքը, որ ՀՀ արտաքին առևտրի շուկան հիմնականում գործում է հումքի արտահանման դիմաց սննդի ու առաջին անհրաժեշտության ապրանքների ներկրման սկզբունքով, ապա ակնհայտ է դառնում, թե որքան կարևոր է հանրապետությունում սննդի արդյունաբերության զարգացման հրամայականը, քանի որ հումքի աղբյուրներն անսպառ չեն: Մյուս կողմից, սննդի արդյունաբերության զարգացումը լուծում է նաև ազգային անվտանգության ապահովման կարևոր հիմնահարցեր:

Հարկ է նշել, որ առաջիկա 3 տարում ՀՀ արտաքին առևտրում սպասվում է արտահանման շուրջ 5.8 տոկոս և ներմուծման 1.1% աճ, հետևաբար նաև՝ բացասական հաշվեկշռի մեծացում⁶⁵: Ասվածը, մեկ անգամ ևս հաստատում է վերը նշված միջոցառումների կիրառման անհրաժեշտությունը հնարավորինս կարճ ժամակահատվածում, քանի որ հանրապետության ներկայիս ցուցանիշները որքան ավելի վատնան, ապագայում ավելի դժվար և թանկ կլինի դրանց վերականգնման գործընթացները: Քանի որ բացասական հաշվեկշռի մեծացումը ենթադրում է արտաքին պետական պարտքի աճ, իսկ պետական պարտքի մեծացումն էլ՝ իր հերթին տոկոսային ծախսերի աճ:

⁶⁵ Հայաստանի Հանրապետության կառավարության 2015 թվականի ուղերձ, մաս 2

Անշուշտ արտահանման խթանման և ներկրման կրճատման գործում չափազանց մեծ դեր ունեն ՀՀ արտաքին գործերի և Էկոնոմիկայի նախարարությունները. արտաքին գործերի նախարարությունը՝ արտահանման զարգացմանն ուղղված գործառույթներով, արտասահմանյան երկրներում գործող հայկական դեսպանատների գործունե աջակցությամբ, արտահանման շուկաների ընդլայնման ուղղված քաղաքականության իրականացմամբ: Էկոնոմիկայի նախարարությունը՝ տնտեսության արտադրական ծավալների մեծացմանն ուղղված գործառույթներով՝ հաշվի առնելով ապրանքաշրջանառության արդյունավետ համամասնություն ձևավորելու համար անհրաժեշտ տեղական արտադրության այնպիսի զարգացումը, որը պետք է բխի նախարարության կողմից իրականացվող արտահանման խթանման և ներկրման կրճատման, տնտեսության կայուն զարգացում ապահովող քաղաքականության պահանջներից: Դա էլ իր հերթին պետք է համահունչ լինի ֆինանսական կայունության ապահովման քաղաքականության համալիր գործողությունների ծրագրին: Այստեղ չափազանց կարևորվում է նաև կառավարության ներդրումային և աջակցության ֆինանսական հոսքերի ուղղորդման արդյունավետ քաղաքականության կիրառումը նշված 9-ը ոլորտներում, ընդհուպ անգամ մեղմելով այդպիսի գործնեությամբ զբաղվող ընկերությունների հարկային բեռը:

Նշված գործառույթները և ընդհանրապես երկրում համախառն ներքին արդյունքի աճի, գործարար միջավայրի ակտիվության բարձրացման գործում չափազանց կարևոր և առանցքային տեղ են գրավում հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականությունները:

Սակայն, ինչպես տեսանք ՀՀ հարկաբյուջետային քաղաքականության արդյունավետության վերլուծությունից, Պարտք /ՀՆԱ ցուցանիշը, սկսած 2009 թվականից, գտնվում է 34-38 տոկոսի մակարդակում, ինչը 2005-2007 թվականների համեմատությամբ բարձր է շուրջ 2-2.5 անգամ: Սա, անշուշտ, վկայում է պարտքի բեռի ավելացման փաստը երկարաժամկետ հատվածում: Ընդ որում, 2014 թվականի բյուջեում ընթացիկ ծախսերը ամբողջությամբ կլանում են եկամուտները՝ նվազեցնելով հաջորդ տարիների զարգացման բոլոր սպասումները, ինչն, անշուշտ, իր անմիջական բացասական ներգործությունն է գտնում ՀՀ պետական պարտքի սպասարկման և

երկրի ֆինանսական կայունության ցուցանիշների վրա: Մյուս կողմից, ենթադրվող շուրջ 2.5 տոկոս տնտեսական աճի պարագայում արդյո՞ք հնարավոր կլինի ապահովել բյուջեի հարկային և պետական տուրքերից եկամուտների հավաքագրում 1 097 769 794.5 հազար դրամ: Դա էլ այն պայմաններում, երբ ՀՀ պետական բյուջեի ծախսերը 2013 թվականի հունվար-հոկտեմբերին նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի նկատմամբ աճել են 8.4 տոկոսով, որից ընթացիկ ծախսերի գծով արձանագրվել է 9.2 տոկոս աճ, իսկ կապիտալ ծախսերի գծով՝ 3.7 տոկոս նվազում: Ավելին, 2014 թվականի առաջին կիսամյակի ԱՎԾ տվյալների համաձայն, պետական բյուջեի եկամուտներն աճել են 5.4%-ով: Ընդ որում, աճը պայմանավորվել է հիմնականում հարկային եկամուտների կառուցվածքում մեծ տեսակարար կշիռ ունեցող «Ավելացված արժեքի հարկ» և «Եկամտային հարկ» ենթահոդվածների՝ համապատասխանաբար 7.2% և 24.0% աճով⁶⁶: Իսկ ծախսերի մասով արձանագրվել է 8.97% աճ, որը գերազանցում է եկամուտների աճին շուրջ 3.6 տոկոսով: Առևտրային հաշվեկշռի պակասուրդը նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի համեմատ աճել է 2.5%-ով և կազմել ՀՆԱ-ի 8.9%-ը:

Այս համտեքստում որպես ֆինանսական կայունության վրա էական ազդեցություն ունեցող գործոն, կարևոր նշանակություն են ստանում ՀՀ արտաքին պարտքի որակական և քանակական ցուցանիշները (տե՛ս աղյուսակ 3.2.2):

Աղյուսակ 3.2.2. ՀՀ արտաքին պետական պարտքի որակական բնութագիրը 2005-2014թթ.⁶⁷

Ցուցանիշ	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014/կիսամյակ
Պարտք/ԲՆԱ%	22,3	18,2	14	13,6	35,7	34,2	36,4	37,6	37,5	36,2
Պարտք/արտահանում	77,6	79,8	81,6	89,8	221,7	170,3	148	150	139,4	128,7
Պարտքի սպասարկում/արտահանում%	4,6	4,2	2,9	3,1	6	5	4,2	9,9	14,4	11,1
Տոկոսավճար/արտահանում%	0,9	0,7	0,6	0,7	2	2,4	2,1	2,3	1,8	2,4

⁶⁶ 2013թ. հունվարի 1-ից եկամտահարկի և պարտադիր սոցիալական ապահովության վճարի փոխարեն ներդրվել է մեկ միասնական՝ եկամտային հարկ, որը հաշվարկվում է առանց նվազագույն սպառողական զամբյուղի նվազեցման

⁶⁷ ՀՀ ֆինանսական կայունության հաշվետվություն 2014թվականի առաջին կիսամյակ, ՀՀ ԿԲ

Համաձայն ՀՀ ֆինանսների նախարարության տվյալների՝ ՀՀ արտաքին պետական պարտքը 2014 թվականի հունիսի 30-ի դրությամբ 2005 թվականի համեմատությամբ աճել է շուրջ 3.5 անգամ՝ 1092.7-ից հասնելով 3,850.5 մլն ԱՄՆ դոլար կամ ՀՆԱ-ի նկատմամբ 22.3-ից հասնելով 36.2%-ի: 2014 թվականի ՀՀ արտաքին պետական վարկերի 81.9%-ը միջազգային կազմակերպություններից, 17.6%-ը՝ օտարերկրյա պետություններից, իսկ մնացած 0.5%-ը՝ առևտրային բանկերից ստացված վարկեր: Ընդ որում, վարկերի կառուցվածքում լողացող տոկոսադրույքով վարկերի տեսակարար կշիռը կազմում է ընդհանուր պարտքի 20.0%:

Աղյուսակ 3.2.2-ում բերված, ՀՀ արտաքին պարտքի որակական ցուցանիշների վերլուծության արդյունքներով, կարելի է արձանագրել, որ ՀՀ արտաքին պետական պարտքը, սկսած 2005 թվականից, արտահանման նկատմամբ արձանագրել է անընդհատ աճի միտումներ՝ և 2014 թվականի առաջին կիսամյակի դրությամբ 4.6%-ից հասնելով 11.1%-ի: Դրա հետևանքով 2005 թվականի ՀՀ արտաքին պետական սպասարկման ծախսերը 44,8 միլիոնից 2014 թվականի առաջի եռամսյակի դրությամբ աճել են շուրջ 3.8 անգամ և կազմել 168.6 մլն դոլար, իսկ տոկոսավճարները համապատասխան ժամանակահատվածում 8.7 միլիոնից դարձել են 36 մլն:

Բերված տվյալները մեկ անգամ ևս փաստում են ՀՀ պետական բյուջեի ծախսերի արդյունավետության բարձրացման անհրաժեշտության մասին հատկապես արտաքին պետական պարտքի կառավարման առումով: Քանի որ ֆինանսական հոսքերի ճիշտ կառավարումից է կախված ներկայիս ՀՀ ֆինանսական կայունության մակարդակը, որին անդրադառնում են նաև միջազգային կազմակերպությունները ՀՀ սուվերեն վարկանիշի գնահատման ժամանակ:

Այս համատեքստում որպես պետական բյուջեի ծախսերի արդյունավետության բարձրացման և արտահանմանը խթանող ուղի կարելի է դիտել պետության կողմից արտոնությունների տրամադրումը կամ խրախուսումը այն ձեռնարկություններին, որոնք իրենց գործունեությամբ նպաստում են ֆինանսական միջոցների ներհոսքին դեպի երկիր և միաժամանակ փորձում են մեծացնել իրենց ֆինանսական միջոցների կառավարման մակարդակն ու մոտեցումները: Նկատի ունենալով այն հանգամանքը, որ արտահանում իրականացնող կազմակերպությունները, պայմանավորված

արտաքին շուկայի մարքեթինգով և մի շարք այլ խնդիրներով, կատարում են բավական մեծ ծախսեր, ապա հարկ է, որ պետությունը իր կողմից մշակի ուղիներ՝ արտահանող ընկերություններին ազատելու բոլոր նմանատիպ ծախսերից, ընդունելով դրանք որպես տնտեսության խրախուսման ծախսեր: Մինչև արտահանումը կատարվող ծախսերը աշխարհի շատ երկրներում, որպես կանոն մտնում են արտահանվող արտադրանքի ինքնարժեքի մեջ և չեն հարկվում՝ ընդունելով դրանք որպես պետության կողմից իրականացվող արտահանման խրախուսման միջոցառում: Հայաստանում այդ ծախսերը հարկվում են, ինչն ուղղակիորեն նշանակում է խոչնդոտել արտահանումը: Այս առումով նպատակահարմար կլինի ուսումնասիրել արտաքին առևտրի պետական կարգավորման միջազգային փորձը: Ամերիկայի Միացյալ Նահանգները 1962թ. ընդունել է առևտրային միատեսակ օրենսգիրք, որը երկրի Սահմանադրությունից հետո առաջին միասնական իրավական ակտն է, որով կարգավորվում է կողմերի իրավական հարաբերությունները:

Առևտրային միատեսակ օրենսգրքի նպատակն է՝

ա) առևտրային գործարքները կարգավորող իրավունքների պարզեցում, ճշգրտում և արդիականացում,

բ) կողմերի սովորույթների, սովորությունների և համաձայնությունների հիման վրա առևտրային պրակտիկայի աստիճանական զարգացման ապահովում,

գ) բոլոր նահանգների առևտրային իրավունքների միասնականացում:

Ռուսաստանի Դաշնության առևտրի մասին օրենքը, որն ընդունվել է 2010թվականին, ամրագրում է ինչպես առևտրում զբաղված տնտեսավարող սուբյեկտների փոխհարաբերության, այնպես էլ առևտրի՝ որպես ձեռնարկատիրական գործունեության տեսակի իրավական հիմքեր, որով կարգավորվում են առևտրի և ծառայությունների մատուցումը բնակչությանը, սպառողական ապրանքների և ծառայությունների շուկայում տնտեսության այլ ճյուղերի և առևտրի իրավական կապերը, պետական կարգավորման սկզբունքները, առևտրի գործունեությանը պետական աջակցությունն ու վերահսկողությունը⁶⁸:

Նշված օրենքը սահմանում է՝

⁶⁸ http://www.lawsynergy.ru/alerts/alert_2010feb16.html

- առևտրական գործունեության սուբյեկտների իրավական կարգավիճակը,
- առևտրական գործունեության տեսակները և իրականացման կարգը,
- բնակչությանը առևտրական ծառայություններ մատուցելու հիմնական կանոնները և սպառողների իրավունքների ու շահերի երաշխիքները,
- ներքին առևտրի պետական կարգավորումը և վերահսկումը:

Լիտվայի Հանրապետությունը առևտրի մասին օրենքը ընդունել է 1995թ. հունվար ամսին: Այն կարգավորում է ապրանքների առուվաճառքում կողմերի հարաբերությունները, սահմանում և կանոնակարգում է առևտրային գործունեության մասնակից կողմերի և առևտրի ոլորտի այլ հարաբերություններ, որոնք չեն կարգավորվում այլ օրենքներով⁶⁹:

Բուլղարիան առևտրի մասին օրենքը նույնպես ընդունել է 1995 թվականին, որը նպատակաուղղված է ապրանքների առուվաճառքի հարաբերությունների կարգավորմանը, ծառայությունների շրջանակի, սեփականության ձևերի սահմանմանը, առևտրային ներկայացուցչությունների և միջնորդ կազմակերպությունների միջոցով լիցենզավորման, ապահովագրական, կոմիսիոն, պահեստային և այլ գործունեության իրականացման և առևտրի ոլորտին վերաբերող այլ հարաբերությունների կարգավորմանը:

Ներկայումս Հայաստանի Հանրապետության արտաքին առևտրի կազմակերպման նորմերը սահմանված են կառավարության տարբեր որոշումներով, էկոնոմիկայի նախարարության հաստատած հրամաններով և Հայաստանի Հանրապետության արդարադատության նախարարությունում պետական գրանցում ստացած այլ կանոններով: Ոլորտի օրենսդրական դաշտի անկատարությունը հանգեցնում է հարկային դաշտում անհավասար պայմանների, ապրանքների վաճառքի ժամանակ տնտեսվարող սուբյեկտների հանդեպ տարբեր մոտեցումների դրսևորմանը՝ շուկայում ձևավորելով մրցակցային անհավասար պայմաններ, ինչպես նաև վաճառվող ապրանքների և մատուցվող ծառայությունների ցածր որակ և երբեմն էլ մենաշնորհային բարձր գներ:

⁶⁹ www.loc.gov/law/help/guide/nations/lithuania.php [перевод]

Միաժամանակ պետք է նշել, որ Հայաստանի Հանրապետության քաղաքացիական օրենսգրքով կարգավորվում է առուվաճառքը, այսինքն՝ վաճառող-գնորդ պայմանագրային հարաբերությունները, ինչը, սակայն, առևտրի՝ որպես տնտեսական գործունեության ձևի կանոնակարգում չէ և անհիմն վերագրվում է առևտրի կանոնակարգմանը:

Արտաքին առևտրի ոլորտի կարգավորման հարցում անհրաժեշտ է վարել պետական հստակ քաղաքականություն, որը կապահովի ներքին շուկայի մատչելիությունը և վստահությունը արտաքին ու ներքին ներդրողի համար, ապահովելով տարածաշրջանների համաչափ զարգացման սկզբունքը:

Հարկ է նշել նաև, որ փոքր տնտեսություն և սահմանափակ ռեսուրսներ ունեցող երկրներում ֆինանսական կայունության ապահովման համար չափազանց կարևոր նախապայման են քաղաքականություն իրականացրող մարմինների գործունեության արդյունավետության բարձրացման ուղիների մշակումն ու դրա հետևողական իրականացումը: Քանի որ որպես կանոն այդպիսի երկրներին բնորոշ են արտաքին և ներքին ցնցումներից ֆինանսատնտեսական կայունության մակարդակի բարձր խոցելիություն: Ինչպես վկայում են աշխատանքում իրականացված մակրոտնտեսական ցուցանիշների վերլուծության արդյունքները, Հայաստանի տնտեսությունը աչքի չի ընկնում ֆինանսատնտեսական հզոր ենթակառուցվածքներով, կարգապահությամբ և կազմակերպվածությամբ, հետևաբար նաև՝ կայունության ապահովման բարձր ներուժով: Ասվածը արձանագրվում է նաև միջազգային վարկանիշավորող տարբեր կազմակերպությունների կողմից վերջին տարիներին Հայաստանի կայունության վերաբերյալ ներկայացվող զեկույցներում: Մասնավորապես, հանգամանորեն վերլուծելով Հայաստանի տնտեսական և քաղաքական իրավիճակը՝ 2015 թվականի հունվարին Հայաստանի մասին հրապարակված զեկույցում «Ֆիթչ»-ը, հաշվի առնելով դրանցում առկա ռիսկային գործոնները, մեկ կետով իջեցրել է երկրի սուվերեն վարկանիշը: Ըստ «Ֆիթչի»՝ Հայաստանը սուվերեն վարկանիշով զիջում է տարածաշրջանի բոլոր մյուս երկրներին, սակայն առաջ է այնպիսի երկրներից, ինչպիսիք են Ուկրաինան, Հունաստանը և

Կիպրոսը⁷⁰: Ընդ որում, «Ֆիթչի» փորձագետների գնահատմամբ 2015 թվականին Հայաստանի տնտեսությունը կընկնի չափավոր ռեցեսիայի մեջ՝ հիմնականում պայմանավորված Ռուսաստանի տնտեսական վիճակի հնարավոր վատացմամբ, կմեծանան երկրի արտաքին անհավասարակշվածության վրա ազդող գործոնները, ինչն էլ ավելի կսրվի դրամի արժեզրկմամբ պայմանավորված հետագա ճնշումների առաջացման պատճառներով: Ակնկալվում է նաև ընթացիկ հաշվի պակասորդի խորացում, ԿԲ արտարժույթային պահուստների նվազում, պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշի վատթարացում: Վերջինս լուրջ ռիսկեր կարող է առաջացնել հատկապես արտարժույթի փոխարժեքի և բյուջեի դեֆիցիտի՝ ներկայիս ՀՆԱ-ի նկատմամբ երեք տոկոսն անցնելու պարագայում:

Հաշվի առնելով նշված գործոնները՝ Հայաստանի համար հատկապես կարևոր խնդիր է դառնում տարբեր ոլորտներում իրականացվող արտաքին և ներքին քաղաքականությունների համակարգվածության և արդյունավետության բարձրացման ուղիների մշակումն ու ներդրումը: Ներկայումս երկրի գրեթե բոլոր գերատեսչությունները մշակում և իրականացնում են որոշակի ծրագրեր և չնայած դրանք բոլորն էլ առանձին-առանձին բավականին ճիշտ ուղղվածություն ունեն, սակայն ըստ էության կրում են զուտ տեղային բնույթ: Դրա պատճառն այն է, որ բացակայում են այն հիմնական մեխանիզմներն ու մոտեցումները, որոնք թույլ կտային գնահատել այդ մարմինների գործունեության արդյունքները այնպիսի միասնական նպատակների շուրջ, ինչպիսիք են աղքատության վերացումը, գործազրկության կրճատումը, տնտեսական աճի ապահովումը, գործարար ակտիվության բարձրացումը, եկամուտների աճի ապահովումը, որոնցից յուրաքանչյուրը երկրի ֆինանսական կայունությունն ապահովող կարևոր գործոն է: Տպավորություն է ստեղծվում, որ նշված հիմնախնդիրների լուծմանն են ուղղված երկրի քաղաքականություն իրականացրող բոլոր գերատեսչությունների ուժերն ու ջանքերը, բայց թե իրականում դրանցից, ո՞ր գերատեսչությունն է հիմնական պատասխանատվություն կրում երկրում ֆինանսատնտեսական կայունության համար, այդպես էլ հստակ չէ:

⁷⁰ <http://www.cba.am/AM/panalycalmaterialsresearches/Cirq.pdf>

Ներկայումս, ինչպես նշվեց աշխատանքի առաջին գլխում, ֆինանսական կայունության քաղաքականություն իրականացրող և դրա վերաբերյալ հաշվետվություն պատրաստող միակ պատասխանատու կառույցը ՀՀ կենտրոնական բանկն է, սակայն այն դա իրականացնում է զուտ մակրայրոդունցիալ գնահատականների հիման վրա՝ ապահովելով հիմնականում բանկային համակարգի ֆինանսական կայունությունը: Հայաստանի ֆինանսական կայունության ապահովման հանձնաժողովը, ի տարբերություն այլ երկրների նմանատիպ կառույցների, ընդգրկում է բացառապես ԿԲ պաշտոնատար անձանց: Նման սահմանափակ ուղղվածությունը և քաղաքականություն իրականացրող մարմինների գործունեության համադրելիության պահանջի բացակայությունը, անշուշտ, չեն կարող նպաստել ՀՀ ֆինանսական կայունության ապահովման համալիր պահանջների լուծմանը:

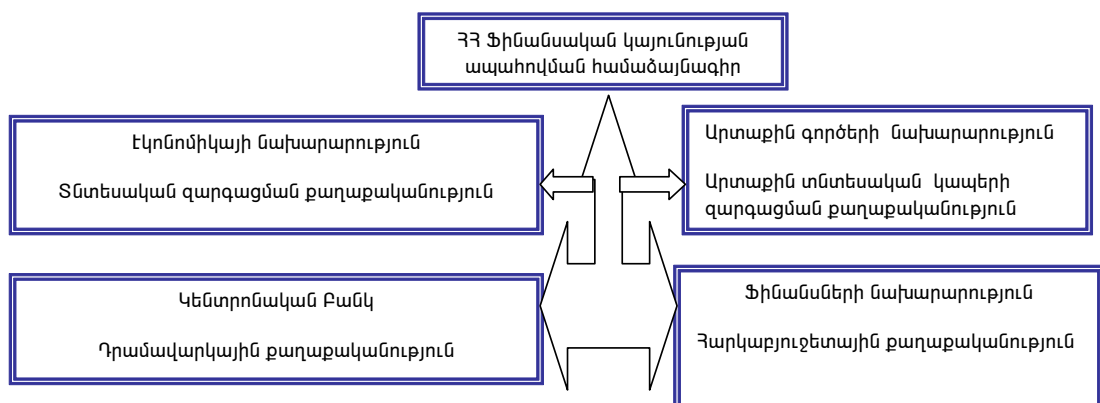
Տեսանելի արդյունքների հասնելու համար անհրաժեշտ է քաղաքականություններ իրականացրող մարմինների գործունեության համակարգման բարձր աստիճան՝ ըստ դրանց իրականացման համար համապատասխան պատասխանատվության բեռի ստանձման պահանջների: Ընդ որում, գործունեության բարձր համակարգվածությունը ենթադրում է, որ ՀՀ-ում մակրոտնտեսական և ֆինանսական կայունության ապահովման (պետական պարտքի իրացվելիություն, բյուջետային գործընթացների կանոնավոր և անխափան իրականացում, դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետություն և ֆինանսական շուկայում շուկայական մեխանիզմների բնականոն գործունեություն) քաղաքականություն իրականացրող մարմինները պետք է ամրագրեն համագործակցության հստակ սկզբունքներ: Այս առումով առաջին փորձը Հայաստանում արվել է 2006 թվականին, երբ ՀՀ ԿԲ-ն առաջին անգամ ձեռնամուխ եղավ երկրի կայունության մասին հաշվետվության պատրաստմանը: Դրանով պայմանավորված՝ հոկտեմբերի 13-ին ՀՀ ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարության ու կենտրոնական բանկի միջև կնքվեց համապատասխան համաձայնագիր, որտեղ կողմերը ամրագրեցին իրենց փոխհամագործունեության սկզբունքները (տե՛ս հավելված 13):

Այդ համաձայնագիրը, ինչպես տեսանք 2004-2008 թվականների կայունության վերլուծությունից, չափազանց կարևոր նշանակություն է ունեցել երկրում ֆինանսական

կայունության ապահովման համար: Սակայն 2008 թվականից ՀՀ ֆինանսաների նախարարությունը առանձնացվեց էկոնոմիկայի նախարարությունից և այն կորցրեց իր գործողությունը, իսկ նոր համաձայնագիր այլևս չի կնքվել:

Հարկ է նշել, որ նախկին համաձայնագրում էլ հստակ չէր, թե համաձայնագիրը ստորագրած մարմինները, ստանձնելով պարտավորություններ, ինչպիսի պատասխանատվություն են կրում դրանք ոչ պատշաճ իրականացնելու դեպքում, և ինչպես պետք է լուծվեին կողմերի միջև առաջացած հակասությունները:

Այս առումով կարծում ենք, որ ՀՀ կառավարությանն անհրաժեշտ է քաղաքականություն իրականացնող մարմինների համար մշակել և ընդունել ֆինանսական կայունության ապահովման գործառույթների համակարգման համաձայնագիր՝ ներառելով, մասնավորապես ՀՀ արտաքին գործերի, էկոնոմիկայի, ֆինանսների նախարարությունները և կենտրոնական բանկը: Համաձայնագրում հստակ պետք է նշվեն դրանցից յուրաքանչյուրի գործառույթների և պատասխանատվությունների շրջանակները: Կարծում ենք, որ այդ համաձայնագիրը կարելի է կնքել գծապատկեր 3.2.1-ում ներկայացված բլոկ սխեմային համապատասխան, որտեղ յուրաքանչյուր համաձայնագիր ստորագրող կողմ պետք է ձևավորի իր թիրախավորված պատասխանատվությունն ու մասնակցությունը՝ համախառն ներքին արդյունքի կայուն աճի ապահովման, արտաքին պետական պարտքի արդյունավետ կառավարման, ապրանքաշրջանառության ծավալների ճիշտ համամասնությունների ձևավորման համար:



Գծապատկեր 3.2.1. ՀՀ ֆինանսական կայունության ապահովման գործառույթներ իրականացրող պետական մարմինների բլոկ սխեմա

Գտնում ենք, որ այդ փաստաթուղթը պետք է ստանա օրենքի ուժ և բխի պարտադիր կատարման և կարգավորման օրենսդրական հարաբերություններից, իսկ հիմքում պետք է դրվի մարկոտնտեսական կայունության ապահովման այնպիսի նպատակ, որն առավելագույնս նպաստի ՀՀ ֆինանսական կայունության մակարդակի բարձրացմանը:

Ամփոփելով ասվածը՝ նշենք, որ որպես Հայաստանում կայունության բարձրացման ուղիներից կարելի է առանձնացնել հետևյալները.

- ՀՀ ֆինանսական կայունության ապահովման համալիր պահանջների լուծման համար անհրաժեշտ է քաղաքականություններ իրականացրող մարմինների գործունեության համակարգվածության բարձր աստիճանի ապահովում,
- քաղաքականություն իրականացնող բոլոր մարմինների համար անհրաժեշտ է մշակել և ընդունել ֆինանսական կայունության ապահովման գործառույթների համակարգման համաձայնագիր ՀՀ արտաքին գործերի, Էկոնոմիկայի, ֆինանսների նախարարությունների և Կենտրոնական Բանկի միջև, որտեղ հստակ պետք է նշվեն դրանցից յուրաքանչյուրի գործառույթների և պատասխանատվությունների շրջանակները, իսկ փաստաթուղթը պետք է ստանա օրենքի ուժ ու ենթադրի պարտադիր կատարման պահանջներ,
- պետական բյուջեի ծախսերի արդյունավետության բարձրացում հատկապես արտաքին պետական պարտքի կառավարման առումով. որպես այդպիսի ուղի կարող է լինել պետության կողմից արտոնությունների տրամադրումը կամ խրախուսումը այն ձեռնարկություններին, որոնք իրենց գործունեությամբ նպաստում են ֆինանսական միջոցների ներհոսքին,
- ֆինանսական կայունության արդյունավետ ռազմավարության իրականացման, դրա կարգավորման և վերահսկողության համար պետք է ստեղծել ֆինանսական կայունության հատուկ Խորհուրդ՝ կազմված նշված գերատեսչությունների համապատասխան պատասխանատու անձանցից: Այն ամբողջությամբ պետք է

պատասխանատվություն կրի ընդունված ռազմավարական խնդրի յուրաքանչյուր կետի արդյունավետ իրականացման համար:

3.3 Կայունության ապահովման ռազմավարական ռիսկերը և դրանց կառավարման առանձնահատկությունները

Ֆինանսական կայունության ապահովման ռիսկերի կառավարման հիմնահարցերը այսօր արդիական են աշխարհի գրեթե բոլոր երկրներում՝ անկախ դրանց զարգացվածության աստիճանից: Հարկ է նշել, որ հետազոտության այս բաժինը հիմնականում իրականացվել է ըստ Ֆրեդերիկ Մինսկու ֆինանսական անկայունության հիպոթեզի հիմնարար սկզբունքների համաձայն որոնց ֆինանսական կայունության ապահովման գործառույթները ներառում են ոչ միայն կայունության ապահովման հիմնահարցերը ըստ առանձին ոլորտների կամ շուկայի առանձին հատվածների, այլև դրանցից ծագող բոլոր ռիսկերի համախումբը ինչպես երկրի միկրո և մակրո մակարդակներում, այնպես էլ գործընկեր երկրների շրջանակներում⁷¹: Դրանցից որևէ մեկին նախապատվություն տալը կարող է խախտել դրանց հավասարակշռությունը, և հնարավոր է, որ դա պատճառ դառնա համակարգային անկանխատեսելի նոր ռիսկերի առաջացման: Այս առումով, անհրաժեշտ է ռիսկերի բացահայտումը և դրանց կառավարումը իրականացնել ոչ միայն արտաքին ռիսկերի գնահատմամբ և կանխատեսմամբ, ինչպես դա արվում է մեզանում, այլև դրանց ուսումնասիրությունը սկսել հենց երկրում գործող կազմակերպությունների ռազմավարական ներքին ռիսկերի բացահայտմամբ և կառավարմամբ, քանի որ դրանց արդյունավետ ու կայուն գործունեությամբ են պայմանավորված երկրի համախառն արտադրության և՛ ծավալները, և՛ կայունությունը:

⁷¹ Minsky H.P. The Financial Instability Hypothesis // The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Working Paper № 74. May 1992. P.7.

Ռազմավարական ռիսկ է համարվում շուկայական այնպիսի փոփոխությունները, որոնք ուղղակիորեն կամ անուղղակիորեն ազդում են կազմակերպության գործունեության արդյունքների վրա: Սկսած 70-ական թվականներից, իսկ ավելի ճիշտ՝ Բրետենվուդայան համաձայնագրի խզումից հետո ֆինանսական շուկաները դրանցում ի հայտ եկած տարատեսակ ռիսկերի աճի հետևանքով դարձան ավելի զգայուն հատկապես երբ այդտեղ նկատվեցին տոկոսադրույքների և սպառողական գների փոփոխական արտահայտված միտումներ: Այս պայմաններում առաջացավ անհրաժեշտություն մշակել և կիրառել ռիսկերի բացահայտման, չափման և կառավարման այնպիսի գործիքներ, որոնք կազմակերպություններին հնարավորություն կընձեռեն զերծ մնալու կամ գոնե նվազագույնի հասցնելու շուկայում տեղի ունեցող անորոշություններից առաջացող անցանկալի ելքերը:

Ռիսկի բացահայտման ամենապարզ մոտեցումը կազմակերպության տարեկան ֆինանսական հաշվետվություններում արտացոլված տվյալների մեկնաբանություններն են, որոնք անմիջականորեն վերաբերում են տվյալ կազմակերպությանը: Շատ կազմակերպություններ ֆինանսական հաշվետվություններից բացի ներկայացնում են նաև ղեկավարության կողմից իրականացվող ֆինանսական ուսումնասիրություն, որը նկարագրում և բացատրում է կազմակերպության ֆինանսական արդյունքների և ֆինանսական վիճակի հիմնական հատկանիշները, ինչպես նաև սկզբունքային անորոշությունների վերաբերյալ որոշակի դիտարկումներ է կատարում⁷²:

Ֆինանսական հաշվետվությունների ամբողջական փաթեթը, հաշվետու ժամանակաշրջանի վերջի դրությամբ, ներառում է⁷³

- ա) ֆինանսական վիճակի մասին հաշվետվություն,
- բ) համապարփակ ֆինանսական արդյունքների մասին հաշվետվություն,
- գ) սեփական կապիտալում փոփոխությունների մասին հաշվետվություն,
- դ) դրամական միջոցների հոսքերի մասին հաշվետվություն,

⁷² Հավելված ՀՀ կառավարության 2010 թվականի մարտի 11-ի N 235-Ն որոշման

⁷³ Հաշվապահական հաշվառման միջազգային ստանդարտ 1, «Ֆինանսական հաշվետվությունների ներկայացում», էջ 4.

ե) ծանոթագրություններ, որոնք բաղկացած են հաշվապահական հաշվառման քաղաքականության էական մասերի վերաբերյալ համառոտ տեղեկագրից և բացատրական այլ տեղեկությունից,

զ) ֆինանսական վիճակի մասին հաշվետվության՝ ամենավաղ ժամանակաշրջանի համադրությունը, երբ կազմակերպությունը հաշվապահական հաշվառման հետընթաց քաղաքականություն է կիրառում կամ կատարում է իր ֆինանսական հաշվետվությունների հոդվածների հետընթաց վերահաշվարկ կամ երբ վերադասակարգում է իր ֆինանսական հաշվետվությունների հոդվածները:

Նշված բոլոր հաշվետվությունները պարունակում են որոշակի «բանալիներ»՝ հասկանալու և որոշելու համար ռիսկի առկայությունը և կողմնորոշվելու, թե ռիսկի կառավարումը երբ և ինչպես ավելի արդյունավետ կլինի: Ինչպես ցանկացած կազմակերպության ֆինանսական մենեջեր կամ ռիսկի կառավարիչ, այնպես էլ ցանկացած երկրի հարկաբյուջետային քաղաքականություն մշակող մարմին պետք է ճշտեն երկրում գործող կազմակերպությունների ֆինանսական վիճակը և բացահայտեն այն ռիսկերը, որոնք կարող են ծառանալ իրենց առջև պատասխանելով մի շարք հարցերի: Դրանք են՝

1. Ինչպիսի՞ն է իր արտադրած ապրանքների պահանջարկը շուկայում:
2. Ընդարձակվու՞մ, թե՞ կրճատվում են իր գործարար շրջանակները:
3. Ինչպե՞ս են փոփոխվում կազմակերպության տարեկան հասույթի ցուցանիշը և ապրանքանյութական պաշարների պտույտների արագությունը:
4. Ինչե՞ս են փոփոխվում գործառնական ծախսերի հարաբերակցությունը տարեկան հասույթի նկատմամբ:
5. Հնարավո՞ր են պետենցիալ կորուստներ արտարժույթային գործառնություններից:
6. Որքա՞ն են կազմում արտահանման ծավալները ընդհանուր արտադրության նկատմամբ, և ի՞նչ ռիսկեր կարող են առաջանալ դրանց ծավալների մեծացումից:
7. Ինչպե՞ս է կազմակերպությունը սպասարկում իր պարտավորությունները, ինչպիսի՞ միտումներ են նկատվում՝ աճի՞, թե՞ նվազման, և ինչպիսի՞ն է նրա զգայունությունը տոկոսդրույքների տատանումների նկատմամբ:

8.Որքա՞ն է նրա երկարաժամկետ պարտավորությունների տեսակարար կշիռը գործող կապիտալում:

9.Կազմակերպությունը ինչպիսի հարկային խնդիրներ ունի:

Առաջնորդվելով այս տրամաբանությամբ՝ անհրաժեշտ է նախ վերլուծել կազմակերպության ֆինանսական հաշվետվությունները՝ բացահայտելու համար, թե ինչպես կարող են ազդել տոկոսադրույքների, գների, արտարժույթի փոխարժեքների փոփոխությունները կազմակերպության հասույթի կամ շուկայում նրա դիրքի վրա՝ պայմանականորեն անվանելով դրանք ռազմավարական ռիսկեր (strategic exposures)⁷⁴: Առաջին՝ կազմակերպությունը ենթակա է ռազմավարական ռիսկերի, եթե նշված փոփոխությունները կարող են ազդել իր սահմանած գների կամ իրական դրամական հոսքերի վրա: Երկրորդ՝ ֆինանսական գների փոփոխությունները կարող են ազդել կազմակերպության ակտիվների և պասիվների վրա դեռ չիրականացված, բայց պլանավորված գործարքներ իրականացնելիս: Այդպիսի ռիսկի օրինակ է, երբ մեծ ժամանակային խզում է առաջանում եկամուտների ստացման և ծախսերի կատարման ժամկետներում: Նման ռազմավարական ռիսկերը անվանենք պայմանական ռիսկեր (contingent exposures), իսկ այն ռիսկերը, որոնք կարող են ազդել կազմակերպության շուկայում գրաված դիրքի վրա, անվանենք մրցակացային ռիսկեր (competitive exposures): Ցանկացած կազմակերպության համար գնային տատանումների կառավարման ռիսկը լուրջ հիմնահարց է: Երկար ժամանակ այս ռիսկի կառավարման հիմնական գործիքներից էին ֆորվարդները և ֆյուչերսները, որոնք հայտնի են որպես գնային կարճաժամկետ ռիսկերի հեջավորման գործիքներ: Օրինակ՝ հումքի կարճաժամկետ հատվածում գների փոփոխությունից ռիսկը կառավարելու համար նա կարող է վաճառել ֆյուչերսներ տվյալ հումքի համապատասխան քանակության իր համար ընդունելի գնով՝ բացելով երկար դիրք և ընդհակառակը՝ երկարատև հատվածում ռիսկը կառավարելու համար գնել ֆյուչերսներ՝ բացելով կարճ դիրք: Վերջերս հեջավորման ավելի հուսալի գործիք են համարվում սվոպները, կեպերը, քոլլարները, որոնք գնային ռիսկերի կառավարման ժամանակ տալիս են նույն հնարավորությունները, ինչ որ տոկոսադրույքների ռիսկերը կառավարելիս: Այսօր

⁷⁴ *Journal of Applied Corporate Finance*, 4(1) (1989), pp. 18—26 Rawls, SfrW. and C.W. Smithson. «Strategic Risk Management

արդեն մշակվել են ավելի լայն հնարավորություններ ապահովող սինթետիկ գործիքներ, որոնցով հնարավոր է միաժամանակ կառավարել և՛ տոկոսադրույքների տատանումների ռիսկերը, և՛ գնային ռիսկերը մեկ գործիքով: Դա կարելի է իրականացնել հիբրիդ պարտքային գործիքներով, որոնք փոխարինում են լողացող տոկոսադրույքներով մի քանի պարտավորությունների՝ վերահիդեքսավորելով դրանք տվյալ հումքի գնի փոփոխությանը համապատասխան: Այդպիսի պարտավորությունների ձևավորման դեպքում կազմակերպությունը սկզբնական շրջանում վճարում է ավելի ցածր կուպոնային տոկոսադրույքներ, իսկ հումքի գինը իջնելու դեպքում կուպոնի արժեքի բարձրացման շնորհիվ ստանում է լրացուցիչ եկամուտներ: Այսպիսի հեջավորումը շատ նման է երկարաժամկետ փութ օպցիոնի վաճառքին:

Ինչպես տեսնում ենք, հեջավորման գործիքները շատ բազմազան են և ստեղծում են տարբեր հնարավորություններ տարբեր ռիսկերի համար: Յուրաքանչյուր կազմակերպություն ինքը պետք է ընտրի իր համար ընդունելի հեջավորման գործիքը իր կողմից գերակա դասվող ռիսկերի նկատմամբ: Սակայն ասվածը ոչինչ չի տա, եթե բացահայտված ռիսկերը չստանան իրենց քանակական գնահատականը: Քանի որ նշված բոլոր ռիսկերը միաժամանակ ի հայտ չեն գալիս, ապա գործնականում շատ ռիսկեր մասամբ կամ նույնիսկ ամբողջությամբ ծածկում են միմյանց, այդ պատճառով սրանց երբեմն անվանում են բնական հեջեր (natural hedges)⁷⁵: Սակայն, այնուամենայնիվ հույսը դնել բնական հեջերի վրա չի կարելի, քանի որ շատ դեպքերում դրանք կարող են պատճառ դառնալ նոր ռիսկերի առաջացման: Ուստի կազմակերպությունը պետք է կարողանա գնահատել ռիսկերի ծածկման մակարդակը և կողմնորոշվի մնացած ռիսկերի կառավարման հարցում, ինչը պահանջում է ռիսկերի քանակական գնահատման մեթոդների կիրառում: Այդ մեթոդներից իր պարզությամբ առավել նախընտրելի է կազմակերպության «Ֆինանսական արդյունքների մասին հաշվետվություն» մոդելի կիրառումը, որը կառուցվելու համար նախ պետք է խնամքով մուտքագրել հաշվետվություններում առկա բոլոր այն հոդվածները, որոնք ռիսկեր են

⁷⁵ John F. Marshall, Vipul K. Bansal, FINANCIAL ENGINEERING, New York Institute of Finance, New York, London, Toronto, Sydney, Tokyo, Singapore. 1992, p 295.

պարունակում: Այնուհետև առանձին բլոկում, որը կոչվում է կանխատեսումների բլոկ (assumptions block), մուտքագրվում են այն հնարավոր կանխատեսելի ընթացիկ գները, որոնք սպասվում են դիտարկվող հաշվետու ժամանակաշրջանում: Այնուհետև առաջին բլոկում մուտքագրված տվյալները կորրեկցվում են կանխատեսումներում բերված գների հետ, որի շնորհիվ հնարավոր է դառնում ստանալ դրանցում առկա այն փոխադարձ գործառական կապը, որն ընկած է կազմակերպության ծախսերի և եկամուտների միջև: Սակայն, քանի որ կազմակերպության հիմնական նպատակը ոչ միայն գնային կապերի ստացումն է, այլ նաև ակտիվների ու պասիվների հեջավորման գործիքների ընտրությունը, ապա սյուն մոդելը պետք է ապահովի նաև ստանալ ակտիվների և պասիվների արժեքների փոփոխության կապը դրանցում առկա ռիսկերից:

Այսպիսով, ունենալով դիտարկվող տոկոսադրույքների, գների փոփոխությունների, փոխարժեքների տատանումների գործառական ազդեցությունը կազմակերպության հասույթի կամ շահույթի վրա՝ կարելի է ստանալ կազմակերպության տվյալ ժամանակաշրջանի հնարավոր ֆինանսական արդյունքները: Զարգացած երկրների շատ կազմակերպություններ արդեն վաղուց օգտագործում են այս մոդելը իրենց ռազմավարական ռիսկերի կառավարման համար: Սակայն այսպիսի վերլուծություն անցկացնելու համար անհրաժեշտ է տիրապետել տվյալների մեծ բազայի, ինչի հնարավորությունն ունի միայն տվյալ կազմակերպությունը, հետևաբար յուրաքանչյուր կազմակերպություն ինքը պետք է շահագրգիռ լինի սեփական ռազմավարական ռիսկերը բացահայտելու և դրանք կառավարելու գործում: Բայց քանի որ կազմակերպությունները գործում են շուկայում և ներկայացնում են տնտեսական գործունեության որևէ ոլորտ, ապա կարևոր է դառնում տիրապետել տվյալ ոլորտում առկա ֆինանսական ռիսկերին արդեն ամբողջ տնտեսության մակարդակով, քանի որ դրանով է պայմանավորված երկրում տնտեսության կայուն զարգացում ապահովելու երաշխիքը:

Հարկ է նշել, որ ֆինանսական միջնորդություն իրականացրող ՀՀ կազմակերպությունները վաղուց արդեն օգտագործում են ռիսկերի կանխարգելման մեխանիզմներ, ավելին՝ դրանց նկատմամբ կիրառվում են ռիսկերի վերահսկողության

պարտադիր նորմատիվներ: Արտադրական տնտեսվարող սուբյեկտների նկատմամբ, որոնց գործունեությամբ է հիմնականում պայմանավորված երկրի տնտեսական կայուն զարգացման գրավականը, դեռևս այդպիսի որևէ պահանջ կամ վերահսկողություն Հայաստանում չի իրականացվում:

Հետևաբար, եթե համապատասխան պետական հարկաբյուջետային քաղաքականության մշակող, վերահսկող և կարգավորող մարմնները ստեղծեն կազմակերպությունների ռազմավարական ռիսկերի գնահատման տվյալների բազա՝ անկախ կազմակերպության չափերից, ապա դա հանրապետությունում հնարավորություն կստեղծի՝

- բարձրացնել տնտեսվարող սուբյեկտների գործարար ակտիվությունը,
- կրճատել գործազրկության մակարդակը,
- բարձրացնել բնակչության սոցիալական ապահովվածության աստիճանը,
- ապահովել երկրում կայուն տնտեսական աճ:

Նշված նպատակներին հասնելու համար առավել կարևոր հիմնահարց է հնարավոր ռիսկերի կառավարման լուծմանն ուղղված գործընթացների կազմակերպումը հանրապետությունում: Սակայն բարձրացված հիմնահարցերը լուծելու ուղիներն արդեն շաղկապվում են ֆինանսական շուկաների զարգացման հիմնախնդիրների հետ, քանի որ դրանց կառավարման արդյունավետությունը պահանջում է ոչ թե հեջավորման, մեկ գործիքի, այլ տարբեր հնարավորություններ ստեղծող բազմազան գործիքների առկայություն, որտեղ յուրաքանչյուր կազմակերպություն ինքը պետք է ընտրի իր համար ընդունելի հեջավորման գործիքը իր կողմից գերակա դասվող ռիսկերի նկատմամբ:

Միկրոտնտեսական ներքին ռիսկերն իրենց ուղղակի արտացոլումն են գտնում, նաև երկրի մակրոտնտեսական ռիսկերի ձևավորման վրա՝ մասնավորապես արտաքին առևտրի գործարքների հետ կապված: Միջազգային պրակտիկայում լայն կիրառություն ունի այնպիսի ֆինանսական գործիքի կիրառումը, ինչպիսին է արտահանման վարկը: Դա հատկապես կարևորվում է այն երկրների համար, որոնց ապրանքաշրջանառությունում գերակշռում են ներկրման գործարքները: Փաստորեն, դա ապահովագրական վկայագիր է, երաշխիք կամ ֆինանսական համաձայնագիր,

որն օտարերկրյա գնորդին ապահովում է ապրանքների/ծառայությունների արտահանում՝ վճարման ժամկետի որոշակի հետաձգմամբ: Ընդ որում, արտահանման վարկը կարող է ընդունել սպառողական վարկի ձև կամ դառնալ մատակարարի կողմից անմիջականորեն գնորդին կամ նրա բանկին տրամադրված փոխառություն: Սակայն այդպիսի գործարքներում առանձնակի նշանակություն է ստանում երկրի ռիսկ կատեգորիան, որով վարկատու կողմը, բացի վարկի տոկոսավճարներից, գանձում է նաև հավելավճար՝ ծածկելու համար արտահանման վարկի չվճարման ռիսկը և արտահանման վարկավորման հետ կապված երկարաժամկետ գործառնական ծախքերն ու վնասները: Դրանց չափը, ըստ էության, կախված է երկրի ռիսկի մակարդակից, որը սահմանվում է երկրների կողմից արտահանման վարկավորման գործարքների համար կնքվող համաձայնագրերում նվազագույն ռիսկի հավելավճար որոշելու ժամանակ և անհարկի բարձրացնում է մատակարարվող ապրանքների գները: Այդ համատեքստում պատահական չէ, որ Տնտեսական համագործակցության և զարգացման կազմակերպությունը (ՏՀՀԿ) մշտադիտարկումներում, կատարում է հետազոտական աշխատանքներ՝ դիտարկվող երկրները դասակարգելով ըստ ռիսկայնության 8 կատեգորիաների⁷⁶: Ընդ որում, քաղաքական և վարկի չվճարման ամենաբարձր ռիսկ ունեցող երկրները դասվում են 7-րդ կատեգորիային, իսկ ամենացածր ռիսկի մակարդակ ունեցողները՝ 1-ին: Քաղաքական ռիսկի մակարդակը, ըստ ՏՀՀԿ մեթոդաբանության, գնահատվում է ձեռնարկատիրական ռիսկերի կառավարման շուկայական մեխանիզմներով ապահովված լինելու աստիճանով: Այսինքն՝ ձեռնարկատերերը ինքնուրույն են կառավարում իրենց ռիսկերը, առանց կառավարության աջակցության կամ միջամտության: Հայաստանը, 2014 թվականին դիտարկված 201 երկրների շարքում 30 այլ երկրների հետ դասվել է 6-րդ կատեգորիայում՝ առաջ անցնելով միայն Բոսնիա-Հերցեգովինայից և Կոսովոյից, որոնք դասվել են 7-րդ կատեգորիային:

Իսկ, ըստ «Մուդիզ» վարկանիշային կազմակերպության՝ Հայաստանի սուվերեն վարկանիշը, որը գնահատվում է 4 գործոններով, «տնտեսական կայունության» գործոնը գնահատվել է ցածր, «ինստիտուցիոնալ կայունության» գործոնը՝ չափավոր

⁷⁶ Country Risk Classification of the Participants to the Arrangement on Officially Supported Export Credits// OECD 1999-2014, <http://www.oecd.org/tad/xcrc/cre-crc-current-english.pdf>:

ցածր, «ֆինանսական կայունության» և «իրավիճակային ռիսկերի նկատմամբ զգայունությունը» և դրանից բխող «ֆինանսական հուսալիությունը»՝ նույնպես գնահատվել են չափավոր: 2014թ. սեպտեմբերի 16-ին հրապարակած զեկույցում, «Մուդիզը» վերլուծելով Հայաստանի տնտեսական և քաղաքական իրավիճակը, նշել է այն ռիսկերը, որոնք կարող են միջնաժամկետ կամ երկարաժամկետ հատվածում ազդել ՀՀ սուվերեն վարկանիշի վրա: Ըստ այդ դիտարկման՝ Հայաստանի սուվերեն վարկանիշի հեռանկարը չափավորից կարող է դառնալ բացասական՝ տնտեսական աճը դանդաղելու և ապագա տնտեսական անորոշությունների ռիսկով պայմանավորված: Տնտեսական անորոշությունների ռիսկերը հիմնականում պայմանավորված են գործընկեր երկրներից փոխանցվող ռիսկերով (տե՛ս հավելված 9): Ինչպես տեսում ենք հավելված 9-ում ներկայացված տվյալներից, Հայաստանի գործընկեր երկրների ցանկը աչքի չի ընկնում ոչ աշխարհագրական առումեով և ոչ էլ արտահանման ծավալների մեծությամբ: 100 միլիոն դոլարից ավելի արտահանում իրականացվել է ընդամենը երեք երկրներում, որոնցից ամենաշատը՝ Ռուսաստան՝ 308.4, Գերմանիա՝ 158.5 և Չինաստան՝ 171 մլն դոլար: Հարկ է նշել, որ ԵՄ երկրների հետ 2006-ից 2008 թվականներին արձանագրվող արտահանման ծավալների աճը, 2008-ից սկսած, արտահայտված նվազման միտումներ են արձանագրել, բացառությամբ Գերմանիայի: Հատկապես նկատելի է դեպի Չինաստան և Կանադա արտահանման ծավալների աճը վերջին տասը տարիների ընթացքում. Չինաստանի՝ 21.7-ից հասել է 171-ի, իսկ Կանադայի՝ 8.2-ից 93.3 մլն դոլարի, ինչը, անշուշտ, չափազանց կարևոր դրական զարգացում կարելի է համարել: Նախկին հիմնական գործընկեր երկրներից Նիդերլանդների և Բուլղարիայի հետ արտահանման ծավալները նշված ժամանակաշրջանի համեմատությամբ նվազել են շուրջ երկու անգամ: Այս հանգամանքը կարելի է բացատրել ոչ միայն ճգնաժամի գործոնով, այլ նաև հայտնի քաղաքական զարգացումներով: Դրանց հակառակ՝ դինամիկ աճ են արձանագրել արտահանման ծավալները այլ երկրներ՝ 2014 թվականին կազմելով 163.4 մլն դոլար:

Հատկանշական է այն հանգամանքը, որ մեր արտադրողները, անկախ արտահանման անշան ծավալներից, այդուհանդերձ փորձում են իրենց արտադրանքի

համար գտնել իրացման շուկաներ: Դա է վկայում հավելված 10-ում ներկայացված տվյալները. արտահանման ցուցանիշները սկսվում են 100 հազ դոլարից և չեն գերազանցում 3.5 մլն դոլարը:

Բերված տվյալներից ակնհայտ է դառնում, որ Հայաստանի արտաքին ռիսկերն ու տնտեսական անորոշությունները հիմնական կապված են Ռուսաստանի տնտեսական և քաղաքական զարգացումներից, քանի որ այս երկիրը ոչ միայն մեր հիմնական քաղաքական այլև տնտեսական գործընկերն է:

Բոլորովին այլ պատկեր ենք ստանում, երբ դիտարկում ենք ՀՀ ներկրման շուկաները ըստ գործընկեր երկրների. ընդ որում՝ և՛ աշխարհագրությամբ, և՛ ծավալներով (տե՛ս հավելված 11): Ինչպես տեսնում ենք հավելվածից, տարբեր երկրներից ներկրվող ապրանքների նվազագույն ծավալը 10 մլն դոլար է (Իսրայել և Չեխիա), իսկ ամենաբարձրը՝ 771 մլն դոլար (Ռուսաստան). վերջինս շուրջ 2.5 անգամ գերազանցում է արտահանման ծավալները: Հարկ է նկատել նաև, որ Եվրամիության մեջ մտնող երկրներից, ներկրման ծավալները արձանագրում են աճի միտումներ:

Հատկապես ուշագրավ է Ուկրաինա-Հայաստան տնտեսական հարաբերությունների զարգացման միտումները, որոնք չնայած Ուկրաինայի քաղաքատնտեսական ծանր իրավիճակին՝ ներկրման ծավալները այդ երկրից քառակի աճել են: Հարկ է նաև նշել, որ ապրանքաշրջանառության ակտիվացում է նկատվել հարևան Իրանի և Վրաստանի հետ: Չնայած այն հանգամանքին, որ ներկրման ծավալները այս երկրներից, միևնույնն է, գերազանցում են արտահանման ծավալները (Վրաստանի հետ շուրջ 5 անգամ, Իրանի հետ 2.5)՝ այդուհանդերձ դա չափազանց դրական զարգացում կարելի է ընդունել տարածաշրջանային տնտեսական ինտեգրմանը նպաստող գործոնի առումով:

Առավել դրական են Չինաստան Հայաստան ապրանքաշրջանառության զարգացումները. այստեղ արձանագրվել է գրեթե հավասարակշռված հարաբերություններ. արտահանում՝ 171, ներկրում՝ 194.8 մլն դոլար, ինչը նշանակում է հավասարակշռված առևտրային հարաբերություններ:

Եվրասիական տնտեսական միության մեջ մտնող մյուս երկու երկրների հետ (Բելառուս և Ղազախստան) առևտրային մեծ զարգացումներ չեն արձանագրվել ոչ

արտահանման և ոչ էլ ներկրման գծով: Բելառուսի հետ՝ արտահանումը 2014-ին կազմել է 9, իսկ ներկրումը 29.5 մլն դոլար, Ղազախստանի հետ համապատասխանաբար 7 և 5.5, չհասնելով նույնիսկ վերը նշված հիմնական գործընկեր երկրների նվազագույն շեմին: Թուրքմենստանի հետ հարաբերություններում արտահանումը գերազանցում է ներկրմանը շուրջ 70 անգամ (արտահանում՝ 14, ներկրում՝ 0.2 մլն դոլար): Հավելված 12-ում ներկայացված են այն քիչ երկրների ցանկը, որտեղից ներկրման ծավալները չեն գերազանցում 10 մլն դոլարը:

Ամփոփելով տնտեսական զարգացումների անորոշություններով պայմանավորված ռիսկերի վերլուծությունները՝ կարելի է արձանագրել, որ ամենաէական ռիսկեր կարող են առաջացնալ Ռուսաստանում ընթացող անորոշ զարգացումները: Մյուս երկրներից փոխանցվող ռիսկերը, հատկապես ԵՏՄ երկրներից փոխանցվող ռիսկերն արտահանման տեսանկյունից աստիճանաբար թուլանում են:

Ինչպես տեսանք, Հայաստանն արտաքին աշխարհի համար տնտեսական մեծ հետաքրքրություն չի ներկայացնում, ուստի այս պարագայում Հայաստանի համար չափազանց կարևոր հիմնահարց է դառնում բարելավել իր տնտեսական և քաղաքական շահերը տարածաշրջանի երկրների, հատկապես Իրանի և Վրաստանի հետ: Ֆինանսական կայունության ապահովման առումով դարձյալ կարևորվում է ներքին արտադրության զարգացման անհրաժեշտությունը, քանի որ, վերջին զարգացումներով պայմանավորված, իրոք մեծանում են դեպի ասիական երկրներ արտահանման հնարավորությունները, ընդ որում՝ առանց որակի բարձր պահանջներ առաջադրելու: Մանավանդ, որ այդ ճանապարհով լուծվում է նաև զբաղվածության հիմնահարցը հատկապես միջին տարիքի անձանց համար, քանի որ նրանց երկարաժամկետ գործազուրկ լինելը կարող է ծնել նոր ռիսկեր, իսկ նրանց մասնագիտական հմտությունների կորուստը հետագայում հանրապետությունում աշխատուժի պակասի խնդիրներ է առաջացնելու: Ասվածով են պայմանավորված այն բոլոր անբարենպաստ տնտեսական կանխատեսումները, որոնք կատարում են միջազգային կազմակերպությունները Հայաստանի վերաբերյալ:

Կարծում ենք, որ երկրում ֆինանսական կայունության ապահովման համար ներքին և արտաքին ռիսկերի կառավարման և տնտեսական զարգացման համադրված երկարաժամկետ ռազմավարության մշակման և դրա փոխհամաձայնեցված իրականացման դեպքում կարող են լուծում ստանալ Հայաստանի համար ներկայումս չափազանց կարևոր, միաժամանակ հրատապ հիմնահարցերը:

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ

Ատենախոսության շրջանակներում դրված հիմնախնդիրների լուծման ուղղությամբ իրականացված վերլուծությունները, ուսումնասիրությունները և միջազգային փորձի հիման վրա կատարված ընդհանրացումները թույլ են տալիս կատարել մի շարք հետևություններ և եզրահանգումներ, որոնցից հիմնականները հետևյալն են.

1. Ուսումնասիրելով և ամփոփելով ֆինանսական կայունություն հասկացության էությունը և դրա գնահատման առկա մոտեցումները՝ կարելի է սահմանել, որ ֆինանսական կայունությունը տնտեսության այնպիսի վիճակ է, երբ տնտեսությունում առկա՝ տնտեսական և ֆինանսական համակարգերը գործում են փոխկապակցված՝ խթանելով տնտեսության կայուն, տևական, հավասարակշռված զարգացում, իսկ ֆինանսական կայունությունը՝ գնահատել հետևյալ 4 չափանիշներով՝

- ֆինանսական միջնորդ ինստիտուտների զարգացվածություն և հուսալիություն ապահովող ֆինանսական գործիքների առկայություն,
- ֆինանսական հոսքերի կարգավորում ինչպես ներքին, այնպես էլ արտաքին շուկաներում,
- վարկային շուկայի հասանելիության և վարկունակության բարձրացմանը նպաստող միջավայրի առկայություն,
- ֆինանսական համակարգի հնարավորություններով հակազդել իրական հատվածի կամ համակարգի մյուս ինստիտուտների գործունեության բացասական ազդակներին:

2. Ֆինանսական կայունության գնահատման անհրաժեշտությունն առաջացավ վերջին երեսուն տարիներին, երբ ֆինանսական համակարգում տեղ գտած ճգնաժամերը հաճախակի դարձան, իսկ դրսևորումները՝ զանազան: Ճգնաժամերը, որպես կանոն,

արդյունք են բազմաթիվ, մեկը մյուսի հետ փոխկապակցված գործոնների շղթայական անդրադարձի, և առանձնացնել դրանցից որևէ մեկը որպես հիմնական ու առանցքային գրեթե անհնար է: Դեռևս 90-ականների կեսերից ֆինանսական կայունության ապահովումը դարձավ մի շարք երկրների կենտրոնական բանկերի (Անգլիա, Շվեդիա, Իսլանդիա, Նորվեգիա և այլ) երկրորդ հիմնական խնդիրը: Ավելի ուշ այդ երկրներին միացան նաև մի շարք զարգացող երկրներ, մասնավորապես Ռումինիան, Կատարը, Պակիստանը, Մակեդոնիան, Ղազախստանը, Հայաստանը, Վրաստանը, Բոլիվիան, Բանկլադեշը, Բահրեյնը և այլն, որոնք նույնպես սկսեցին հրապարակել ֆինանսական կայունության հաշվետվություններ: Հաշվետվությունների հրապարակման փաստից և հաճախականությունից բացի, չափազանց կարևորվում է նաև դրանցում ներառված չափորոշիչների ամբողջականությունը, փորձագետների համապատասխան մեկնաբանությունները, քանակական վերլուծության արդյունքները և այլն: Ակնհայտ է, որ դրանց հիմնավորվածության և արժանահավատության դեպքում միայն հնարավոր կլինի գնահատել տվյալ երկրի տնտեսական և ֆինանսական կայունության մակարդակը: Այդ առումով որոշ երկրներ, ինչպիսիք են Նոր Զելանդիան, Լեհաստանը, Պորտուգալիան, Հարավային Աֆրիկան, Շվեդիան և Անգլիան հաշվետվություններում մանրամասն ներկայացնում են յուրաքանչյուր չափորոշիչի քանակական արժեքը և սթրես թեստերի վերլուծության արդյունքները: Այս հանգամանքն անշուշտ բարձրացնում է ներկայացվող հաշվետվությունների արժանահավատությունը և վստահությունը երկրի վարած տնտեսական և դրամավարկային քաղաքականությունների նկատմամբ:

3. Խորությամբ և համակողմանիությամբ հատկապես առանձնանում է Անգլիայի բանկի հաշվետվությունների կազմման և ներկայացման փորձը, որը բխում է երկրի «Ֆիսկալ կայունության» մասին կողքսի պահանջներից: Այն կառուցված է չորս առանցքային սկզբունքների միաժամանակյա բավարարման պայմաններից՝ արժանահավատություն, թափանցիկություն, կայունություն և վճարունակություն: Անգլիայի կառավարության ֆինանսական կայունության քաղաքականությունն իրականացվում է հիմնականում երկու ուղղություններով՝

- միջնաժամկետ հատվածում երաշխավորել պետական ֆինանսական համակարգի կայունությունը՝ ապահովելով եկամուտների և ծախսերի արդար բաշխման համամասնությունը աշխատող և չաշխատող բնակչության միջև,
- կարճաժամկետ հատվածում կիրառել այնպիսի դրամավարկային քաղաքականություն և կարգավորիչներ, որոնք կխթանեն երկրի տնտեսական աճը:

Ֆինանսական կայունության ապահովման նշված ուղղություններից առաջինի դեպքում կառավարությունը միջոցներ է հատկացնում միայն կապիտալ ծախսեր իրականացնելուն, իսկ երկրորդի դեպքում պարտքի մակարդակը չպետք է գերազանցի ՀՆԱ-ի 40 տոկոսը: Ֆինանսական կայունության ապահովման նպատակով երկրում ստեղծված է հատուկ համակարգ, որի կառավարման մշտական գործող հանձնաժողովի անդամներն են կառավարության, ֆինանսական կարգավորման ու վերահսկողության վարչության և Անգլիայի բանկի նախագահները: Պարբերաբար անցկացվող նիստերի ընթացքում հանձնաժողովի կողմից բացահայտվում են բոլոր այն ռիսկերը, որոնք կարող են բացասական ազդեցություն ունենալ երկրի ֆինանսական կայունության վրա: Բացահայտված ռիսկերի կառավարման արդյունավետ ուղիներ մշակելուց բացի՝ այստեղ կիրառվում է նաև հեռանկարային ֆինանսական պլանավորման մոտեցում, որտեղ տրվում է առաջիկա երկու-երեք տարիների ընթացիկ ծախսերի և պետական ներդրումների աճի առավելագույն սահմանաչափը՝ ելնելով նախորդ տարիների համախառն ներքին արդյունքի ցուցանիշներից: Այս մոտեցումների շնորհիվ Անգլիայի տնտեսությունը և ֆինանսական համակարգն իրենց կայունությամբ էականորեն տարբերվում են մինչև անգամ այլ զարգացած երկրներից:

4. Հայաստանի Հանրապետությունում ֆինանսական կայունության ապահովմանն ուղղված քաղաքականությունը մի շարք օբյեկտիվ և սուբյեկտիվ պատճառներով պայմանավորված դեռևս չի կրում այնպիսի կանոնակարգված և համալիր բնույթ, ինչպիսին զարգացած ֆինանսական համակարգ ունեցող երկրներում է: Հանրապետությունում այդ ուղղությամբ վարվող քաղաքականությունը հիմնականում ունի.

- կանխարգելիչ ուղղվածություն, երբ համակարգի վիճակը գնահատվում է կայուն,
- շտկող ուղղվածություն, երբ առկա է կայուն վիճակից համակարգի դուրս գալու հավանականություն,
- վերականգնողական ուղղվածություն, երբ ֆինանսական համակարգի տատանումներն անցել են կայունության թույլատրելի միջակայքի սահմանները՝ և այն այլևս ի վիճակի չէ իրականացնել իր ֆինանսական միջնորդի ու վճարահաշվարկային հարաբերությունները կարգավորողի գործառույթները:

5. ՀՀ ֆինանսական համակարգը դեռևս գտնվում է ձևավորման փուլում, որտեղ ներկայումս դոմինանտ է բանկային համակարգը: Վերջինիս կայունությունն, ըստ էության, դարձել է հանրապետության ֆինանսական համակարգի կայունության բնութագրիչ, որի բարելավմանն ուղղված քաղաքականությունը բացառապես հիմնված է մակրոպրոդեցնցիալ գնահատականների վրա: Այսինքն, հանրապետության ֆինանսական կայունության հաշվետվությունը հիմնականում ներկայացնում է ԱՄՀ կողմից սահմանած 39 չափորոշիչներից միայն 7-ը՝ նորմատիվային ընդհանուր կապիտալ/ռիսկով կշռված ակտիվներ, նորմատիվային հիմնական կապիտալ/ռիսկով կշռված ակտիվներ, չափատող վարկեր/ընդհանուր վարկեր, շահութաբերություն ըստ ակտիվների, շահութաբերություն ըստ կապիտալի, իրացվելի ակտիվներ/ընդհանուր ակտիվներ և իրացվելի ակտիվներ/ցապահանջ պարտավորություններ:

6. Հայաստանի ֆինանսական կայունության ապահովման նպատակով ստեղծված հանձնաժողովը, ի տարբերություն այլ երկրների նմանատիպ կառույցների, կազմված է բացառապես ԿԲ-ի պաշտոնատար անձանցից: Այս հանգամանքը, որոշակի բացասական դեր ունի հանրապետությունում ֆինանսական կայունության իրական մակարդակի գնահատման գործում, քանի որ այն հիմնականում հետապնդում է ֆինանսական համակարգը փլուզումից զերծ պահելու նպատակ, որպեսզի ապահովվի իրացվելիության անհրաժեշտ մակարդակ, գործարքների և փոխանցումների անխափան իրականացում, տնտեսությունում խնայողությունների ներդրման հնարավորություն: Դիրքորոշման սահմանափակ ուղղվածությունը և ոչ հետևողական

Ֆիսկալ քաղաքականության իրականացումը նվազեցնում են հաշվետվության՝ որպես երկրի ֆինանսական կայունության ամբողջական զեկույցի արժանահավատությունը:

7. Յուրաքանչյուր երկրում ֆինանսական կայունության ապահովմանն ուղղված վերլուծություններ իրականացնողները, համապատասխան քաղաքականություն մշակողները կրում են որոշակի պատասխանատվություն ինչպես միջնորդային կայունության համար երկրի ներսում, այնպես էլ միջազգային տնտեսական կապերի կայունության համար, քանի որ անկայունություն ստեղծող ազդակների կենտրոնացումները լուրջ խնդիրներ են առաջացնում բոլոր տեսանկյուններից: Ֆինանսական կայունության հաշվետվությունների հիմնական նպատակը հասարակայնության, ֆինանսական համակարգի մասնակիցների և ֆինանսական քաղաքականություն իրականացնող մարմինների՝ երկրի ֆինանսական կայունության վերաբերյալ տեղեկացվածության և վստահության մակարդակի բարձրացումն է:

8. Ի տարբերություն գների կայունության ապահովման, կենտրոնական բանկի համար ֆինանսական կայունության ապահովման միասնական ցուցանիշ սահմանված չէ, որի վարքագծին հետևելով կարելի է դատողություն անել տվյալ երկրում ֆինանսական կայունության մակարդակի վերաբերյալ: Ներկայումս գնալով ավելանում է այն երկրների թիվը, որոնք իրենց տարեկան ֆինանսական կայունության հաշվետվության մեջ ներկայացնում են ֆինանսական համակարգի կայունության (կամ անկայունության) ինտեգրալ գործակիցը: Ֆինանսական համակարգի կայունության գործակիցը նախատեսված է սպառողների լայն շրջանակի համար: Այն հնարավորություն է տալիս պատկերացում կազմել ֆինանսական համակարգի տատանողականությունների վերաբերյալ, դինամիկ ներկայացնում է ֆինանսական համակարգի կայունության վիճակը ժամանակաշրջանի ընթացքում և թույլ է տալիս համեմատել նախորդ և ներկա ժամանակահատվածների վարքագիծը: Նման գործակիցը բավականին օգտակար գործիք է քաղաքականություն մշակողների համար, քանի որ ֆինանսական կայունության սահմանումների բազմազանության մեջ դժվար է կողմնորոշվել, թե ինչպիսի փոփոխականի միջոցով պետք է ներկայացվի ֆինանսական կայունության քանակական գնահատականը: Այն կարևոր է նաև այլ վերլուծություններում որպես ֆինանսական կայունության մակարդակի մոտարկում օգտագործելու տեսանկյունից:

9. Ինչպես ցույց տվեցին կատարված վերլուծությունների արդյունքները, ԱՄՀ կողմից դեռ 2003 թվականին երկրների տնտեսությունների կայունության մոնիտորինգի իրականացման նպատակով մշակված ֆինանսական կայունությունը բնութագրող շուրջ 39 ցուցանիշների համախումբը թույլ չտվեց կանխատեսել 2008-2009 թվականների ֆինանսական անկայունություն ստեղծող գործոնների առկայությունը: Շատ երկրների կենտրոնական բանկերի գնահատմամբ, ԱՄՀ-ի կողմից առաջարկվող մի քանի տասնյակի հասնող տարբեր ուղղվածության մեկ և մի քանի ցուցանիշների միաժամանակյա փոփոխությունները դժվարացնում են, երբեմն նույնիսկ անհնարին են դարձնում դրանց ազդեցության մակարդակի գնահատումը երկրի կայունության վրա, ինչպես նաև չեն տալիս կայունության փոփոխությունների վերաբերյալ օպերատիվ տեղեկություններ երկրի իրական կայունության մասին պատկերացում կազմելու համար: Այս հիմնահարցի լուծման նպատակով, մի շարք երկրների կենտրոնական բանկեր արդեն իսկ 2008 թվականից մշակեցին ֆինանսական կայունության ինտեգրալ գործակցի (ՖԿԻԳ) հաշվարկման մոտեցումներ՝ դրա համար կիրառելով տարբեր մեթոդներ և գնահատման մեխանիզմներ: Այդպիսի երկրներից էին, Չեխիան, Թուրքիան, Կոլումբիան և այլ, իսկ սկսած 2010 թվականից նման մոտեցում սկսեց կիրառել նաև ԱՄՀ-ն համաշխարհային տնտեսության կայունության բնութագրման ժամանակ:

10. ՀՀ ԿԲ-ն ֆինանսական կայունությունը գնահատում է զուտ բանկային համակարգի կայունությունը բնութագրող 7 ցուցանիշների համախմբով, ընդ որում ՀՀ կենտրոնական բանկը ինտեգրալ ֆինանսական կայունության գործակցից չի հրապարակում, բայց ՀՀ Կենտրոնական բանկի ճանաչողական հրապարակումներում կարելի է գտնել 2003-2010թ.թ.-ի համար հաշվարկված բանկային համակարգի ինտեգրալ գործակցիցը ըստ եռամսյակների: Այդ գործակցիցների վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ ՀՀ ֆինանսական կայունությունը դրական ցուցանիշ արձանագրել է 2005-2007 թվականներին, երբ հանրապետությունում արձանագրվել է երկնիշ տնտեսական աճ: Այն, տնտեսական անկմանը զուգընթաց էականորեն վատացել է 2008-ից հետո, աստիճանաբար գրանցելով նվազման միտումներ և հասել է միջև -1.5 մակարդակի: Համեմատության համար դիտարկելով, Իսրայելի հանրապետության կայունության

ցուցանիշի դինամիկան նույն ժամանակաշրջանի համար, որոնք հրապարակվում են յուրաքանչյուր եռամսյակի համար, տարեկան երկու անգամ հրապարակվող ֆինանսական կայունության հաշվետվություններում, պարզ դարձավ, որ Իսրայելի հանրապետության ֆինանսական կայունության ցուցանիշներն էլ, հիմնական բաղադրատարրերի մեթոդով հաշվարկման ժամանակ, 2008 թվականից հետո գրանցել են նվազման միտումներ: 2010-ին այն գրեթե նույն մակարդակում է եղել ինչ որ Հայաստանի Հանրապետության կայունության ցուցանիշը՝ -1.5ից -2-ի միջակայքում: Ներկայումս, ինչպես մեզ մոտ, այնպես էլ Իսրայելի Հանրապետությունում կայունության գործակիցը դեռ դրական միտումներ չի արձանագրում:

11. Պարզելու համար ՀՀ մակրոտնտեսական ցուցանիշների և կայունության կապը, ինչպես նաև բացահայտելու համար այդ ցուցանիշների ազդեցության մակարդակը երկրի ֆինանսան կայունության վրա նախ ընտրվել են հիմնական բաղադրատարրերը: Ընտրությունն իրականացվել է վերլուծական էկոնոմետրիկ «SPSS-10» ծրագրի արդյունքների հիման վրա: Որպես այդպիսի հիմնական բաղադրատարրեր են՝ արտահանումը, ներկրումը, արտաքին պետական պարտքը, ՀՆԱ-ն, և քանի որ ՀՀ դրամական հոսքերում մեծ կշիռ ունեն դրամական փոխանցումները, ապա ներառվել է նաև այդ ցուցանիշը: Ընդ որում, այս ցուցանիշներից յուրաքանչյուրի դիտարկումը որպես առանձին գործոնի կայունության ցուցանիշների հետ շատ թույլ են, դետերմինացիայի գործակիցը չի անցնում 0.6-ը, իսկ կորրելյացիայի գործակիցը՝ 0.7-ը, ինչը վկայում է կայունության և գործոնների համախմբի միաժամանակյա դիտարկման անհրաժեշտության մասին: Իսկ երբ դիտարկում ենք նշված 5 գործոնների մատրիցային համախումբը, ապա կորրելյացիայի գործակիցը ստացվում է $R=0,91$, դետերմինացիայի գործակիցը՝ $R^2 = 0.83$, ինչը վկայում ՀՀ մակրոտնտեսական և ֆինանսական կայունության բարձր աստիճանի փոխապայմանավորվածության մասին:

12. Ամփոփելով կատարված ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները՝ կարելի է արձանագրել, որ չնայած այն հանգամանքին, որ դիտարկվող գործոնները խիստ փոխկապակցված են, սակայն դրանց ազդեցության մակարդակները կայունության վրա տարբեր են: ՀՀ կայունության վրա հիմնական դրական ազդեցություն ունի

արտահանումը՝ 0.422: Հատկանշանական է, որ դրանցից ամենամեծ բացասական ազդեցությունն ունի արտաքին պետական պարտքը՝ -0.738, այնուհետև ներկրումը՝ -0.495 և ՀՆԱ-ն՝ -0.234 և շատ թույլ դրական ազդեցությամբ տրասվերտները՝ 0.098: Վերջիններս էական ազդեցություն ունեն երկրում սպառման մակարդակի և եկամուտների բարձրացման վրա, հետևաբար նպաստում են նաև կայունության ապահովման գործընթացներին, սակայն մակրոտնտեսական ցուցանիշների հետ էական կապ չեն արձանագրում:

13. Կատարված վերլուծությունների արդյունքները թելադրում են նաև այն հիմնական ուղղությունները, որոնք պետք է գտնվեն Հայաստանի Հանրապետության կայունության ապահովման քաղաքականություն իրականացրող պատասխանատուների մշտադիտարկումների ներքո: Դրանք են՝ ՀՀ համախառն ներքին արդյունքի կայուն աճի ապահովում, արտաքին պետական պարտքի նվազեցում, ֆինանսական հոսքերի կարգավորում:

Կարծում ենք, որ որպես Հայաստանում կայունության բարձրացման ուղիներ կարող են լինել՝

- ՀՀ ֆինանսական կայունության ապահովման համալիր պահանջների լուծման համար, անհրաժեշտ է քաղաքականություններ իրականացրող մարմինների գործունեության համակարգվածության բարձր աստիճանի առկայության ապահովումը,
- անհրաժեշտ է քաղաքականություն իրականացնող մարմինների համար մշակել և ընդունել ֆինանսական կայունության ապահովման գործառույթների համակարգման համաձայնագիր, ներառելով, ՀՀ Արտաքին գործերի, Էկոնոմիկայի, Ֆինանսների նախարարություններին և Կենտրոնական Բանկին, որտեղ հստակ պետք է նշվի դրանցից յուրաքանչյուրի գործառույթների և պատասխանատվությունների շրջանակները և այդ փաստաթուղթը պետք է ստանա օրենքի ուժ և բխի պարտադիր կատարման և կարգավորման օրենսդրական հարաբերություններից,
- պետական բյուջեի ծախսերի արդյունավետության բարձրացում, հատկապես արտաքին պետական պարտքի կառավարման առումով, որպես այդպիսի ուղի կարող է լինել պետության կողմից արտոնությունների տրամադրումը կամ խրախուսումը այն

ձեռնարկություններին, որոնք իրենց գործունեությամբ նպաստում են ֆինանսական միջոցների ներհոսքին դեպի երկիր,

- կանոնակարգել արտաքին առևտրի ոլորտին առնչվող գործող բոլոր նորմատիվ ակտերը, ընդ որում ոլորտի կարգավորման հարցում անհրաժեշտ է վարել հստակ սահմանված պետական քաղաքականություն, որը կապահովի ներքին շուկայի մատչելիությունը և վստահությունը արտաքին և ներքին ներդրողի համար, կհանգեցնի նաև արտաքին շուկաների շահագրգռմանը և ներգրավմանը՝ ապահովելով տարածաշրջանների համաչափ զարգացման սկզբունքը,

- ֆինանսական կայունության արդյունավետ ռազմավարության իրականացման, դրա կարգավորման և վերահսկողության համար պետք է ստեղծել հատուկ «Ֆինանսական կայունության ապահովման հանձնաժողով» կազմված նշված գերատեսչությունների համապատասխան պատասխանատու անձանցից: Հանձնաժողովն ամբողջությամբ պետք է պատասխանատվություն կրի ընդունված ռազմավարության յուրաքանչյուր կետի արդյունավետ իրականացման համար:

14. Ամփոփելով տնտեսական զարգացումների անորոշությունների հետ կապված ռիսկերի վերլուծությունները, կարելի է արձանագրել, որ ամենաբնական ռիսկերը կարող են առաջանալ Ռուսաստանից փոխանցվող անորոշ զարգացումները, որոնք լուրջ ազդեցություն կարող են թողնել Հայաստանի մակրոտնտեսական ցուցանիշների վրա, որպես հիմնական քաղաքատնտեսական գործընկեր երկիր: Մյուս երկրներից փոխանցվող ռիսկերը, հատկապես ԵՄ երկրներից փոխանցվող ռիսկերն, արտահանման տեսանկյունից, աստիճանաբար թուլանում են արտահանման ծավալների նվազման հետ կապված:

15. Հայաստանն իր տնտեսական ներուժով, արտաքին աշխարհի համար տնտեսական մեծ հետաքրքրություն չի ներկայացնում, ուստի այս պարագայում Հայաստանի համար չափազանց կարևոր հիմնահարց է դառնում, բարելավել իր տնտեսական և քաղաքական շահերը տարածաշրջանի երկրների հետ, հատկապես Իրանի և Վրաստանի: Ֆինանսական կայունության ապահովման առումով, չափազանց կարևորվում է, տնտեսության կազմակերպվածության և կարգապահության կենտրոնացումը ներքին արատադրության զարգացման նպատակների շուրջ, քանի որ

վերջին զարգացումներով պայմանավորված, իրոք մեծանում է դեպի ասիական երկրներ արտահանման հնարավորությունները, ընդ որում առանց որակի բարձր պահանջների առաջադրման: Առավել ևս, որ այդ ճանապարհով լուծվում է նաև զբաղվածության հիմնահարցը, հատկապես 31-ից 50 տարեկան անձանց համար, քանի որ նրանց երկարաժամկետ անաշխատ մնալը կարող է ծնել նոր ռիսկեր կապված նրանց մասնագիտական հմտությունների կորստի հետ, ինչը, գուցե նաև հետագայում հանրապետությունում առաջ բերի աշխատուժի պակասի հետ կապված հիմնախնդիրներ: Ասվածով են պայմանավորված այն բոլոր անբարենպաստ տնտեսական կանխատեսումները, որոնք կատարում են միջազգային կազմակերպությունները Հայաստանի վերաբերյալ: Կարծում ենք, որ երկրում ֆինանսական կայունության ապահովման համար ներքին և արտաքին ռիսկերի կառավարման և տնտեսական զարգացման համադրված երկարաժամկետ քաղաքականությունների մշակման և դրանց փոխհամաձայնեցված իրականացման պայմաններում կարող են լուծվել, Հայաստանի համար ներկայումս չափազանց կարևոր, միաժամանակ հրատապ լուծումներ պահանջող հիմնահարցերը:

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ՄԱՍՆԱԳԻՏԱԿԱՆ ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆ

1. Научные труды № 133Р, Трунин П.В., Князев Д.А., Сатдаров А.М. Анализ независимости центральных банков РФ, стран СНГ и Восточной Европы, ИЭПП, Москва, 2010 г.
2. Financial Stability Forum URL: <http://www.financialstabilityboard.org/about/history.htm> (date of access: 05.07.2010).
3. Safeguarding financial stability: theory and practice / Garry J. Schinasi — Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2005.
4. Плеханов Д.А., ЦЕНТРАЛЬНЫЕ БАНКИ И МОНИТОРИНГ ФИНАНСОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ, «Финансы и кредит», №35 (323), 2008
5. OECD Conference Centre, Paris, 5-6 November 2012.
6. No recovery until 2018, IMF warns. The Guardian. 2012. October 3.
7. The liberalization and management of capital flows: an institutional view. IMF. 2012. 14 November. P. 27
8. Рейтинг стран по объему внешнего долга, Журнал Вести. Экономика. 17.05.2012
9. **Bank of Japan** Head Office. **BOJ** Reports & Research Papers. **Apr. 19, 2012**
10. Finnerty, J.D. «Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview», Financial Management, pp. 14-33, Winter 1988
11. Deal book // The New York Times. 2012. August 15.
12. Financial News. 2012. 25 Sept
13. Carney M. Financing the global transition, Remarks at the Atlantic Institute for Market Studies. Halifax. Nova Scotia. 21 June 2012
14. Speech by Mario Draghi, President of the ECB, at the 22nd Frankfurt European Banking Congress. Frankfurt am Main. 23 November 2012.

15. Europe's banking union: made in Brussels / The Economist. 2012. November 17.
16. European Commission (2013) Proposal for a Council Directive implementing enhanced cooperation in the area of financial transaction tax, Brussels, COM(2013) 71 final.
17. The Federal Banking Agency Audit Act, 1978 (31 U.S.C. 714).
18. House passes Ron Paul's Fed audit measure/ The Washington Post. 2012. July 25.
19. The liberalization and management of capital flows: an institutional view. IMF. 2012. 14 November. P. 18.
20. Deloitte Touche Tohmatsu, Global Risk Management Survey: Sixth Edition, June 2009, p. 10
21. Лаврушин О.И., Банковский менеджмент, Второе издание, М: 2009, с. 407.
22. Rose Peter S., Hudgins Sylvia C., Bank Management & Financial Services, Eighth international edition, NY 2010, p. 212.
23. Материалы X региональной научно-технической конференции "Вузовская наука – Северокавказскому региону", Сев. кав. ГТУ 2006, стр. 32-33.
24. О международных подходах (стандартах) организации управления процентным риском, письмо ЦБ РФ, 2 октября 2007г., N 15-1-3-6/3995
25. "Basel Committee on Banking Supervision: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards", A Revised Framework Comprehensive Version, June 2006, p. 179.
26. Таран В.А., «Играть на бирже просто?!», 3-е издание, М.: 2008, ст. 32.
27. Cukierman A. Central Bank Independence and Monetary Policymaking Institutions – Past, Present and Future // Central Bank of Chile Working Paper N 360. April 2006
28. Eijffinger S.C.W., Geraats P.M. How transparent are central banks? //CEPR Discussion Paper 3188. 2002.
29. "Basel Committee on Banking Supervision: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards", A Revised Framework Comprehensive Version, June 2006, p. 207.
30. Enterprise risk management, When weathering the storm is not enough, SAS Institute Inc., Cary, NC, USA 2009, p.27.
31. 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.

32. “Stress testing by large financial institutions: current practice and aggregation issues”, BIS, 2000
33. Consultative Paper “Credit Stress-Testing”, Monetary Authority of Singapore, 2002.
34. Kupiec, Paul “Stress-testing in a value at risk framework”, v.24, Journal of Derivatives, 1999.
35. Kim and Finger “A Stress Test to Incorporate Correlation Breakdown”, Journal of risk, 2000.
36. 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.
37. “Toward a Framework for Safeguarding Financial Stability”, Aerdts Houben, Jan Kakes, and Garry Schinasi, June 2004, IMF Working paper wp/04/101.
38. “Procyclicality of the financial system and financial stability: issues and policy options”, Claudio Borio, Craig Furfin and Philip Lowe
39. “Towards a macro prudential framework for financial supervision and deregulation?”, Borio, Claudio (2003), BIS Working Paper 128
40. “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.
41. “Macro prudential indicators of financial system soundness”, Evans, O et al (2000), IMF Occasional Paper, No. 192.
42. “Pragmatic monitoring of financial stability” in “Marrying the macro- and microprudential dimensions of financial stability”, Nelson W and Passmore W, BIS Papers 1, March 2001.
43. “Financial stability in Dollarized Economies”, Anne-Marie Gulde, David Hoelscher (2004), IMF Occasional Paper, No. 230
44. “Global financial stability reports” of IMF
45. “Availability of Financial Soundness Indicators”, Graham Slack, March 2003, IMF Working paper wp/03/58
46. Financial Stability Review (FSR), Financial Soundness Indicators, 2007
47. “Financial fragility in the early 1990s – What can be learnt from international experience?”, E Philip Davis, European Monetary Institute, Frankfurt
48. “Corporate Financial Structure and Financial stability”, E. Philip Davis and Mark Stone, June 24th 2003

49. "Financial stability in the euro area – Some lessons from US financial history", E Philip Davis, Brunel University, Uxbridge
50. Гарри Дж. Шинази, МВФ, Сохранение финансовой стабильности, 2005, www.imf.org
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. "International Standards for Impairment and Provisions and their Implications for Financial Soundness Indicators (FSIs)", Russell Krueger, July 2002
54. "Responsibility of Central Banks for Stability in Financial markets", Garry J.Schinasi, June 2003, IMF Working paper WP /03/121
55. "Compilation guide on Financial Soundness Indicators", IMF, 2003
56. "The Financial Crisis. Reform and exit strategies", OECD, 2009
57. Cassard, M. and Folkerts-Landau, D. (1997) "Risk Management of sovereign assets and liabilities", IMF Working Paper WP/97/166.
58. Greenspan, A. 1999 "Currency reserves and debt", Paper given to the World Bank Conference on reserves management, Washington DC.
59. Roger, S. (1993) "The management of foreign exchange reserves", IMF WP.
60. Benedict, W. (1999) "Reserve management and the international financial system" Central Banking (U.K.).
61. Malevergne, Y. and Sornette, D. (2006) "Extreme Financial Risks: From Dependence to Risk Management", Springer-Verlag Berlin Heidelberg.
62. Scherer, B. (2004). "Portfolio Construction and Risk Budgeting", Second edition, Risk books, Incisive Financial Publishing Ltd.
63. Golub, B. and Tilman, L. (2000) "Risk management: Approaches for fixed income markets", John Wiley & Sons, Inc.
64. Brigo, D. and Mercurio, F. (2006) "Interest rate models-theory and practice with smile, inflation and credit", Springer-Verlag Berlin Heidelberg.
65. Alexander, C. and Sheedy, E. (2004) "The professional risk managers' handbook: a comprehensive guide to current theory and best practice", PRIMA risk management series.
66. Jorion, P. (2003) "Financial risk manager handbook", John Wiley & Sons, Inc.

67. Reiss, D. and Thomas, M. (2007) "Statistical analysis of extreme values with applications to insurance, finance, hydrology and other fields", Birkhäuser Verlag AG.
68. Dattels P., McCaughrin R., Miyajima K., Puig J. Can You Map Global Financial Stability? IMF WP/10/145. www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2010/wp10145.pdf
69. Gregoriou, G. (2007) "Advances in risk management", Palgrave Macmillan Ltd.
70. Bluhm, Ch. et al. (2003) "An introduction to credit risk modeling", Chapman & Hall/CRC.
71. Crosbire, P. and Kocagil, A. (2003) "Modeling default risk", Moody's KMV Company.
72. Chernobai, A. (2007) "Operational Risk: A guide to Basel II capital requirements, models and analysis", John Wiley & Sons, Inc.
73. Chowla, P., 2011, Time for a New Consensus: Regulating Financial Flows for Stability and Development,|| (London: Bretton Woods Project), December.
74. 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.
75. Committee on the Global Financial System, 2009, Capital flows and emerging market economies,|| CGFS Publications No. 33 (Basel: Bank for International Settlements), January.
76. Gadanez B., Jayaram K. Measures of financial stability — a review // Irving Fisher Committee Bulletin No. 31 (Proceedings of the IFC Conference on "Measuring financial innovation and its impact", Basel, 26–27 August 2008). — 2009. — pp. 365–383.
<http://www.bis.org/ifc/publ/ifcb31ab.pdf>
77. De Haas, R., Y. Korniyenko, E. Loukoianova, and A. Pivovarsky, 2012, Foreign Banks and the Vienna Initiative: Turning Sinners into Saints?|| IMF Working Paper 12/117 (Washington, DC: International Monetary Fund).
78. Dell'Ariccia, G., J. Di Giovanni, A. Faria, A. Kose, P. Mauro, J. Ostry, M. Schindler, and M. Terrones, 2008, Reaping the Benefits of Financial Globalization, IMF Occasional Paper No. 264 (Washington, DC: International Monetary Fund).
79. 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).
80. Edwards, S., 2007, Capital Controls, Sudden Stops and Current Account Reversals, in International Capital Flows, ed. Sebastian Edwards (Chicago, IL: University of Chicago Press).

81. Financial Stability Board, 2012, 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), June.
82. Forbes, K., M. Fratzscher, T. Kostka, and R. Straub, 2012, Portfolio effects and externalities from capital controls,|| ECB Working papers series No. 1456 (Frankfurt: European Central Bank), August.
83. Forbes, K., 2005, Capital controls: mud in the wheels of market efficiency,|| Cato Journal, Vol. 25, No. 1 (Winter).
84. 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).
85. Geršl A., Hermánek J. Indicators of Financial System Stability: Towards an Aggregate Financial Stability Indicator? // *Prague Economic Papers*. — 2008. — Vol. 3. pp. 127–142.
86. Central Bank of the Republic of Turkey. Financial Stability Report.-November 2009.-p.74 [.www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/finist/sectionIII-9.pdf](http://www.tcmb.gov.tr/yeni/evds/yayin/finist/sectionIII-9.pdf)
87. Cheang N., Choy I. Aggregate Financial Stability Index for an Early Warning System. — 2011. — pp. 27–51 http://www.amcm.gov.mo/publication/quarterly/Oct2011/AFSI_en.pdf
88. Arzamasov V., Penikas H.,Integral Financial Stability Index Modeling in the Absence of 'Learning': the Case of Israel,2014
89. 2007b, One Cost of the Chilean Capital Controls: Increased Financial Constraints for Smaller Traded Firms,|| Journal of International Economics, 71, pp. 294–323.
90. 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.
91. Fratzscher, M., 2002, On Currency Crises and Contagion,|| European Central Bank Working Paper No. 139, (Frankfurt: European Central Bank), April.
92. 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: Fredrick S. Pardee Center for the Study of the Longer Range Future), March. THE LIBERALIZATION AND MANAGEMENT OF CAPITAL FLOWS INTERNATIONAL MONETARY FUND
94. Ghosh, A. R., J. Kim, M.S. Qureshi, and J. Zalduendo, 2012, –Surges,|| IMF Working Paper 12/22 (Washington, DC: International Monetary Fund).

95. Greenwood, J., 2008, –The costs and implications of PBC sterilization,|| The Cato Journal, Vol. 28, No. 2, pp. 205–17.
96. 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).
97. Henry, P. B., 2007, –Capital Account Liberalization: Theory, Evidence, and Speculation,|| Journal of Economic Literature, Vol. XLV, pp. 887–935, December.
98. Independent Evaluation Office, 2005, Report on the Evaluation of the IMF's Approach to Capital Account Liberalization, (Washington, DC), April.
99. 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).
100. 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>.
101. 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>.
102. 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>
103. 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>.
104. 2010d, Reserve Accumulation and International Monetary Stability (Washington, DC: International Monetary Fund), April, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/041310.pdf>.
105. 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>.
106. 2010f, Understanding Financial Interconnectedness (Washington, DC: International Monetary Fund), October, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2010/100410.pdf>.
107. 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>
108. 011b, 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.

109. 2011c, Philippines—2010 Article IV Consultation, IMF Staff Country Report No. 11/59 (Washington, DC: International Monetary Fund), January, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr1159.pdf>.
110. 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>
111. 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>.
112. 2011f, Korea—2011 Article IV Consultation, IMF Staff Country Report No. 11/246 (Washington, DC: International Monetary Fund), July, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11246.pdf>.
113. 2011g, Macro prudential Policy: An Organizing Framework (Washington, DC: International Monetary Fund), March, www.imf.org/external/np/pp/eng/2011/031411.pdf
114. 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>.
115. 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.
116. 2012a, Liberalizing Capital Flows and Managing Outflows (Washington, DC: International Monetary Fund), March, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/031312.pdf>.
117. 2012b, Pilot External Sector Report (Washington, DC: International Monetary Fund), July, <http://www.imf.org/external/np/pp/eng/2012/070212.pdf>.
118. 2012c, Global Financial Stability Report: The Quest for Lasting Stability (Washington, DC: International Monetary Fund), April, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2012/01/pdf/text.pdf>
119. 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>.
120. 2012e, Brazil— 2012 Article IV Consultation, IMF Staff Country Report No. 12/191 (Washington, DC: International Monetary Fund), June, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12191.pdf>.
121. Jeanne, O., A. Subramanian, and J. Williamson, 2012, Who Needs to Open the Capital Account? (Washington, DC: Petersen Institute for International Economics), April.

122. Jonung, L., 2010, –Lessons from the Nordic Financial Crisis,|| Paper prepared for the AEA meeting in Denver, CO in January 2011
123. 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.
124. Korinek, A., 2011, –The New Economics of Prudential Capital Controls,|| IMF Economic Review, Vol. 59, No. 3, pp. 523–561
125. 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.
126. Levine, R., 2005. –Finance and Growth: Theory and Evidence,|| in Handbook of Economic Growth, edited by P. Aghion and S. Durlauf (Amsterdam; Elsevier).
127. 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.
128. Martin, P., and H. Rey, 2006, –Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?|| American Economic Review, Vol. 96, No. 5, pp. 1631–1651
129. . Mishkin, F., 2009, –Why We Shouldn't Turn Our Backs on Financial Globalization,|| Staff Papers, International Monetary Fund, Vol. 56, No.1, pp. 139–170
130. 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).
131. 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.
132. 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).
133. 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.
134. 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.

135. 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).
- Ostry, J. D., A. R. Ghosh, K. Habermeier, M. Chamon, M. S. Qureshi, and D. B. S. Reinhardt, 2010, Capital Inflows: The Role of Controls,|| IMF Staff Position Note 10/04 (Washington, DC: International Monetary Fund).
136. 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.
137. 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
138. 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
139. Rodrik, D., and A. Subramanian, 2009, –Why Did Financial Globalization Disappoint?|| Staff Papers, International Monetary Fund, Vol. 56, No.1, pp.113–138.
140. 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.
141. 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).
142. 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.
143. World Bank and IFC, 2012, Doing Business in a More Transparent World (Washington, DC: World Bank)
144. ***Journal of Applied Corporate Finance***, 4(1) (1989), pp. 18—26. Rawls, SfrW. and C.W. Smithson. «Strategic Risk Management
145. John F. Marshall, Vipul K. Bansal, FINANCIAL ENGINEERING, New York Institute of Finance, New York, London, Toronto, Sydney, Tokyo, Singapore. 1992, p 295.

146. Country Risk Classification of the Participants to the Arrangement on Officially Supported Export Credits// OECD 1999-2014, <http://www.oecd.org/tad/xcred/cre-crc-current-english.pdf>:

Đ³Ù³ó³Ýó³ÛÇÝ ì³Ûù»ñ

www.cba.am

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

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

http://www.cbr.ru/today/publications_reports/

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

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

http://www.loskutov.org/Osnova/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://www.researchgate.net/publication/353011111?#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).

http://www.lawsynergy.ru/alerts/alert_2010feb16.html

www.loc.gov/law/help/guide/nations/lithuania.php [перевод

<http://www.cba.am/AM/panalycalmaterialsresearches/Cirq.pdf>

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

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

www.bis.org/publ/bcbs155.htm

www.oecd.org

**Ֆինանսական կայունության գնահատման ցուցանիշները ըստ ԱՄՀ-ի
նուլեցույցի⁷⁷**

Հիմնական ինդիկատորներ	Ցուցանիշների գնահատում
Դեպոզիտային կազմակերպություններ	
Կապիտալի համարժեքություն	1.Նորմատիվային ընդհանուր կապիտալի հարաբերությունը ռիսկով կշռված ակտիվներին 2.Նորմատիվային հիմնական կապիտալի հարաբերությունը ռիսկով կշռված ակտիվներին 3.Չաշխատող վարկերի հարաբերությունը, դեբիտորական պարտքերի գծով պահուստների հատկացումներից հետո ընդհանուր կապիտալին
Ակտիվների որակ	4.Չաշխատող վարկերի հարաբերությունը համախառն վարկերին 5.Ճյուղային վարկերի տեսակարար կշիռը տեղաբաշխված վարկերին կատմամբ
Եկամտներ և շահութաբերություն	6.Ակտիվների շահութաբերություն 7.Կապիտալի շահութաբերություն 8.Տոկոսային մարժայի հարաբերությունը համախառն եկամտին 9.Ոչ տոկոսային եկամտի հարաբերությունը համախառն եկամտին
Իրացվելիություն	10.Բարձր իրացվելի ակտիվների հարաբերությունը ընդհանուր ակտիվներին 11.Բարձր իրացվելի ակտիվների հարաբերությունը կարճաժամկետ պարտավորություններին
Շուկայական ռիսկի զգայունություն	12.Բաց արտարժույթային դիրքի հարաբերությունը ընդհանուր կապիտալին
Դեպոզիտային կազմակերպություններ	
	13.Կապիտալի հարաբերությունը ակտիվներին 14.Խոշոր բաց դիրքերի հարաբերությունը կապիտալին

⁷⁷ Financial Stability Review (FSR), Financial Soundness Indicators, 2007

	15.Աշխարհագրական տեղաբաշխվածության վարկերի հարաբերությունը ընդհանուր վարկերին 16.Ընդհանուր ակտիվներում ածանցյալ ֆինանսական գործիքների հարաբերությունը կապիտալին 18.Առևտրային գործառնություններից ստացված եկամուտների հարաբերությունը համախառն եկամտին 19.Աշխատակազմի ծախսերի հարաբերությունը ընդհանուր ոչ տոկոսային ծախսերին 20.Վարկերի և ավանդների անվանական տոկոսադրույքների սփրեդը 21.Միջբանկային վարկերի վերին և ստորին տոկոսադրույքների սփրեդը 22.Հաճախորդների ավանդների հարաբերությունը ընդհանուր վարկերին, առանց միջբանկային վարկերի 23.Արտարժույթային վարկերի հարաբերությունը ընդհանուր վարկերին 24.Արտարժույթային պարտավորությունների հարաբերությունը ընդհանուր պարտավորություններին 25.Բաժնետոմսերում զուտ բաց դիրքերի հարաբերությունը ընդհանուր կապիտալին
Այլ ֆինանսական կազմակերպություններ	
	26.Ակտիվների հարաբերությունը ֆինանսական համակարգի ակտիվներին 27.Ակտիվների հարաբերությունը ՀՆԱ-յին
Ոչ ֆինանսական կազմակերպություններ	
	28.Ընդհանուր պարտավորությունների հարաբերությունը ընդհանուր կապիտալին 29.Շահույթի հարաբերությունը կապիտալին 30.Եկամուտների հարաբերությունը տոկոսային ծախսերին և պարտքային պարտավորությունների մարումներին 31.Արտարժույթային բաց դիրքերի հարաբերությունը

	ընդհանուր կապիտալին 32.Վարկերի չմարման գծով հարուցված դատական հայցերի քանակը
Տնային տնտեսություններ	
	33.Տնային տնտեսությունների պարբի հարաբերությունը ՀՆԱ 34.Պարտքի մարմանը հատկացվող գումարների հարաբերությունը տնային տնտեսություններում ստացվող եկամուտներին
Ֆինանսական շուկայի իրացվելիություն	
	35.Արժեթղթերի առքի և վաճառքի գնային սփրեդը 36.Արժեթղթերի միջին օրական շրջանառության գործակիցը
Անշարժ գույքի շուկա	
	37.Անշարժ գույքի գները 38.Բնակելի անշարժ գույքի ձեռք բերման նպատակով տրամադրված վարկերի հարաբերությունը ընդհանուր վարկերին 39.Առևտրային նպատակով տրամադրված վարկերի հարաբերությունը ընդհանուր վարկերին

Ռիսկերի խմբավորվումը ըստ դրանց ծագման տեղի և բնույթի⁷⁸

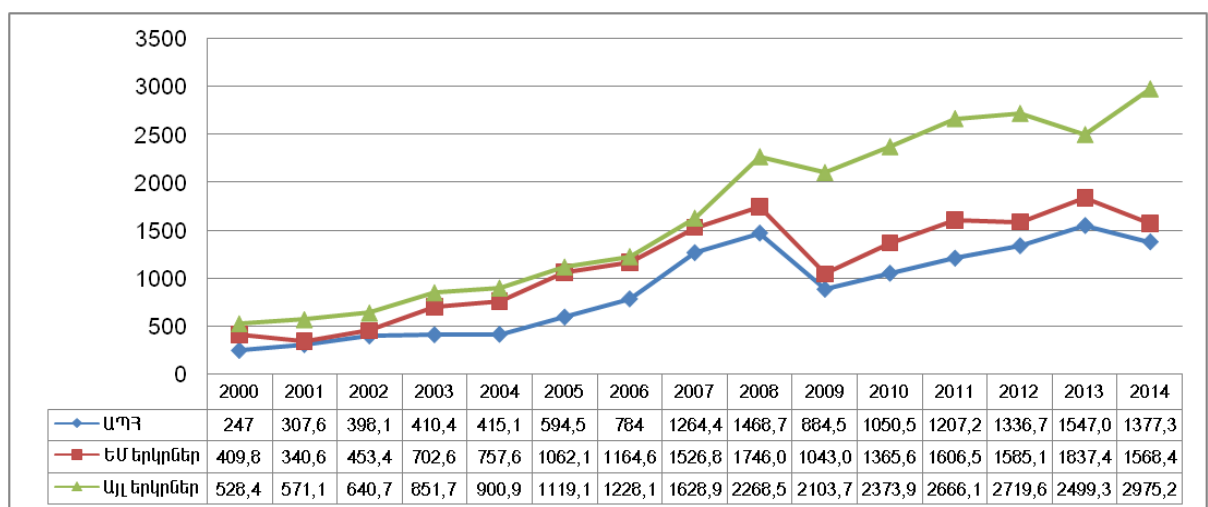
Ռիսկերի էնդոգեն աղբյուրներ	Ռիսկերի էկզոգեն աղբյուրներ
<i>Ֆինանսական հաստատություններից</i> • Ֆինանսական ռիսկեր 1. վարկային 2. շուկայական 3. իրացվելիության 4. տոկոսադրույքների 5. արտարժույթի • Գործառնական ռիսկ • Տեղեկատվական համակարգերի թերզարգացվածության ռիսկ • Իրավական ռիսկ • Համբավի ռիսկ • Բիզնես ռազմավարության ռիսկ • Կենտրոնացման ռիսկ • Կապիտալի համարժեքության ռիսկ Ֆինանսական շուկաներից • Գործընկերոջ ռիսկ • Ակտիվների գների անհամապատասխանության ռիսկեր • Շուկայում հանկարծակի մեծածավալ շարժերը (օրինակ՝ ներդրողների շտապ արտահոսք) • Ճգնաժամային իրավիճակների	<i>Մակրոտնտեսական տատանումներ</i> • Տնտեսական միջավայրի ռիսկ • Քաղաքականությունների անհամապատասխանություններ • Անհավասարակշռություններ գործընկեր երկրներում • Ապրանքների գների տատանումներ • Ֆինանսական ճգնաժամեր • Անհավասարակշռություններ միջազգային ֆինանսական շուկաներում • Անհավասարակշռություններ արտարժույթային շուկաներում • Համաշխարհային շուկաներում ակտիվների գների անհամապատասխանության ռիսկեր • Հանկարծակի իրադարձություններ • Բնական աղետներ • Քաղաքական իրադարձություններ • Մեծ բիզնեսների կործանումներ

⁷⁸ Гарри Дж. Шинази, МВФ, Сохранение финансовой стабильности, 2005, www.imf.org

«վարակային» տարածում Ֆինանսական ենթակառուցվածքներից • Վճարահաշվարկային և քլիրինգային համակարգերի ռիսկ • Ենթակառուցվածքների փխրունություն 1. իրավական 2. կարգավորող 3. հաշվապահական 4. վերահսկողական • Վստահության կորուստ, որը և բերում է համակարգից համատարած հեռացման • Դոմինոյի էֆեկտ	
--	--

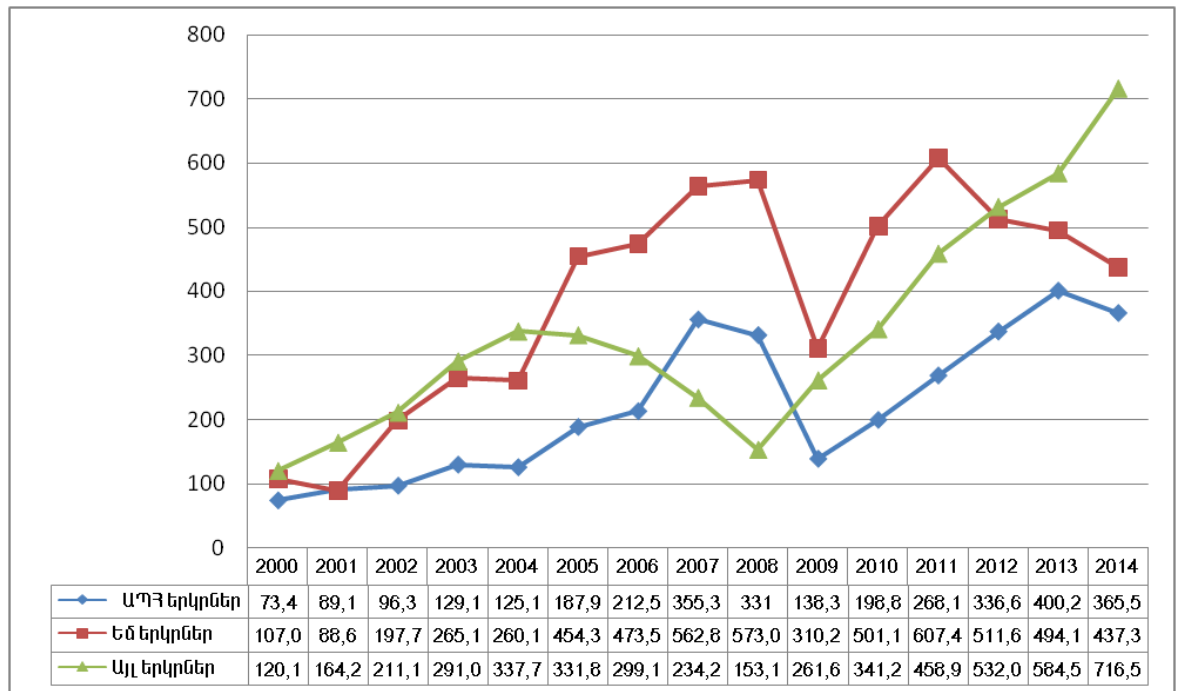
Հավելված 3

ՀՀ ապրանքաշրջանառությունն ըստ երկրների 2000-2014թթ., մլն դոլար



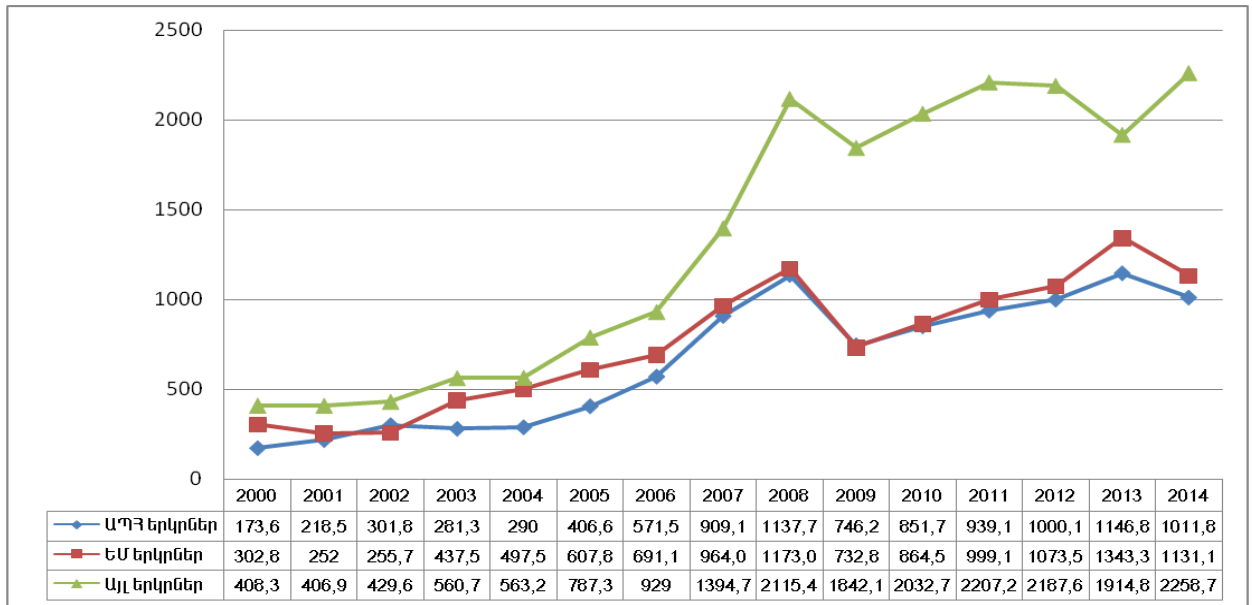
Հավելված 4

ՀՀ արտահանումն ըստ երկրների 2000-2014թթ., մլն դոլար



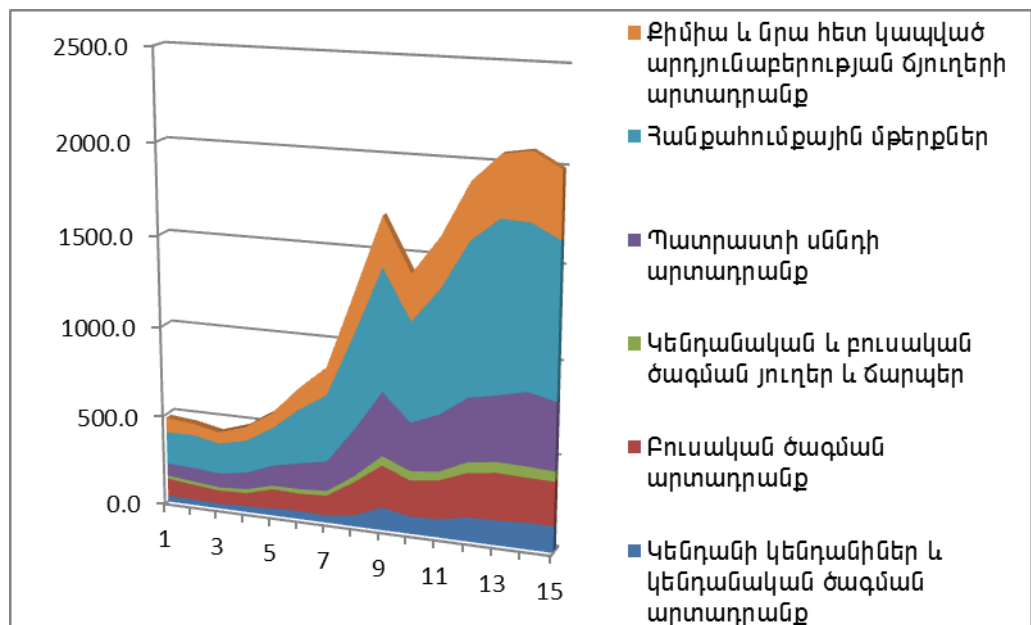
Հավելված 5

ՀՀ ներկրումն ըստ երկրների 2000-2014թթ., մլն դոլար

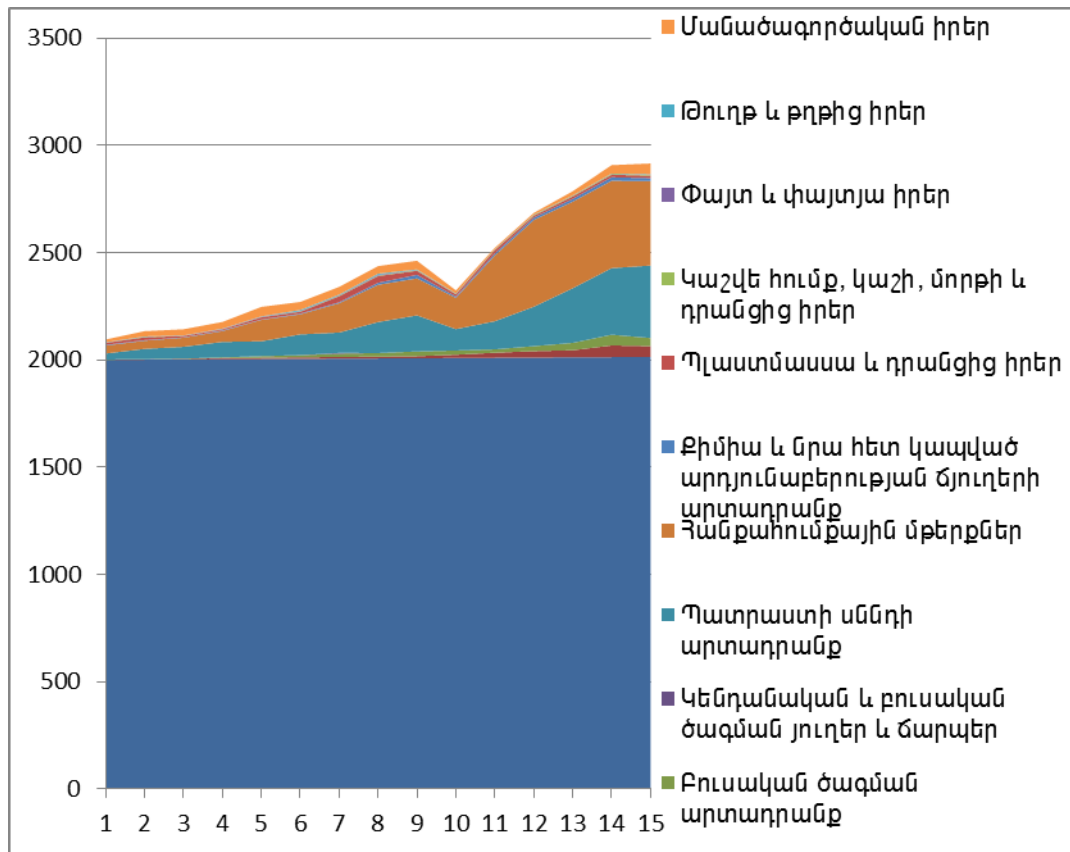


Հավելված 6

Արտահանվող ապրանքների քանակը և ծավալն ըստ գործարքների մեծության և ապրանքախմբերի 2000-2014թթ.



Ներկրումը ըստ գործարքների մեծության և ապրանքախմբերի 2000-2014թթ.



Հավելված 7

ՀՀ բանկային համակարգի կենտրոնացվածության մակարդակը ըստ տարիների⁷⁹

Ցուցանիշներ/տարիներ	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Ընդհանուր ակտիվներ												
ԿԳ 4 խոշորագույն բանկերի տեսակարար կշիռը համակարգում	48	49	47	46	45	44	40	39	39	39	39	43
ԿԳ 10 խոշորագույն բանկերի տեսակարար կշիռը համակարգում	80	81	81	80	77	76	76	75	75	75	77	77
Ընդհանուր պարտավորություններ												
ԿԳ 4 խոշորագույն բանկերի տեսակարար	52	52	50	49	46	46	41	39	39	40	40	43

⁷⁹ Աղյուսակում ներկայացված տվյալները վերցված են ԿԲ համապատասխան տարիների հաշվետվություններից

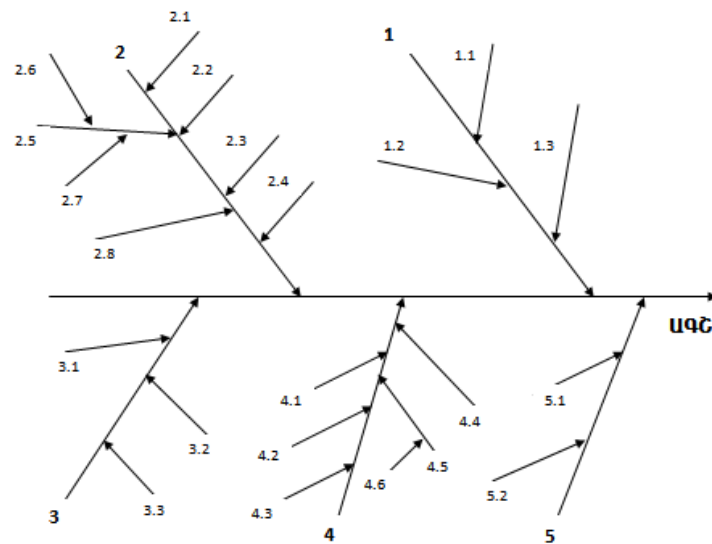
Կշիռը համակարգում												
Կգ 10 խոշորագույն բանկերի տեսակարար Կշիռը համակարգում	82	84	85	84	80	80	80	76	77	77	79	78
Ընդհանուր կապահիքալ												
Կգ 4 խոշորագույն բանկերի տեսակարար Կշիռը համակարգում	28	32	35	38	41	38	36	40	38	37	37	37
Կգ 10 խոշորագույն բանկերի տեսակարար Կշիռը համակարգում	63	65	64	67	67	66	64	70	79	79	79	71
Տնտեսությանը տրամադրած վարկեր												
Կգ 4 խոշորագույն բանկերի տեսակարար Կշիռը համակարգում	38	45	43	47	50	48	39	39	41	42	42	44
Կգ 10 խոշորագույն բանկերի տեսակարար Կշիռը համակարգում	82	85	85	83	83	79	76	77	79	79	78	78
Ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց ժամկետային ավանդներ												
Կգ 4 խոշորագույն բանկերի տեսակարար Կշիռը համակարգում	47	51	51	49	41	40	37	43	42	42	44	43
Կգ 10 խոշորագույն բանկերի տեսակարար Կշիռը համակարգում	80	80	80	87	81	79	81	79	79	79	80	83
Ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց ցպահանջ պարտավորություններ (ներառյալ բանկային												

ավանդներ)												
ԿԳ 4 խոշորագույն բանկերի տեսակարար կշիռը համակարգում	65	60	64	57	51	47	47	49	55	52	59	52
ԿԳ 10 խոշորագույն բանկերի տեսակարար կշիռը համակարգում	85	86	86	85	81	78	82	82	86	83	86	83

Հավելված 8

Անշարժ գույքի շուկայի վրա ազդող գործոնները⁸⁰

⁸⁰ Оценка недвижимости, Под ред. Грязновой А.Г.-М, Финансы и статистика. 2004. стр.33

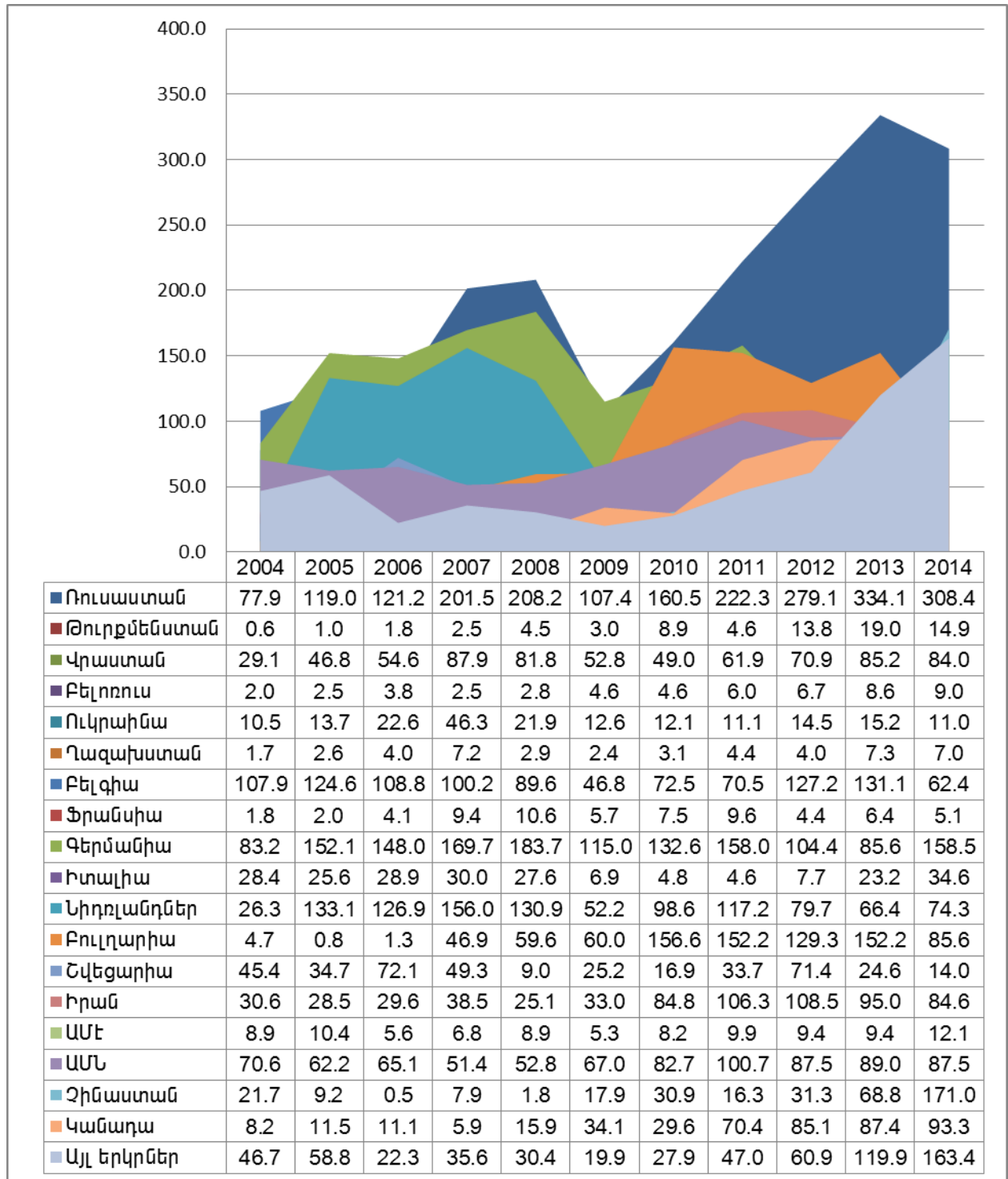


որտեղ՝

1. Անշարժ գույքի պետական կարգավորման գործոնները.
 - 1.1 անշարժ գույքի առուվաճառքի հետ կապված գործարքները կարգավորող նորմատիվային ակտերը,
 - 1.2 անշարժ գույքի հետ կապված գործարքները կարգավորող հարկային օրենսդրությունը,
 - 1.3 այլ նորմատիվային ակտեր, որոնք տարածաշրջանային մակարդակի տեսանկյունից սահմանափակում են անշարժ գույքի հետ կապված գործարքները:
2. Ընդհանուր տնտեսական վիճակը.
 - 2.1 համախառն ներքին եկամտի մակարդակն է
 - 2.2 արդյունաբերական արտադրական ծավալները,
 - 2.3 աշխատունակ բնակչության զբաղվածության մակարդակը,
 - 2.4 ֆինանսական ակտիվների եկամտաբերության մակարդակը,
 - 2.5 վճարային հաշվեկշիռը,
 - 2.6 կապիտալի ներհոսքը,
 - 2.7 բնակչության եկամուտների մակարդակը,
 - 2.8 սպառողական գների ինդեքսը :
3. Միկրոտնտեսական վիճակը.
 - 3.1 տարածաշրջանի տնտեսական զարգացման մակարդակը,

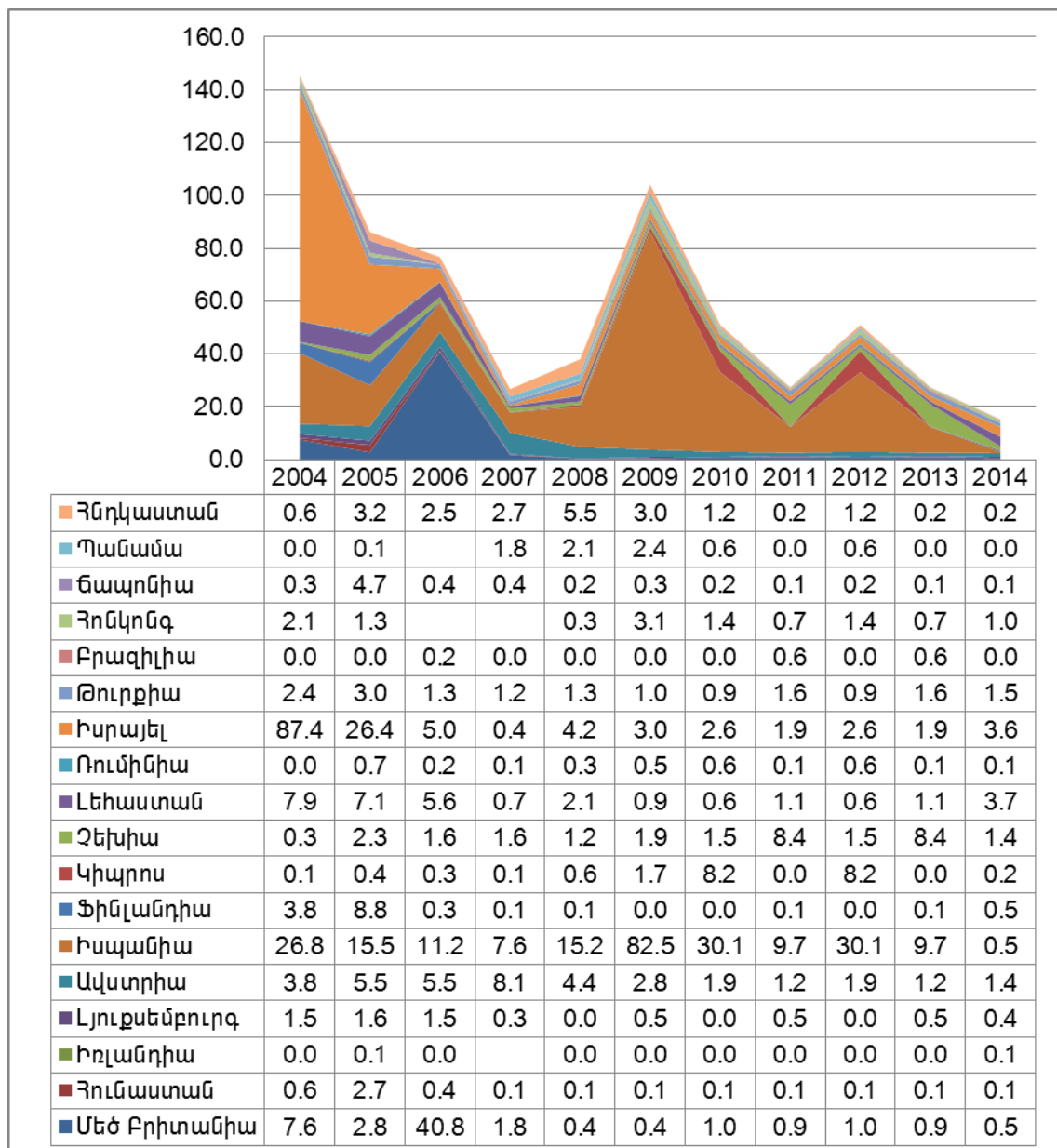
- 3.2 տարածաշրջանի տնտեսական զարգացման հեռանկարները,
- 3.3 կապիտալի արտահոսքը տարածաշրջանից,
- 4. Տարածաշրջանում սոցիալական վիճակը.
 - 4.1 միջէթնիկական և ռազմական բախումների հնարավորությունները,
 - 4.2 մասնավոր կապիտալի տեսակարար կշիռը,
 - 4.3 օտարերկրյա կապիտալի տեսակարար կշիռը,
 - 4.4 տարածաշրջանի քաղաքական կայունությունը,
 - 4.5 տարածաշրջանում գործազրկության մակարդակը,
 - 4.6 տարածաշրջանում վարվող քաղաքականության նպատակային ուղղվածությունը:
- 5. Տարածաշրջանի բնական պայմանները.
 - 5.1 տարածաշրջանում բնապահպանական պայմանները,
 - 5.2 զարգացած ենթակառուցվածքների առկայությունը:

ՀՀ արտահանման շուկաները ըստ երկրների⁸¹

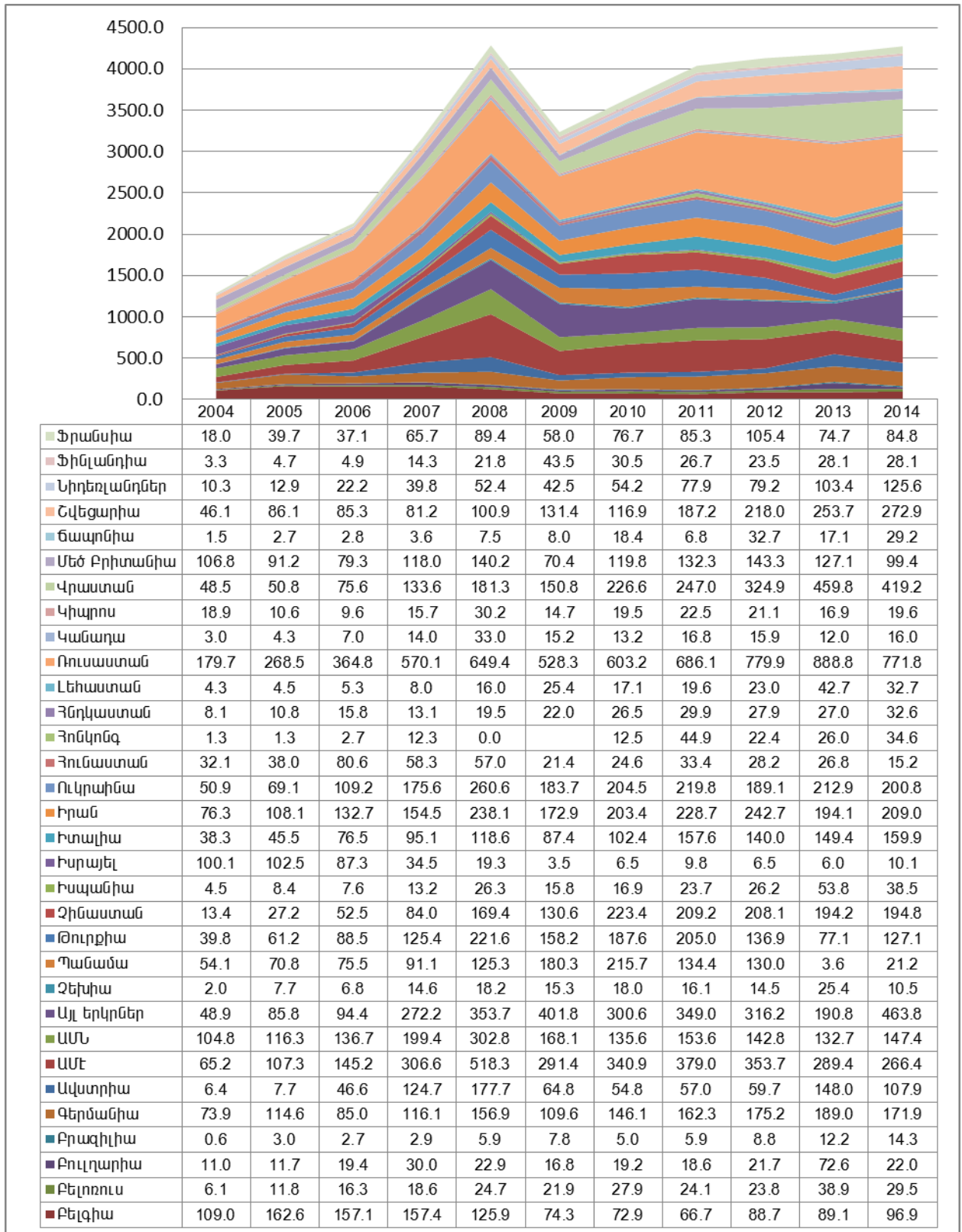


⁸¹ Տվյալները վերցված են ՀՀ ԱՎԾ պաշտոնական հրապարակումներից

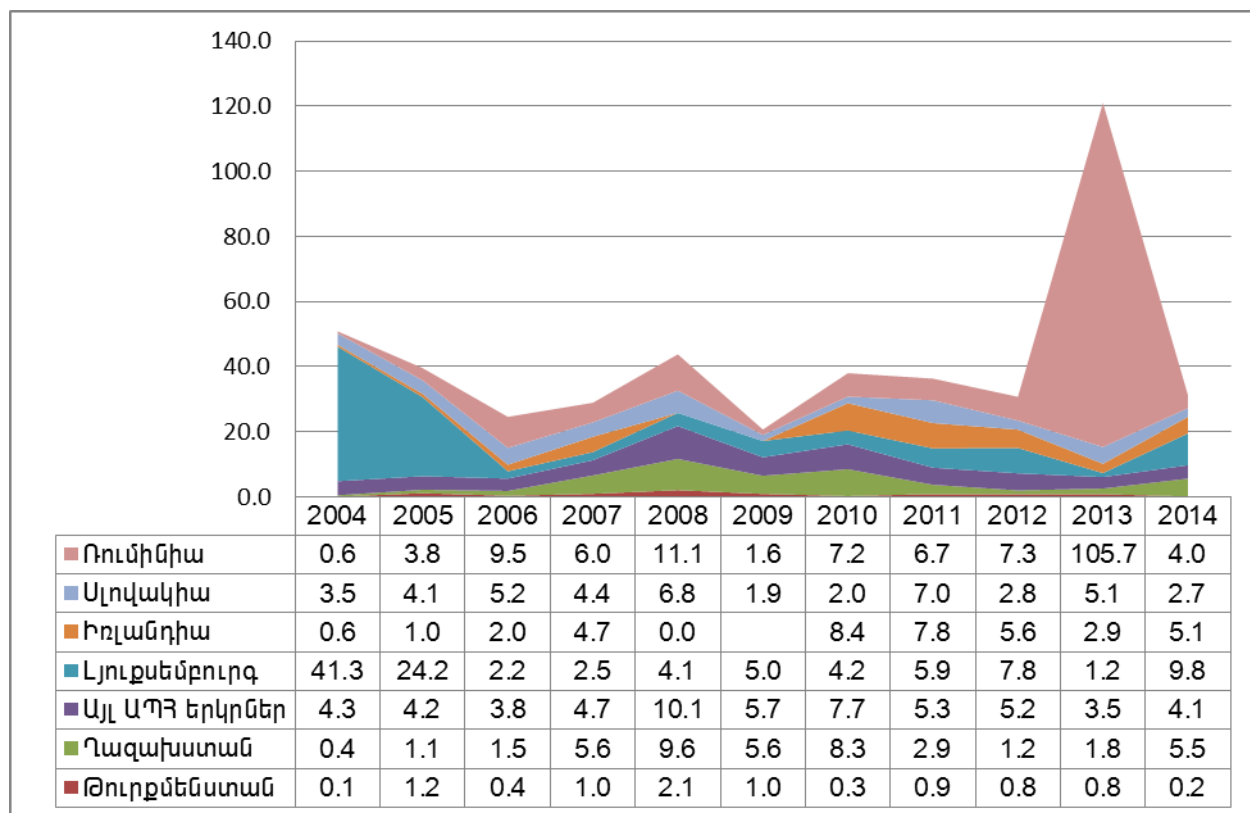
ՀՀ 100 հազ.դոլարից մինչև 3.5 մլն դոլար արտահանման շուկաները



ՀՀ ներկրման շուկաները ըստ երկրների



ՀՀ մինչև 10 մլն դոլար ներկրման շուկաները



**ՀՀ ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարության ու կենտրոնական բանկի միջև
ֆինանսական կայունության ապահովման համաձայնագրում ամրագրված
պարտավորությունները**

կնքված 2006 թ. հոկտեմբերի 13 Ք. Երևան

- Կողմերը պատասխանատու են մակրոտնտեսական կայունության պահպանման համար և չեն կարող իրենց գործողություններով վտանգել այն,
- Կողմերի միջև փոխահարաբերությունները չեն կարող խաթարել ֆինանսական շուկայի կարգապահությունը, և պետք է առաջնորդվեն շուկայական կանոններով ու միջազգային բանկային պրակտիկայում կիրառվող սովորույթներով: Նկատի ունենալով շուկայի վրա կողմերի գործառնությունների ազդեցության կարևորությունը, ՀՀ ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարությունը կառավարության միջոցները պետք է տեղաբաշխի շուկայական կանոնների պահպանման սկզբունքով, իսկ ՀՀ կենտրոնական բանկը պետք է մատուցի գնային և որակական առումով շուկային համահունչ ծառայություններ: Կողմերի գործողությունները չեն կարող լինել մասնավոր հատվածի հաշվին և հանգեցնել շուկայական մեխանիզմների ոչ արդյունավետ գործունեության:
- Կողմերի փոխահարաբերությունների խարսխը ՀՀ տնտեսության զարգացման միջնաժամկետ ծրագրերն են՝ ի դեմս մասնավորապես ՀՀ ՄԺԾԾ-ի, և ՀՀ տարեկան պետական բյուջեի ու դրամավարկային ծրագրի, իսկ կարճաժամկետ հատվածում ՀՀ դրամավարկային և հարկաբյուջետային քաղաքականությունների ամսական և շաբաթական ծրագրերն են: Ծրագրերը յուրաքանչյուր դեպքում, յուրաքանչյուր կողմ քննում է թե՛ մակրոտնտեսական, թե՛ ֆինանսական շուկայի (այդ թվում՝ գանձապետարանային գործառնությունների) տեսանկյունից և ներկայացնում է համապատասխան գնահատականներ:
- ՀՀ ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարությունը ՀՀ կառավարության միջոցները, այդ թվում նաև սեփականաշնորհումից մուտքերը պահում է հայկական դրամով ՀՀ կենտրոնական բանկում: Բյուջեի կատարման ընթացքում փոխարժեքի տատանումներից վնասներ չկրելու նպատակով, ՀՀ կենտրոնական բանկը և ՀՀ ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարությունը պարտավորվում են կնքել ֆորվարդային պայմանագիր՝ արտաքին պարտքի մարման ու ստացման, տոկոսավճարների, դրամաշնորհների, անդամակցության վճարների, դեսպանություններին կատարվող վճարների և սեփականաշնորհման հաշվի բոլոր մուտքերն ու ելքերը տվյալ տարվա ՀՀ պետական բյուջեի մասին ՀՀ օրենքում ներառված փոխարժեքով իրականացնելու մասին:
- ՀՀ ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարության կողմից բյուջեի կանխիկ հոսքերի կառավարումը պետք է նպաստի բյուջեի սահուն կատարմանը և սեզոնայնության հարթմանը: ՀՀ ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարությունը պետք է ձգտի, իսկ ՀՀ կենտրոնական բանկը պետք է նպաստի գանձապետարանի թղթակցային հաշիվներում նվազագույն մնացորդով աշխատելու ռեժիմի ամրապնդմանը, որի համար պետք է էապես բարելավվի ծախսող գերատեսչությունների ֆինանսական հոսքերի պլանավորումը և մոնիտորինգը:

- Կողմերը հավաստում են ընդունված սկզբունքների ներքո մեկ ամսվա ընթացքում վերանայել կողմերի միջև հարաբերությունները կանոնակարգող փաստաթղթերը

	Exports, Mln US dollars	Imports, mln US dollars	External Public Debt	GDP mln dollars	Transvert mln dollars	stability
31.03.2004	147.42	283.78	1,067.37	565.31	325.9	-0.10

Հա
վելվ
ած
14
ՀՀ
Ֆին
անս
ակ
ան
կայ
ուն
թյ
ան
վրա
ազդ
ող
հիմ
նակ
ան
գոր
ծոն
ներ
ը
200

4-2010 թթ.

30.06.2004	186.80	340.79	1,070.51	805.12	473.0	0.00
30.09.2004	167.67	337.09	1,084.06	1277.60	618.0	0.10
31.12.2004	221.02	389.05	1,182.96	1279.07	742.7	0.25
31.03.2005	202.45	371.01	1,153.95	708.83	387.5	0.45
30.06.2005	237.77	422.14	1,114.54	1061.70	485.8	0.45
30.09.2005	265.26	470.90	1,117.22	1567.67	593.9	0.70
31.12.2005	268.44	537.69	1,099.26	1643.88	558.9	0.60
31.03.2006	184.83	421.14	1,110.38	982.67	154.1	0.65
30.06.2006	252.65	527.46	1,163.42	1623.76	225.1	0.60
30.09.2006	242.82	557.67	1,173.11	2363.56	290.5	0.55
31.12.2006	304.81	685.34	1,205.66	2337.27	408.4	0.70
31.03.2007	231.24	643.81	1,222.73	1387.79	214.6	0.90
30.06.2007	293.85	715.91	1,266.85	2243.58	311.9	0.50
30.09.2007	303.84	826.79	1,321.21	3382.01	412.3	0.50
31.12.2014	323.37	1,081.28	1,448.91	3338.61	552.1	0.00
31.03.2008	233.96	846.72	1,551.62	1661.33	275.9	-0.35
30.06.2008	285.96	1,055.34	1,550.28	2557.97	412.9	-0.50
30.09.2008	302.11	1,220.24	1,530.90	4073.42	542.7	-0.50
31.12.2008	235.13	1,303.84	1,577.11	3340.07	549.5	-0.60
31.03.2009	123.90	665.33	1,788.74	1306.62	200.3	-1.25
30.06.2009	160.21	719.98	2,433.42	1744.76	281.7	-1.35
30.09.2009	205.91	861.93	2,720.54	2594.27	355.6	-1.00
31.12.2009	220.14	1,073.90	2,966.68	2668.02	448.3	-0.75
31.03.2010	199.51	800.05	2,980.42	1497.81	223.5	-0.50