

ՀԱՅ-ՌՈՒՍԱԿԱՆ (ՍԼԱՎՈՆԱԿԱՆ) ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

ՔՆԱՐԻԿ ԱՎԱԳԻ ԱՅՎԱԶՅԱՆ

ՀԻՓՈԹԵՔԱՅԻՆ ՎԱՐԿԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ

ԱՌԱՆՁՆԱՀԱՏԿՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ

Ը. 00.03 – «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում»
մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի
հայցման ատենախոսության

ՍԵՂՄԱԳԻՐ

Ատենախոսության թեման հաստատվել է ՀՀ Կառավարությանն առընթեր Պետական գույքի կառավարման վարչության կառավարման և տնտեսական բարեփոխումների ինստիտուտում:

Գիտական ղեկավար՝

տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
Սամսոն Աշոտի Դավոյան

Պաշտոնական ընդդիմախոսներ՝

տնտեսագիտության դոկտոր, դոցենտ
Հայկ Գերասիմի Մնացականյան

տնտեսագիտության թեկնածու
Սամվել Ավագի Սահակյան

Առաջատար կազմակերպություն՝

Հայաստանի պետական տնտեսագիտական
համալսարան

Ատենախոսության պաշտպանությունը կայանալու է 2016 թվականի ապրիլի 05-ին, ժամը 15³⁰-ին, Հայ-Ռուսական (Սլավոնական) համալսարանում գործող ՀՀ ԲՈՀ-ի թիվ 008 մասնագիտական խորհրդի նիստում:

Հասցեն՝ 0051, ք. Երևան, Հովսեփ Էմինի 123:

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Հայ-Ռուսական (Սլավոնական) համալսարանի գրադարանում:

Սեղմագիրն առաքված է 2016 թվականի մարտի 04-ին:

**008 մասնագիտական խորհրդի
գիտական քարտուղար՝**

տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
Ա. Մ. Սուվարյան

Հեղափոխության թեմայի արդիականությունը: Հայտնի է, որ սպառողական բարիքների շարքում բնակարանը առավել կապիտալատարն է, ուստի անհրաժեշտ է գործադրել առանձնահատուկ մեխանիզմներ, որոնք թույլ կտան հաղթահարել բնակչության լայն շերտերի՝ խնայողությունների ոչ բավարար մակարդակով պայմանավորված արգելքը:

Հիփոթեքի մեխանիզմի գործադրումը պակաս կարևոր չէ սոցիալական առաջընթացի առումով: Դրան միտված պետական քաղաքականության առարկան է բնակարանային շուկայի կայացումը, բնակարանային տարածքների ձեռքբերման հասանելիության շեմի բարձրացումը՝ հասարակության տարբեր շերտերի համար: Սա պայմանավորված է խնդրի ռազմավարական նշանակությամբ՝ ՀՀ սոցիալ-ժողովրդագրական իրավիճակի բարելավման պահանջներով:

Մյուս կողմից, հանրապետությունում բնակարանային շուկայի ընդլայնման հեռանկարները պետք է ելնեն իրատեսական այն գնահատականներից, որոնցով որոշվում են տվյալ բնակավայրում, տվյալ տիպի, վարկավորման այս կամ այն պայմաններով բնակտարածքների ձեռքբերման հասանելիության չափերը բնակչության տարբեր շերտերի վճարունակ պահանջարկի պայմաններում: Հիփոթեքային պրոտֆելի պարունակությունը դեռևս չի գերազանցում 200 մլրդ դրամը¹, մինչդեռ վարկերի նկատմամբ պահանջարկը բավականին մեծ է՝ տնային տնտեսություններից յուրաքանչյուր երկրորդը ցանկություն ունի օգտվել հիփոթեքային վարկավորումից²:

Կարևորելով հիփոթեքային վարկերի շուկայի զարգացման անհրաժեշտությունը, մեր կողմից ընդգծվել է բնակարանային շինարարության, սոցիալական, ֆինանսական միջնորդ ինստիտուտների զարգացման, հիփոթեքային ֆինանսավորման կայուն և գործունակ մեխանիզմների ստեղծման խնդիրների լուծումը:

Երկրի ընդհանուր տնտեսության զարգացման տեսանկյունից հիփոթեքային վարկերի շուկայի զարգացումը հնարավորություն կտա պետության կողմից ոչ բավարար բնակարանային շինարարության իրականացման ծավալների պայմաններում բարելավել բնակչության լայն շրջանակների բնակարանային պայմանները՝ նպաստելով անշարժ գույքի շուկայի զարգացմանը, շինարարության և շինանյութերի արտադրության ծավալների ընդլայնմանը, ինչի արդյունք կհանդիսանան բարձր տնտեսական աճը և նոր աշխատատեղերի ստեղծումը:

ՀՀ Կենտրոնական բանկի (այսուհետ՝ ԿԲ) խնդիրների տեսանկյունից, ՀՀ-ում հիփոթեքային վարկերի շուկայի զարգացումը և ընդլայնումը կնպաստի ՀՀ ֆինանսական շուկայի զարգացմանը՝ նպաստելով տնտեսությունում երկար փողերի ձևավորմանը և արժեթղթերի շուկայի զարգացմանը: ՀՀ ֆինանսական շուկայի թույլ զարգացվածության, ինչպես նաև ֆինանսական սահմանափակ գործիքների առկայության մասին են վկայում ՀՀ բանկային համակարգի ֆինանսական միջնորդության համեմատաբար ցածր մակարդակը (2014թ-ին ընդհանուր վարկերի

¹ Աղբյուր՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «ՀՀ ԿԲ Տեղեկագիր», 2014 Դեկտեմբեր, էջ 95:

² Աղբյուր՝ «Վերլուծություն-Հաշվետվություն: Հայաստանում վարկավորման պահանջարկի ուսումնասիրում»: Երևան, «Ահարոն-Պարադիզմ», 2004 թ., էջ 13:

հարաբերությունը ՀՆԱ-ին կազմել է 45.3%, իսկ տնտեսությունից ներգրավված միջոցները ավանդների տեսքով ՀՆԱ-ի մեջ կազմել են 35%)³, բանկերում իրացվելիության բավական մեծ մակարդակը (2014թ.-ի ընթացքում բանկային համակարգի իրացվելիության նորմատիվները շուրջ 2 անգամ գերազանցել են դրանց նվազագույն պահանջները, իսկ կապիտալի համարժեքության նորմատիվը գերազանցել է նվազագույն պահանջը 4.1 տոկոսային կետերով)⁴:

Հիփոթեքային ֆինանսավորման կայուն և գործունակ մեխանիզմների արդյունավետ գործունեությունը մեծապես կախված է ինստիտուցիոնալ կառույցների զարգացման մակարդակից, որն ընդգրկում է անշարժ գույքի շրջանառության գրանցման համակարգը, անշարժ գույքի պրոֆեսիոնալ գնահատման և ապահովագրական ընկերությունները, ինչպես նաև հիփոթեքային վարկերի գործունեությունը երկրորդային շուկաներում կազմակերպող ինստիտուտները և մի շարք այլ տարրեր:

Սույն խնդիրների լուծման համար անհրաժեշտ է զարգացնել և ունենալ պետական միջամտությունից զերծ շուկայական խթանիչ ինքնակարգավորվող մեխանիզմներ, նպաստավոր օրենսդրական և ենթաօրենսդրական դաշտ, կարգավորված իրավատնտեսական հարաբերություններ, ինչպես նաև իրականացնել սոցիալական արդարության ու ապահովության բարձրացմանն ուղղված ծրագրեր:

Նշված հիմնախնդիրների ուսումնասիրության անհրաժեշտությունը և կարևորությունն էլ պայմանավորել են ատենախոսության թեմայի ընտրությունը, աշխատանքի կառուցվածքը, առաջ քաշված խնդիրների հետազոտման խորությունը: Իսկ ատենախոսության թեմայի **արդիականությունն ու հրապարկությունը** մեծապես պայմանավորված են երիտասարդ ընտանիքների շրջանակներում հիփոթեքային վարկի հասանելիության մակարդակի բարձրացման անհրաժեշտությամբ: Վերջինս թույլ կտա լուծելու ՀՀ տնտեսության համար լուրջ մարտահրավեր հանդիսացող այնպիսի սոցիալ-դեմոգրաֆիկական խնդիրներ, ինչպիսիք են՝ արտագաղթի արագացող տեմպերը, «ուղեղների արտահոսքը» և տարեց տարի կրճատվող ծնելիության մակարդակը:

Հետազոտության նպատակը և խնդիրները: Հետազոտության հիմնական նպատակը ՀՀ-ում հիփոթեքային վարկի շուկայի զարգացման հիմնախնդիրների լուծումն է, և եկամուտների ցածր մակարդակ ունեցող այնպիսի երկրի համար, ինչպիսին Հայաստանն է հիփոթեքային վարկերի հասանելիության բարձրացման ուղիների մշակումը: Նշված նպատակի իրագործման համար ատենախոսության մեջ առաջադրվել և լուծվել են հետևյալ խնդիրները.

- ուսումնասիրել հիփոթեքային վարկի շուկայի տեսական, մեթոդական, կազմակերպական և օրենսդրաիրավական հիմքերը, փոխառու կապիտալի շուկայում հիփոթեքային վարկերի դերն ու նշանակությունը,

- հետազոտել բնակարանային շինարարության ֆինանսավորման կառուցվածքային փոփոխությունները, հիփոթեքային վարկավորման միջազգային փորձը, և բացահայտել հիփոթեքային ճգնաժամի առաջացման պատճառները և դրանում արժեթղթավորման դերը,

³ Աղբյուր՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «Ֆինանսական կայունության հաշվետվություն», 2014, էջ 34:

⁴ Աղբյուր՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «ՀՀ ԿԲ Տեղեկագիր», 2014 դեկտեմբեր, էջ 105:

- բացահայտել արժեթղթավորման արդյունավետ մեխանիզմների դերն ու նշանակությունը զարգացած և անցումային երկրների ֆինանսական համակարգերում,
- գնահատել արժեթղթավորման հնարավոր ազդեցությունները ՀՀ բանկային համակարգի հիմնական ցուցանիշների վրա և արժեթղթավորման օպտիմալ մակարդակը ՀՀ տնտեսության համար,
- բացահայտել հիփոթեքային վարկավորման համակարգի ձևավորման և հետագա զարգացման հիմնախնդիրները ՀՀ-ում, գնահատել հիփոթեքային վարկավորման հասանելիությունը ՀՀ-ում՝ վերջինիս բարելավման ուղղությամբ առաջադրելով արդյունավետ ուղիներ,
- կառուցել արժեթղթավորման ընդհանուր հավասարակշռության մոդել, բացահայտել շուկայի մասնակիցների փոխգործունեության մեխանիզմները, ինչպես նաև արժեթղթավորման համակարգի ներդրման արդյունավետությունը ապացուցելու համար գնահատել արժեթղթավորման պարագայում առաջացող իրացվելիության օգուտները և վերջինիս ազդեցությունը վարկավորման ծավալների հետագա աճի և տոկոսադրույքների նվազման վրա:

Հեղափոխության օբյեկտը և առարկան: Հետազոտության օբյեկտը հանրապետության հիփոթեքային վարկերի շուկան է՝ բանկային համակարգի և փոխառու կապիտալի մյուս շուկաների հետ փոխհարաբերությունների համալիրով, ինչպես նաև արժեթղթավորման համակարգը, իսկ ուսումնասիրության առարկան՝ հիփոթեքային վարկերի շուկայի ֆինանսական, կազմակերպական և օրենսդրական հիմքերն ու դրանց կատարելագործման հիմնահարցերը, արժեթղթավորման իրագործման գործընթացներում ծագող խնդիրները, հիփոթեքային վարկերի հիմքով արժեթղթերի թողարկման մեխանիզմներն ու մեթոդները՝ անցումային շրջանի առանձնահատկությունների և արտերկրյա փորձի համատեքստում:

Հեղափոխության տեսանկյունային և տեղեկատվական հիմքերը: Աշխատանքի համար տեսական մեթոդական հիմք են ծառայել ՀՀ-ում և այլ երկրներում մշակված և ընդունված օրենսդրական և ենթաօրենսդրական ակտերը, ուսումնասիրության խնդիրներին առնչվող ինչպես օտարերկրյա, այնպես էլ հայրենական գիտական աշխատանքները: Օգտագործվել է միջազգային փորձում հիփոթեքային վարկի երկրորդային շուկայի մոդելավորման վերաբերյալ, ինչպես նաև արժեթղթավորմանն առնչվող գրականություն: Աշխատությունում հետազոտության և մոդելավորման համար կիրառվել են օպտիմալացման, էկոնոմետրիկական, գործոնային, սխեմատիկ, համեմատական վերլուծությունների մեթոդներ:

Ուսումնասիրության համար որպես տեղեկատվական բազա են ծառայել ՀՀ ազգային վիճակագրական ծառայության, ՀՀ Ֆինանսների նախարարության, ՀՀ Կենտրոնական բանկի, ինչպես նաև մի շարք միջազգային կազմակերպությունների՝ Համաշխարհային բանկի, Արժույթի միջազգային հիմնադրամի, Միջազգային ֆինանսական կորպորացիայի և մի շարք այլ կազմակերպությունների պաշտոնական տեղեկատվական նյութերը և հետազոտությունների արդյունքները: Օգտագործվել են այլ երկրների վիճակագրական ծառայությունների և կենտրոնական բանկերի պաշտոնական էլեկտրոնային կայքերը:

Տնտեսաչափական մոդելավորումն իրականացվել է EViews 7 և Matlab R2010a ծրագրային փաթեթների միջոցով:

Հեղազոտության հիմնական գիտական արդյունքները և նորույթը: Իրականացված ուսումնասիրությունների և վերլուծության ընթացքում ձեռք են բերվել գիտական նորույթ պարունակող ներքոհիշյալ արդյունքները.

- Գնահատվել է հիփոթեզային վարկավորման հասանելիությունը ՀՀ-ում՝ վարկավորման տարբեր պայմանների (վարկավորման ժամկետներ, տոկոսադրույք և վարկի կանխավճար) և ձեռք բերվող անշարժ գույքի տարբեր պարամետրերի (բնակմակերես, 1 քառ. մետրի գին) հիման վրա, որի հիման վրա կառուցվել է հիփոթեզային վարկավորման հասանելիության կորերի փունջ:

- Գնահատվել են ակտիվների արժեթղթավորման հնարավոր ազդեցությունները ՀՀ բանկային համակարգի հիմնական ցուցանիշների վրա, ինչպես նաև արժեթղթավորման օպտիմալ մակարդակը:

- Առաջարկվել է ՀՀ հիփոթեզային վարկի շուկայի զարգացման ուղղությամբ անհրաժեշտ միջոցառումների համալիր (հիփոթեզային պարտատոմսերի բորսայական գնանշում, արտարժույթային ռիսկի զսպման համար հեջավորման գործիքների ներդրում, միջազգային վարկանշավորումը, պոտենցիալ ռիսկերից խուսափելու նպատակով վերաֆինանսավորված հիփոթեզային վարկերի հետզնման պահուստի ձևավորումը, հակացիկլիկ քաղաքականության իրականացումը և այլն):

- Մշակվել և կառուցվել է հաջորդական սերունդների մոդել (Overlapping generation model), որտեղ առաջին անգամ ներմուծվել են ներկայացուցչական բանկ և հիփոթեզային երկրորդային շուկայի օպերատոր (արժեթղթավորող կազմակերպություն), որը հիմնավորում է ակտիվների արժեթղթավորման արդյունավետությունը:

Արենախոսության արդյունքների գործնական նշանակությունը: Ստացված գիտական արդյունքները, կատարված վերլուծությունները և մշակված առաջարկություններն ու մոտեցումները կարող են օգտագործվել ինչպես ՀՀ Կենտրոնական բանկի և ՀՀ Ֆինանսների, էկոնոմիկայի նախարարությունների, այնպես էլ ՀՀ Ազգային ժողովի, գործադիր իշխանության այլ մարմինների՝ պետական տնտեսական քաղաքականության և հայեցակարգերի մշակման ժամանակ, այնպես էլ հանրապետության առևտրային բանկերի, վարկային կազմակերպությունների, հայրենական հետազոտողների, մասնագետների և ԲՈՒՀ-երի ուսանողների կողմից:

Հեղազոտության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումները: Աշխատանքի արդյունքները քննարկվել են ՀՀ ԳԱԱ Մ. Քոթանյանի անվան տնտեսագիտական ինստիտուտում, Երևանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի Գյումրու մասնաճյուղում անցկացված գիտաժողովի շրջանակներում, ինչպես նաև ՀՀ Կենտրոնական բանկի աշխատակիցների հետ:

Ատենախոսության մեջ ներկայացված հիմնական մոտեցումները և հետազոտության արդյունքները հրապարակված են գիտական վեց հոդվածներում:

Արենախոսության կառուցվածքը և ծավալը: Ատենախոսությունը կազմված է ներածությունից, երեք գլուխներից, եզրակացությունից, օգտագործված գրականության ցանկից և հավելվածից: Ատենախոսությունը շարադրված է 153 էջի վրա (առանց հավելվածի):

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄՆԱԿԱՆ ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ

Ատենախոսության **ներածությունում** հիմնավորվում է հետազոտության թեմայի արդիականությունը, ներկայացվում է հիփոթեզային վարկերի շուկայի զարգացման անհրաժեշտությունը՝ ելնելով տնտեսական զարգացման որոշ առանցքային խնդիրներից, սահմանվում են հետազոտության նպատակը և խնդիրները, տրվում են հետազոտության տեսական, մեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը, ներկայացվում հետազոտության գիտական նորույթը, տեսական և գործնական նշանակությունը:

Ատենախոսության առաջին՝ **«Հիփոթեզային վարկի շուկայի էվոյուցիան և առանձնահատկությունները»** գլխում ներկայացվում է հիփոթեզի ծագումը, հիփոթեզային վարկերի զարգացման հիմնական մոտեցումները և առանձնահատկությունները: Ընդհանուր վերլուծության է ենթարկվում հիփոթեզային վարկավորման համակարգի ֆինանսական ապահովվածության մեխանիզմների անհրաժեշտությունը՝ որպես հիփոթեզային վարկի շուկայի զարգացման նախապայման, հիփոթեզային վարկի շուկայի կառուցվածքը, բնակարանային շինարարության ֆինանսավորման կառուցվածքային փոփոխությունները և հիփոթեզային ճգնաժամի առաջացման պատճառները:

Հիփոթեզային վարկի շուկայի ստեղծումը և զարգացումը պայմանավորված է հիփոթեզային վարկը որպես բնակարանային խնդրի լուծման հիմնական միջոց համարելով: Միջազգային փորձը վկայում է, որ բնակարանային շինարարությանը, բնակարանային շուկային և դրա ֆինանսավորման համակարգին տրված առաջնությունը նշանակալի ազդեցություն է ունեցել երկրների ֆինանսական շուկայի, մակրոտնտեսական կայունության և դրամավարկային քաղաքականության վրա:

Վերջին մի քանի տասնամյակների ընթացքում մի շարք երկրների բնակարանային շուկաները ենթարկվել են նշանակալի փոփոխությունների, այսինքն՝ բնակարանային շինարարության ֆինանսավորման ավանդական մեթոդները՝ հիմնված մասնագիտացված ավանդային միջնորդների կամ կառավարության ծրագրերի վրա փոխարինվել են շուկայի վրա հիմնված (market-based) ֆինանսավորման եղանակներով:

Այսպիսով, մի կողմից քաղաքաբնակեցման օրըստօրե աճող տեմպերը, իսկ մյուս կողմից բնակարանային շինարարության համար անհրաժեշտ ֆինանսական ռեսուրսների սահմանափակությունը, հիմք հանդիսացան հիփոթեզային վարկերի տարածման և դրանց նկատմամբ պահանջարկի աննախադեպ աճի համար: Եվ երկարաժամկետ հիփոթեզային վարկերի տրամադրման համար անհրաժեշտ ֆինանսական միջոցների հայթայթման խնդիրը լուծվեց խնայողությունների համակարգի ձևավորման, միամակարդակ և երկմակարդակ բնույթ ունեցող հիփոթեզային վարկերի վերաֆինանսավորման միջոցով: Եվ առանձնացնել, թե հիփոթեզային վարկավորման վերոնշյալ մեխանիզմներից որն է առավել արդյունավետ, համաշխարհային պրակտիկայում գոյություն չունի մեկ միասնական մոտեցում:

Ընդ որում, Հայաստանը ընտրել է հիփոթեզային վարկի շուկայի զարգացման երկմակարդակ բնույթ ունեցող վերաֆինանսավորման մոդելը և մեր երկրում 2009

թվականից որպես հիփոթեքային երկրորդային շուկայի օպերատոր գործում է Ազգային հիփոթեքային ընկերությունը (ԱՀԸ): Հիմնադրման պահից վերաֆինանսավորվող վարկերը ունեցել են դինամիկ աճ և 2014թ.-ին կազմել են հիփոթեքային վարկերի պորտֆելի շուրջ 23%-ը: Ներկայումս, չնայած վերաֆինանսավորումն իրականացվում է ինչպես սեփական, այնպես էլ հիփոթեքային շուկայի զարգացման ծրագրի շրջանակներում ՀՀ Կառավարությունից ներգրավված միջոցների հաշվին: Սակայն առաջիկայում ԱՀԸ-ի կողմից նախատեսվում է իրականացնել հիփոթեքային վարկերով ապահովված պարտատոմսերի թողարկում: Այն ուղղված է լինելու ինչպես հիփոթեքային, այնպես էլ արժեթղթերի շուկաների զարգացմանը՝ նպատակ ունենալով ընդլայնել հիփոթեքային վարկավորման հասանելիությունը:

Հիփոթեքային վարկի շուկայի շարունակական զարգացման արդյունքում, մի շարք երկրներում բնակարանը հանդիսացավ տնային տնտեսությունների համար որպես հիմնական ակտիվ, իսկ հիփոթեքը՝ պարտավորությունների գերակշռող տարր: Եվ գոյություն ունի համընդհանուր կարծիք, համաձայն որի ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի առաջացումը հիմնականում պայմանավորվել է վարկավորման ծավալների աննախադեպ աճով և անշարժ գույքի շուկայում ձևավորված «փուչիկներով»:

Մասնավորապես, ԱՄՆ-ում 1985-2007 թթ. ժամանակահատվածում տնային տնտեսություններին տրամադրած վարկերի պաշարային ցուցանիշը ավելացել է 500%-ով, ընդ որում՝ անշարժ գույքի գրավով տրված վարկերը կազմել են 73%, իսկ սպառողական վարկերը՝ 18%⁵: Իսկ 1997-2006 թթ. ԱՄՆ-ում անշարժ գույքի գները աճը կազմել է 124%: Եվ քանի դեռ անշարժ գույքի գները բարձրանում էին, ԱՄՆ-ում սպառման սահմանային նորմը շարունակում էր մնալ բավականին բարձր: Հարկ է նաև նշել, որ 1992-2007թթ. ընթացքում ԱՄՆ տնային տնտեսությունների խնայողությունների տեսակարար կշիռը 7.46%-ից կրճատվեց մինչև 0.39%՝ և սա այն պարագայում, երբ այդ նույն ժամանակահատվածում նրանց համախառն տնօրինվող եկամուտն ավելացել էր ավելի քան 2 անգամ:

Գործող վարկերի ծավալների աճը մեծ վտանգ էր ներկայացնում ֆինանսական համակարգի համար, որը ցանկացած պահի կարող էր պայթել չվճարումների առաջին իսկ ալիքի առաջացման դեպքում:

2005-2007 թթ. ԱՄՆ դաշնային պահուստային համակարգի կողմից իրականացվող խիստ դրամավարկային քաղաքականությունը և LIBOR-ի բարձրացումը՝ ուղեկցվելով գնաճով և գործազրկության մակարդակի բարձրացմամբ, ստեղծեց արդեն իսկ կանխատեսված ֆինանսական ճգնաժամի առաջին ալիքը՝ հիփոթեքային ճգնաժամը, որը հետագայում տարածվեց ոչ միայն ԱՄՆ տնտեսության, այլև ողջ աշխարհի վրա:

Եվ այստեղ ուշագրավ է այն փաստը, որ 2006 թ. ոչ ստանդարտ վարկերի տեսակարար կշիռն անշարժ գույքի վարկային ընդհանուր պորտֆելում կազմել է 20%՝ 2003 թ. 8%-ի դիմաց, ընդ որում՝ միայն տոկոսադրույքի վճարումով վարկերի տեսակարար կշիռը 2003թ. 2%-ից 2005թ.-ին հասել է 20%-ի:

⁵Աղբյուրը՝ FED: Flow of Funds Accounts of the United States: Households and Nonprofit Organizations (F. 100) 1985-1994, 1995-2004, 2005-2007.

Ոչ ստանդարտ վարկերի ծավալների նման աճը, թերևս, կարելի է բացատրել ֆինանսական շուկայում մասնավոր ֆինանսական ընկերությունների կողմից թողարկվող հիփոթեքային պարտատոմսերի ծավալների մեծացմամբ: Ոչ ստանդարտ վարկերը խիստ մեծ վտանգ էին ներկայացնում ԱՄՆ ֆինանսական համակարգի համար, քանի որ մակրոտնտեսական առաջին իսկ ցնցումների ժամանակ անվճարունակ էին դառնալու հենց այս վարկառուները:

Այնուամենայնիվ, հետզհետե մային տարիներին, չնայած համաշխարհային տնտեսության աստիճանական վերականգմանը, բազմաթիվ ռիսկեր դեռևս պահպանվում են՝ տնտեսական աճի անհամաչափության, զբաղվածության վերականգնման, կապիտալի հոսքերի և գների կայունության տեսանկյունից: Ֆինանսական շուկաները շարունակում են կախված լինել պետական խթանիչ ծրագրերից, ինչը մեծացնում է տատանողականությունների պահպանման հավանականությունը: Համաշխարհային ֆինանսական համակարգը դեռևս ոչ կայուն է, և մի շարք խնդիրներ շարունակում են մնալ չլուծված: Մասնավորապես վարկային ռիսկի տեսանկյունից շարունակում է անհանգստացնել մասնավոր հատվածի պարտքի բեռի բարձր մակարդակը, փոխառու միջոցների բարձր տեսակարար կշռի պահպանումը: Իսկ տնտեսական ակտիվության վերականգնման շարունակականության համար կարևոր են պետական պարտքի, բյուջեի պակասուրդի հետ կապված խնդիրների լուծումը, հակաճանաժամային խթանիչ միջոցառումների՝ ժամանակին ու արդյունավետ դադարեցման ծրագրումը, արդյունաբերական նշանակության հումքային ապրանքների գների կայունությունը: Արդիական են միջազգային մասշտաբով վերահսկողական ոլորտի բարեփոխումները՝ Բազել 3-ի շուտափույթ ներդրումը, ինչը կնպաստի ֆինանսական համակարգի կայունացմանը:

Ատենախոսության երկրորդ՝ **«Արժեթղթավորման դերը հիփոթեքային վարկի շուկայի զարգացման գործում, արժեթղթավորման ընդհանուր հավասարակշռության մոդել»** գլխում՝ բազմակողմանի վերլուծության են ենթարկվում արժեթղթավորման առանձնահատկությունները, ֆինանսատնտեսական ճգնաժամում վերջինիս ունեցած դերը: Ներկայացվում է արժեթղթավորման իրականացման խթանների վերաբերյալ ֆինանսական միջնորդությանը առնչվող հիփոթեզներ և էմպիրիկ վերլուծություններ, ինչպես նաև արժեթղթավորման ներդրման և զարգացման փորձը զարգացած և անցումային տնտեսությամբ երկրներում՝ այդ թվում նաև ՀՀ-ում: Կառուցվում է նորույթ հանդիսացող արժեթղթավորման ընդհանուր հավասարակշռության մոդել, որտեղ ներմուծվում են ներկայացուցչական բանկ և հիփոթեքային երկրորդային շուկայի օպերատոր (արժեթղթավորող կազմակերպություն):

Հիփոթեքային ֆինանսավորման արդյունավետ գործարկման խնդիրը արդիական է եղել զարգացման բոլոր փուլերում գտնվող երկրների համար: 30-ականների ճգնաժամն ԱՄՆ-ում, երկրորդ համաշխարհային պատերազմի հետևանքները Եվրոպայում ստիպել են այդ երկրների կառավարություններին կարևորել հիփոթեքային երկարաժամկետ վարկավորման համակարգերի զարգացումը, որպես կարևոր ռազմավարական նպատակ, որի իրագործումը հնարավորություն է ընձեռել լուծել սոցիալ տնտեսական խնդիրների մի ամբողջ համակարգ՝ կապված հետպատերազմյան տնտեսությունների, կործանված բնակֆոնդի վերականգնման, ֆինանսական և բանկային համակարգերի

կայունացման, շինարարության ֆինանսավորման և դրա հետ փոխկապակցված ճյուղերի զարգացման հետ:

Սկզբնական շրջանում հիփոթեքային վարկերը հիմնականում տրամադրվում էին խնայողական կազմակերպությունների կողմից, որոնք և հիմնականում ֆինանսավորվում էին դրանց կողմից ներգրավված ավանդների հաշվին, իսկ տրամադրված վարկերն էլ մինչև վերջնաժամկետը պահվում էին հաշվեկշիռներում: Հետագայում, բնակարանների աճող պահանջարկը զսպվում էր հիփոթեքային վարկերի սահմանափակ առաջարկով: Սա մի կողմից, իսկ մյուս կողմից, տոկոսադրույքների տատանողականության հետևանքով կապիտալի և պարտադիր պահուստավորման ծախսերի մեծացումը, բանկերի կողմից իրականացվող քաղաքականությունը՝ հնարավորինս շուտ հետ գնել ներդրված կապիտալը, մեծացող վատորակ ակտիվների ծավալը, լրացուցիչ իրացվելիության սրվող անհրաժեշտությունը և աճող մրցակցությունը բանկերի և ոչ ավանդային ինստիտուտների միջև, ստիպեցին բանկերին փնտրել ֆինանսական միջոցների ներգրավման ավելի էժան միջոցներ⁶: Այսպիսով, պետական հովանավորչության ներքո վարկերի վաճառքը և արժեթղթավորումը վերափոխեցին ավանդական բանկային գործունեությունը, որը ի սկզբանե կոչված է եղել ապահովելու բնակարանային ապահովվածության կարիք ունեցող տնտեսավարող սուբյեկտներին մատչելի հիփոթեքային վարկերով՝ հասանելի դարձնելով այն ազգաբնակչության լայն շրջանակների համար: Արժեթղթավորումը իրենից ներկայացնում է պարտատոմսերի կամ այլ արժեթղթերի թողարկմամբ, եկամտաբեր ակտիվների ֆինանսավորում կամ վերաֆինանսավորում՝ տալով նրանց առևտրային բնույթ⁷: Ընդ որում, արժեթղթավորումը ստեղծման իսկ պահից՝ 1970-ականներից, ունեցել է լայն տարածում և դինամիկ աճ: Մինչ 2007-ի կտրուկ անկումը MBA-ի (mortgage backed securities - հիփոթեքով ապահովված արժեթղթեր) թողարկման ծավալները աճել են 678%-ով 1990-ի 259 միլիարդ ԱՄՆ դոլարից մինչև 2006-ի՝ 2018 միլիարդ ԱՄՆ դոլարը⁸:

Ըստ ֆինանսական միջնորդության տեսության, արժեթղթավորումը ստեղծում է արդյունք՝ կրճատելով ֆինանսական միջնորդության հետ կապված ծախսերը և ասիմետրիկ ինֆորմացիան, միևնույն ժամանակ մեծացնելով ռիսկերի բաժանման և դիվերսիֆիկացիայի հնարավորությունները: Արժեթղթավորումը վարկատուներին հնարավորություն է տալիս կրճատել զգայունությունը ֆինանսական միջոցների ներգրավման արտաքին աղբյուրներից, նվազեցնել վերջիններիս ռիսկերը և բարելավել հաշվեկշռի կառուցվածքը, իսկ ներդրողներին հնարավորություն է տալիս ներդրում կատարելու վերաբերյալ իրենց որոշումները կայացնել անկախ նախաձեռնողի վարկարժանությունից և փոխարենը ուշադրություն դարձնելով թողարկողի կողմից տրամադրված պաշտպանության աստիճանին, արժեթղթավորված ակտիվների մայր գումարի և տոկոսավճարների մարման կարողության վրա:

Արժեթղթավորումը ԱՄՆ-ում բավականին հաջողություն ունեցավ՝ ապահովեց լրացուցիչ իրացվելիություն և ստեղծեց տարբեր ֆինանսական նոր գործիքներ: Չնայած

⁶ Աղբյուր՝ Cumming, Christine «The economics of Securitisation» // Quarterly Review, FRBNY, 1987, pp. 11-23.

⁷ Աղբյուր՝ «Ակտիվների արժեթղթավորումը Եվրոպայում», Հրատարակություն 7-րդ., AEPLAC, Երևան 2006, էջ 16:

⁸ Աղբյուր՝ Faten Sabry, Chudozie Okongwu «Study of the Impact of Securitization on Consumers, Investors, Financial Institutions and the Capital Markets» // American Securitization Forum, June 17, 2009, p 16.

ԱՄՆ-ում ունեցած հաջողություններին, այն մյուս երկրներում իրականացվեց սպասվածից դանդաղ (<<-ում այն դեռևս ձևավորման փուլում է): Եվ դա բացատրվում էր մի շարք գործոններով. ինստիտուցիոնալ կառուցվածք, սպառող-փոխառու և ներդրողների վարքագիծ, օրենսդրական դաշտ, կենտրոնական բանկերի ներգրավվածության աստիճան և բանկային համակարգի տրամադրվածություն:

Սակայն նմանատիպ երկրներում մի կողմից ոչ բավարար ֆինանսական միջոցների առկայությունը, իսկ մյուս կողմից բնակարանային պայմանների բարելավման անհրաժեշտությունը և բնակելիների նկատմամբ մեծ պահանջարկը օբյեկտիվ հիմքեր են ստեղծում արժեթղթավորման համակարգի շուտափույթ ներդրման համար, որի հետագա հաջողությունները մեծապես կախված են առաջարկվող նոր ֆինանսական գործիքի նկատմամբ պահանջարկից: Անցումային տնտեսություն ունեցող երկրներում հատկապես կարևորվում է շահել ներդրողների վստահությունը՝ իրականացնելով կառուցվածքային բարեփոխումներ կապիտալի շուկայի զարգացման նպատակով: Ընդհանուր առմամբ արժեթղթավորման համակարգի արդյունավետ գործունեության համար անհրաժեշտ են. կենսունակ բանկային համակարգ, ուժեղ օրենսդրական դաշտ, համեմատաբար բարձրորակ ակտիվներ, իրացվելի սկոփ շուկա, կայուն ազգային արժույթ, բարենպաստ հարկային դաշտ, վստահելի վարկանշավորում, հավաքական ուժեղ պետական մեխանիզմներ և ինստիտուցիոնալ ներդրողներ⁹:

Արժեթղթավորման գործընթացը բնութագրելու համար կառուցվել է նաև ընդհանուր հավասարակշռության մոդել (Overlapping generation model), որտեղ առաջին անգամ ներմուծվել է ներկայացուցչական բանկ և հիփոթեքային երկրորդային շուկայի օպերատոր: Ստորև հակիրճ ներկայացնում ենք մոդելի հիմնական բաղադրատարրերը՝ ըստ գործակալների տիպի:

Տնային տնտեսություններ: Սերունդների հաջորդականության մոդելի¹⁰ շրջանակներում ենթադրվում է, որ յուրաքանչյուր սերունդ ապրում է երկու ժամանակահատված: Տնային տնտեսությունը ներկայացված է մեկ անհատով (սերունդ), որն աշխատում է առաջին ժամանակահատվածում, իսկ երկրորդում ամբողջությամբ սպառում է իր իսկ խնայողությունները¹¹: Եթե նշանակենք $c_{1,t}$ -ով աշխատողի սպառման ծավալը, երբ նա երիտասարդ է, իսկ $c_{2,t+1}$ -ով սպառման այն ծավալը, երբ նա տարեց է, ապա ժամանակի t պահին ծնված անհատը մաքսիմալացնում է հետևյալ օգտակարության ֆունկցիան.

$$U_t = u(c_{1,t}) + \beta u(c_{2,t+1}), \quad \text{կամ} \quad \max_{c_{1,t}, c_{2,t+1}} \log(c_{1,t}) + \beta \log(c_{2,t+1}). \quad (1)$$

որտեղ β -ն դիսկոնտի գործակիցն է և փոքր է մեկից:

Անհատը, որը ծնվել է առանց որևէ կապիտալի կամ արժեթղթերի, երիտասարդ տարիքում աշխատում է՝ վաստակելով w_t -աշխատավարձ (ընդ որում աշխատուժի շուկան ոչ էլաստիկ է) և նա կամ սպառում է, կամ էլ խնայում (գնում է արժեթղթեր կամ

⁹ Աղբյուր՝ Bertrand M. Renaud «Mortgage finance in emerging markets: Constraints on Feasible Development Paths» // Lusk Research Seminar, University of Southern California, 12 November 2004, pp. 8-37.

¹⁰ Աղբյուր՝ David Romer «Advanced Macroeconomics» 4th ed // McGraw-Hill, University of California, Berkeley, pp. 49-93.

¹¹ Աղբյուր՝ O.J. Blanchard, S.Fischer (1989) «Lectures on Macroeconomics» // Cambridge, MIT press, Chapter 3.

ավանդ է դնում բանկում): Նրա բյուջետային սահմանափակումը առաջին ժամանակահատվածում կլինի. $c_{1,t} + B_{t+1} + D_{t+1} \leq w_t$: Երբ անհատը ծեր է՝ կենսաթոշակային տարիքում, ապրում է իր կապիտալից կամ արժեթղթերից ստացված եկամտի հաշվին: Բյուջետային սահմանափակումը երկրորդ ժամանակահատվածում կարտահայտվի. $c_{2,t+1} \leq R_{t+1}^B B_{t+1} + R_{t+1}^d D_{t+1}$, որտեղ առաջին բաղադրիչը վերաբերում է պարտատոմսերին, իսկ երկրորդը՝ ավանդներին: R_{t+1}^B, R_{t+1}^d -ը միավոր ներդրումային գործիքի դիմաց ստացվող տոկոսավճարն է (մայր գումարի հետ միասին):

Որպես ներդրումային պորտֆելի օպտիմալության պայման, ունենք նաև տոկոսադրույքների հավասարության պայմանը $R_{t+1}^B = R_{t+1}^d$, համաձայն որի պարտատոմսերի տոկոսադրույքը հավասարվում է ավանդների տոկոսադրույքներին:

Բանկեր: Բանկերը ներգրավում են ավանդներ, սպասարկում են ավանդատուներին և ձևավորում են վարկային փաթեթներ¹²: Վարկային փաթեթների մի մասը տնօրինվում է բանկի կողմից և, հետևաբար մնում է բանկի հաշվեկշռում, իսկ մյուս մասը վաճառվում է արժեթղթավորող կազմակերպությանը: Բանկերը կրում են ծախսեր $C(CR_B, CR_R, R)$ ՝ պայմանավորված ավանդների նկատմամբ ստոխաստիկ պահանջարկով և վարկերի արտադրության գործընթացով¹³:

Այսպես, ժամանակի յուրաքանչյուր պահին տնային տնտեսությունները կարող են պահանջել բանկերից X քանակությամբ ավանդներ, և բանկերի համար հայտնի է միայն պահանջվող X քանակության ավանդի $f(X)$ բաշխումը. $X \sim N(\mu, \sigma_x^2)$: Այդ դեպքում անհատների՝ իրացվելի ակտիվների նկատմամբ պահանջը, որը բանկի համար դառնում է իրացվելիության ծախս, որոշվում է հետևյալ բանաձևով. $L(R) = \int_R^\infty \rho(X - R)f(X)dX$, որտեղ ρ -ն արտացոլում է բանկի ծախսը $(X - R)$ տարբերությունը ձեռք բերելու համար և այն սովորաբար ավելի բարձր է քան վարկավորման տոկոսադրույքը, իսկ R -ն այդ ժամանակահատվածում ձևավորած բանկի պահուստներն են, որոնք գոյանում են ավանդներից: Ունենալով X -ը, որպես պահանջվող ավանդների տատանողականություն, բանկը ոչ իրացվելի է եթե $X > R$: Ավանդների և արժեթղթավորման շուկան մրցակցային է: Բանկը մաքսիմալացնում է գործունեության արդյունքում ստացված շահույթը, որը կարտահայտվի 2 բանաձևով:

$$\max_{CR_B, CR_R, D, R, K} \pi = R_b^{LK}(CR)CR_B + R_{seq}^{LK}(CR)CR_R - R^d D - r_K K - C(CR_B, CR_R, R) \quad (2)$$

հետևյալ սահմանափակումներով.

$$L(R) = \int_R^\infty \rho(X - R)f(X)d(X) \quad (3)$$

$$C(CR_B, CR_R, R) = 0,5c_B CR_B^2 + 0,5c_R CR_R^2 + L(R) \quad (4)$$

$$R + CR_R + CR_B = K + D \quad (5)$$

որտեղ՝ K -ն բանկի կապիտալն է, D -ն՝ ավանդները և CR_B -ն՝ վարկերն են բանկի հաշվեկշռում, CR_R -ն՝ արժեթղթավորված վարկերն են, CR -ը վարկավորման ծավալն է ($CR_B + CR_R = CR$), r_K -ը՝ վարկի տոկոսադրույքը, r_K -ն՝ կապիտալի ձեռքբերման գինն է, իսկ

¹²Աղբյուրը՝ Philippe Ducos (1993) «The macroeconomic implications of securitization-a French point of view» // IFR publishing Ltd, pp. 241-264.

¹³ Աղբյուրը՝ Xavier Freixas & Jean-Charles Rochet «Microeconomics of Banking» Second Edition // The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England, pp. 171-185.

R_b^{CK} -ն և R_{seq}^{CK} -ն համապատասխանաբար, չարժեթղթավորված և արժեթղթավորված վարկերի տոկոսադրույքը:

Բանկի կողմից վարկային պայուսակի օպտիմալ կառուցվածքը կախված է տնտեսական գործակալների վարքագիծը և արտադրական տեխնոլոգիաները սահմանող պարամետրերից: Մասնավորապես, իրացվելի ակտիվների նկատմամբ ստոխաստիկ պահանջի առավել մեծ դիսպերսիան հանգեցնում է այդ պահանջով պայմանավորված բանկի ծախսերի աճին, որը, այլ հավասար պայմաններում, բանկին խթանում է վարկային պայուսակում առավել մեծ կշիռ տալ արժեթղթավորմանը:

Ձեռնարկություններ: Արտադրության հատվածը ներկայացված է ներկայացուցչական ձեռնարկության միջոցով, որը ներգրավվում է միջոցներ բանկային վարկերի տեսքով: Ձեռնարկությունն արտադրում է համասեռ արտադրանք, որի գինը նորմալացված է մեկի, և որը կարելի օգտագործել որպես ներդրումային ապրանք առանց ծախսումների¹⁴: Արտադրության համար ձեռնարկությունն օգտագործում է նաև աշխատուժ, և արտադրական ֆունկցիան ունի Կոբբ-Դուգլասի տեսքը, որը ենթադրում է կայուն հատույց մասշտաբից և գրոյական շահույթ, եթե ռեսուրսների գները տրված են¹⁵: Մոդելում ձեռնարկությունները ևս կատարյալ մրցակցության մեջ են ինչպես արտադրության գործոնների, այնպես վերջնական սպառման ենթակա ապրանքների շուկաներում:

Ձեռնարկատիրական գործունեությունը ռիսկային է, այն p հավանականությամբ հաջողակ է, և $(1-p)$ հավանականությամբ ֆիրման ենթակա է դեֆոլտի: Բանկը ձեռնարկությանը ենթարկում է մոնիթորինգի դեֆոլտի դեպքում, և մոնիթորինգի արդյունքում բանկը կարողանում է ձեռք բերել ձեռնարկության կապիտալի միայն g մասը: Մոնիթորինգին ուղղված ծախսերը կազմում է ընկերության արտադրանքի s մասը, և արդյունքում ձեռնարկության արտադրանքի սպասվող ծավալը կլինի $\pi = \gamma(CR_b + CR_h + K^{eq})^\alpha (A_n N)^{1-\alpha}$, որտեղ $\gamma \equiv (p + (1-p)sg)$:

Ընդ որում, π -ը համախառն թողարկումն է, N -ը զբաղվածությունը, A_n -ը տեխնոլոգիական առաջընթացն է, K^{eq} -ն՝ կապիտալը, α -ը կապիտալի մասնաբաժինը համախառն թողարկման մեջ:

Ձեռնարկության շահույթի մաքսիմալացման խնդիրը ունի հետևյալ տեսքը.

$$\max_{CR_b, CR_h, N, K^{eq}} \pi = \gamma(CR_b + CR_h + K^{eq})^\alpha (A_n N)^{1-\alpha} - R_b^{CK} CR_b - R_{seq}^{CK} CR_h - K^{eq} r^{eq} - wN \quad (6)$$

Աշխատուժը ֆիքսված է, աշխատուժի շուկայում կատարյալ մրցակցության պայմաններում ողջ աշխատուժը ներգրավված է արտադրության մեջ և աշխատավարձի մակարդակը ուղիղ համեմատական կապի մեջ է ընկերության կապիտալի հետ, տնտեսության զարգացմանը զուգահեռ աշխատավարձերն աճում են, որը թույլ է տալիս

¹⁴ Աղբյուր՝ Stiglitz, J.E., Salford J.G. «Information and Competitive Price systems» // The American Economic Review, Volume 66, Issue 2, Papers and Proceedings of the Eighty-eight Annual Meeting of the American Economic Association, 1976, pp 246-253.

¹⁵ Աղբյուր՝ David Romer «Advanced Macroeconomics» 4th ed // McGraw-Hil, University of California, Berkeley, p.51.

կենսամակարդակի աճ, ինչպես նաև հաջորդ ժամանակահատվածում խնայողությունների՝ հետևաբար և կապիտալի աճ:

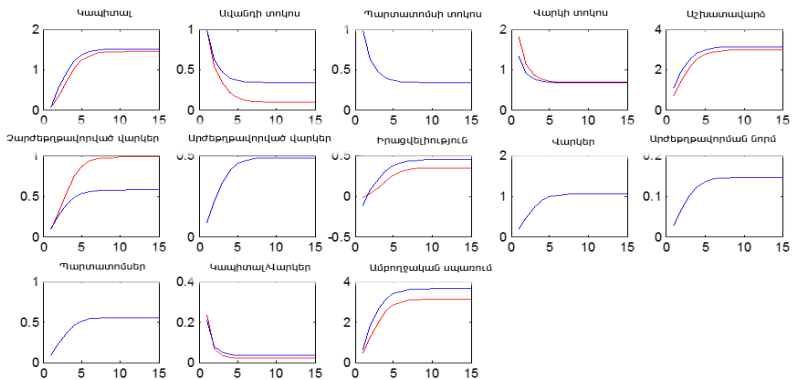
Արժեթղթավորողներ: Արժեթղթավորող կազմակերպությունը՝ նախապես իր իսկ կողմից սահմանված չափորոշիչներին համապատասխան գնում է ակտիվներ, այնուհետև խմբավորելով դրանք, թողարկում է պարտատոմսեր, որոնք ապահովված են ինչպես այդ ակտիվներից ստացվող ապագա դրամական հոսքերով այնպես էլ դրանց հիմքում ընկած գրավով և երաշխիքներով: Արժեթղթավորողի մաքսիմալացման խնդիրը հետևյալն է. $\max_{CR_h} R_{seq}^{UK}(CR) CR_h - R^B B$ (7), որտեղ գործում է նաև հետևյալ $B=CR_h(1 + R_{seq}^{UK})$

սահմանափակումը:

Այժմ գծանկար 1-ում դիտակենք վերոնշյալ մոդելի արդյունքները և՛ արժեթղթավորման պարագայում, և՛ արժեթղթավորման բացակայության պայմաններում:

Գծանկար 1

Արժեթղթավորման ընդհանուր հավասարակշռության մոդելի արդյունքները



Կարմիր գծով ներկայացված են մոդելի արդյունքները, երբ արժեթղթավորում չի իրականացվում, իսկ կապույտով՝ երբ իրականացվում է արժեթղթավորում: Այսպես, եթե դիտարկենք այս երկու մոդելները համադրության մեջ, ապա վստահորեն կարող ենք ասել, որ արժեթղթավորման արդյունքում մեծանում է տնային տնտեսությունների բարեկեցության մակարդակը:

Մասնավորապես, արժեթղթավորման նորմի բարձրացմանը զուգընթաց բանկային համակարգի ավելցուկային իրացվելիությունը աճում է՝ ի հաշիվ երկարաժամկետ ակտիվների վաճառքի՝ սա մի կողմից, իսկ մյուս կողմից, քանի որ բանկը իր հաշվեկշռից դուրս է գրում ակտիվներ, ուստի իր իսկ կողմից ստանձնած ռիսկի դիմաց պահանջվող կապիտալի նվազագույն սահմանաչափը այս պարագայում հնարավորություն է տալիս բանկերին էլ ավելի ընդլայնելու իրենց գործունեությունը, արդյունքում վարկավորման առաջարկի մեծացումը հանգեցնում է տոկոսադրույքների նվազման:

Արժեթղթավորող կազմակերպությունը բանկերից գնում է ակտիվներ, որոնց հիման վրա իրականացնում է պարտատոմսերի թողարկում: Եվ քանի որ ֆինանսական շուկայում հայտնվում է նոր ներդրումային գործիք, որը իր իրացվելիությամբ և ապահովվածությամբ չի զիջում ավանդային գործիքին, ուստի որոշակի

Ժամանակահատվածում հավասարվում են դրանց տոկոսադրույքները: Ընդ որում, արժեթղթավորող ընկերության շահույթը գոյանում է արժեթղթավորված վարկի տոկոսադրույքի և դրա հիման վրա թողարկված պարտատոմսի եկամտաբերության տարբերությունից:

Ինչ վերաբերում է կազմակերպություններին, ապա վարկավորման մատչելիության բարձրացումը և հասանելիությունը արժեթղթավորման պարագայում, հնարավորություն է տալիս վերջիններիս ընդլայնելու իրենց իսկ արտադրական գործունեությունը, որը ենթադրում է արտադրական գործունեի՝ կապիտալի և աշխատուժի նկատմամբ պահանջարկի մեծացում: Արդյունքում աճում են իրական աշխատավարձերը և զբաղվածությունը, որը մեր կողմից նկարագրված մոդելի շրջանակներում հանգեցնում է երկու ժամանակահատվածների՝ աշխատունակ և անաշխատունակ տարիքի անհատի սպառման ծավալների և, հետևաբար, դրանից ստացվող օգտակարության և բարեկեցության մակարդակի աճին: Ընդ որում, առաջին ժամանակահատվածում, երբ անհատը աշխատունակ տարիքի է սպառման ծավալների աճը ապահովվում է միայն աշխատավարձերի աճ, իսկ երկրորդ ժամանակահատվածում, երբ սպառողը կենսաթոշակային տարիքի է, սպառման ծավալների աճը արդյունք է նախորդ ժամանակահատվածում ունեցած խնայողությունների և, հետևաբար, դրանց դիմաց ստացվող տոկոսագումարների:

Այսպիսով, ավարտելով արժեթղթավորման ընդհանուր հավասարակշռության մոդելի ամբողջական նկարագրությունը՝ հետազոտության արդյունքում գալիս ենք այն եզրահանգման, որ որոշակի նախապայմանների առկայության պարագայում միանշանակորեն հիփոթեքային երկրորդային շուկայի զարգացումը նպատակահարմար է վարկավորման հասանելիության բարձրացման և բնակչության բարեկեցության մակարդակի բարձրացման տեսանկյունից:

Ատենախոսության երրորդ՝ **«Հիփոթեքային վարկի շուկայի զարգացման հիմնախնդիրները և դրանց լուծման ուղիները ՀՀ-ում»** գլխում բազմակողմանի վերլուծության է ենթարկվում ՀՀ հիփոթեքային վարկավորման համակարգը՝ ոլորտի հետագա զարգացման համար առկա հիմնախնդիրների բացահայտման և վերջիններիս լուծման ուղղությամբ միջոցառումների մշակման նպատակով: Հաշվարկվում է ՀՀ ազգաբնակչության համար ֆինանսաբանկային համակարգի կողմից տրամադրվող հիփոթեքային վարկերի հասանելիությունը՝ կառուցելով հիփոթեքային վարկավորման հասանելիության կորերի փունջ, գնահատվում է արժեթղթավորման ազդեցությունը ՀՀ բանկային համակարգի գործունեության վրա և արժեթղթավորման օպտիմալ մակարդակը:

Պլանային տնտեսությունից անցումը շուկայականի բերեց նրան, որ շինարարության մեջ կտրուկ նվազեցին պետական կապիտալ ներդրումների ծավալները, իսկ արտաբյուջետային աղբյուրներից միջոցների ներգրավման մեխանիզմների բացակայությունը հանգեցրեց նրան, որ այսօր բնակչության մի սովոր զանգված բնակարանային պայմանների բարելավման կարիք ունի: Չնայած մինչ ճգնաժամը ՀՀ-ում իրականացված շինարարության ծավալների բարձր աճին, ՀՀ բնակարանային

Ֆոնդը կարելի է համարել բավականին «ծերացած»¹⁶: Ընդ որում, ԱՊՀ երկրների շարքում 2008-2011 թթ. ժամանակահատվածում 1000 բնակչի հաշվով շահագործման հանձնված բնակելի շենքերի մակերեսի միջին չափով ՀՀ-ն (158 քառ.մ) զբաղեցնում է միջինից ցածր դիրք՝ առջևում են Բելառուսը (601 քառ.մ), Ռուսաստանը (430 քառ.մ) և Ղազախստանը (405 քառ.մ)¹⁷:

Մի կողմից վերոնշյալը, իսկ մյուս կողմից բնակարանային պայմանների բարելավման նպատակով հերթագրված ընտանիքները, որոնց թիվը կազմում է շուրջ 26 հզ.¹⁸ և բնակչության եկամուտների շարունակական աճը հանդիսանում են հանրապետությունում բնակարանների պահանջարկի վրա դրականորեն ազդող գործոններ: Արդյունքում, կարելի է կանխատեսել, որ անշարժ գույքի պահանջարկը կավելանա ժամանակի ընթացքում, որի մասին է վկայում նաև ՀՀ ԿԲ կողմից իրականացված հարցումները¹⁹՝ հնարավորություն ստեղծելով հիփոթեքային վարկավորման ոլորտի հետագա ընդլայնման ու զարգացման համար: Սա կհանգեցնի տնտեսությունում շինանյութերի արտադրության ծավալների ընդլայնմանը, շինարարության ճյուղի աճին՝ տնտեսությունում ստեղծելով նոր աշխատատեղեր:

Ինչ վերաբերում է անշարժ գույքի շուկայի զարգացումներին, ապա 2000-2014 թվականներին (բացառությամբ 2009 թ.-ի) հանրապետության անշարժ գույքի շուկայում իրականացված գործարքների քանակական աճին զուգահեռ դրական փոփոխություններ են արձանագրվել նաև անշարժ գույքի շուկայի գնային իրավիճակի բնութագրերում: Վերջինս հիմնականում բացատրվում է ՀՀ-ում, և մասնավորապես Երևան քաղաքում բնակարաններ ձեռքբերելու սփյուռքահայերի ցանկությամբ և շինարարական բիզնեսի գրավչության աճով:

Զգալիորեն աճել են նաև անշարժ գույքի գրավադրման դեպքերը, մասնավորապես 2014 թ.-ին գրավադրման գործարքներից ծագող իրավունքների պետական գրանցումների քանակը 2004թ.-ի համեմատ աճել է շուրջ 3.3 անգամ²⁰՝ հիմնականում պայմանավորված հիփոթեքային վարկերի աճով:

Այսպիսով, ՀՀ-ում անշարժ գույքի շուկան ունի մեծ ներուժ, քանի որ այլընտրանքային ներդրումային ակտիվների բացակայության պարագայում այն գրավիչ է նաև ներդրումներ կատարելու տեսանկյունից:

Ինչ վերաբերում է ֆինանսական միջնորդ կազմակերպություններին, ապա ներկա փուլում որոշակի վերապահումներով կայացած կարելի է համարել առևտրային բանկերը և ապահովագրական ընկերությունները: Ինչ վերաբերվում է արժեթղթերի շուկային, ֆինանսական միջնորդ այլ ինստիտուտներին, ապա դրանք դեռևս գտնվում են ձևավորման փուլում: Մինչդեռ ֆինանսական շուկայում բացակայում են այնպիսի

¹⁶Աղբյուրը՝ Ըստ ՄԱԿ-ի փորձագետների գնահատականների՝ ՀՀ բնակչության շուրջ 40%-ը կարիք ունի բարելավելու բնակարանային պայմանները (աղբյուրը՝ www.arminfo.am):

¹⁷Աղբյուրը՝ «Основные показатели по отдельным странам Содружества», <http://stat.gov.kz/getimg?id=ESTAT102332>.

¹⁸ Աղբյուրը՝ ՀՀ Ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարություն, «ՀՀ հիփոթեքային վարկավորման շուկայի զարգացման հայեցակարգ», 2004, էջ 7:

¹⁹ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ կողմից 2012 թ. անցկացված «ՀՀ բանկերի և վարկային կազմակերպությունների եռամսյակային հարցման» ամփոփումներ:

²⁰ Աղբյուրը՝ ՀՀ Կառավարությանն առընթեր անշարժ գույքի կադաստրի պետական կոմիտե, «ՀՀ անշարժ գույքի շուկայի տարեկան վերլուծություն», 2003-2014 թթ.:

հաստատություններ, ինչպիսիք են հիփոթեքային բանկերը, մասնավոր կենսաթոշակային հիմնադրամները, խնայողական ընկերությունները, փոխադարձ հիմնադրամները և այլն, ինչը շուկան այսօր դարձնում է թերի՝ առաջացնելով ռիսկեր, չլուծված խնդիրներ առաջնային և երկրորդային (հիփոթեքային) շուկաների բնականոն գործունեության համար:

Վերլուծելով արժեթղթերի շուկայի գործունեությունը²¹ տեսնում ենք, որ Հայաստանի արժեթղթերի շուկայում շրջանառվող հիմնական գործիքներն են պետական պարտատոմսերը: 2014 թվականի տարեկերչին ՀՀ արժեթղթերի շուկայի կապիտալացման մակարդակը կազմել է շուրջ 73 մլրդ դրամ, իսկ կապիտալացում/ՀՆԱ ցուցանիշը կազմել է ընդամենը 1.6%:

Ինչ վերաբերվում է ապահովագրական ընկերություններին²², ապա 2014թ. ՀՀ ֆինանսական համակարգում դրանց մասնաբաժինը ընդամենը կազմել է 1.1%: Ցածր մակարդակի վրա է շարունակում մնալ ապահովագրավճարներ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը՝ կազմելով ընդամենը՝ 0.67% (2013թ. տվյալներով՝ զարգացած արդյունաբերական երկրներում ոչ կյանքի ապահովագրության գծով ապահովագրավճարներ / ՀՆԱ ցուցանիշը միջինում կազմել է 3.53%, զարգացող երկրներում՝ 1.31%)²³:

Այսպիսով, ելնելով այն բանից, որ ապահովագրական ընկերությունները և ինվեստիցիոն հիմնադրամները, դեռ կայացման փուլում են և չեն կուտակել բավարար ծավալով ազատ միջոցներ, նրանք դեռևս չեն կարող շուկայում հանդես գալ որպես լուրջ ներդրողներ:

Անդրադանալով առևտրային բանկերին պետք է նշել, որ ՀՀ-ում, ինչպես անցումային տնտեսությամբ երկրների գերակշիռ մասում, ֆինանսական շուկայի համեմատաբար զարգացած հատվածը բանկային համակարգն է: Մեր երկրում դրանց կողմից իրականացվող գործառնությունների շրջանակը հիմնականում սահմանափակվում է կարճաժամկետ ավանդների ներգրավման հիման վրա վարկային միջոցների ձևավորմամբ, որի գերակշիռ մասը ուղղվում է բավականին բարձր տոկոսադրույքով կարճաժամկետ առևտրային և սպառողական վարկերի տրամադրմանը կամ ՊԿՊ-ներում տեղաբաշխելուն: Չնայած վարկավորման ծավալների շարունակական աճերին, ֆինանսական միջնորդությունը բնութագրող ցուցանիշները դեռևս գտնվում են համեմատաբար ցածր մակարդակում՝ ի տարբերություն մի շարք զարգացած և անցումային տնտեսություն ունեցող երկրների²⁴: Ֆինանսական միջնորդությունը բնութագրող վարկեր/ ՀՆԱ, փողի զանգված/ՀՆԱ և բանկային համակարգի կողմից ներգրավված ավանդներ/ՀՆԱ հարաբերակցության ցուցանիշները 2014թ.-ին

²¹Վերլուծության համար անհրաժեշտ տեղեկատվության աղբյուր է հանդիսացել ՀՀ Կենտրոնական բանկի պաշտոնական կայքում տեղ գտած տվյալների բանկը և «Հայաստանի ֆինանսական համակարգը, զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողություն», 2014, էջեր 57-60:

²² Վերլուծության համար անհրաժեշտ տեղեկատվության աղբյուր է հանդիսացել ՀՀ Կենտրոնական բանկի պաշտոնական կայքում տեղ գտած տվյալների բանկը և «Հայաստանի ֆինանսական համակարգը, զարգացումը, կարգավորումը, վերահսկողություն», 2014, էջեր 49-56.

²³Աղբյուրը՝ Swiss Re, Sigma No 3/2014, May 2014, p. 34.

²⁴Մասնավորապես, 2011 թվականին վարկեր/ՀՆԱ կազմել է Եվրոմիությունում՝ 156.7%, ՕԵԸ՝ 210.3%, Լեհաստան՝ 66.2%, Չեխիա՝ 68%, ԱՊՀ՝ 33% : Աղբյուրը՝ <http://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.LNDP>:

համապատասխանաբար կազմել են 45.8%, 37.4% և 35.5%²⁵: ՀՀ-ում ֆինանսական միջնորդության համեմատաբար ցածր աստիճանը պայմանավորված է տնտեսությունում առկա խնայողությունների ցածր մակարդակով (միջին խափի փոքր տեսակարար կշիռ) և դրանցում ցպահանջ ավանդների մեծ տեսակարար կշիռով, կանխիկացման գործակցի բարձր մակարդակով, բանկային համակարգի նկատմամբ հասարակության ցածր վստահությամբ, բանկային համակարգի ցածր մրցունակությամբ, տոկոսադրույքների մեծ սպրեդով և ստվերային տնտեսության առկայությամբ: Համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի պայմաններում որևէ բանկ անվճարունակության խնդրի առջև չի կանգնել, երբ տնտեսության իրական հատվածը մեծ «ցնցում» ապրեց: Փաստ, որը մեկ անգամ ևս վկայում է տնտեսության իրական և ֆինանսաբանկային հատվածի միջև ձևավորված մեծ անջրպետի մասին:

Այսպիսով, այսօր ՀՀ բանկային համակարգը կարելի է համարել բավարար կապիտալացված և գերիրացվելի, այս մասին խոսում են բանկային համակարգի կապիտալի համարժեքության և իրացվելիության ցուցանիշների՝ պահանջվող նվազագույն նորմատիվային պահանջներից բավականին բարձր մակարդակների առկայությունը: Թեև առևտրային բանկերը գերադասում են ներգրավել և տեղաբաշխել կարճաժամկետ միջոցներ: Վարկավորման տարբեր ոլորտների ռիսկայնության թերզնահատման և միջոցների սղության պատճառով բանկերի կողմից երկարատև ապահովված ներդրումները բացակայում են կամ աննշան են:

Ինչ վերաբերում է հիփոթեքային վարկի շուկային, ապա պետք է նշենք, որ 2005թ.-ից հիփոթեքային վարկավորման դինամիկ աճի արդյունքում, այս վարկերը 2014թ.-ին կազմել են ընդհանուր վարկային պորտֆելի 8%²⁶, իսկ ՀՆԱ-ի 4.2%-ը, մինչդեռ զարգացած երկրներում այն հիմնականում տատանվում է 50-100% միջակայքում²⁷: Թեև հիփոթեքային վարկավորման ծավալների աճին նպաստել է վերջին 10 տարիների ընթացքում բանկերի կողմից հիփոթեքային վարկերի տրամադրման պայմանների որոշակի մեղմացումը, սակայն Հայաստանում հիփոթեքը դեռևս անմատչելի է բնակչության լայն շրջանակների համար:

Հիփոթեքային շուկայի ակտիվացման գործում շարունակում է մեծ ազդեցություն ունենալ Բնակարան՝ երիտասարդներին և Ազգային հիփոթեքային ընկերությունների գործունեությունը, որոնց միջոցով վերաֆինանսավորված հիփոթեքային վարկերը 2014 թվականի ընթացքում աճել են և կազմել ընդհանուր հիփոթեքային պորտֆելի շուրջ 36%-ը:

Այսպիսով, հիփոթեքային վարկի շուկայի զարգացման համար դեռ անելիքներ շատ կան, որոնք առավելապես պետք է բխեն հիփոթեքային վարկը բնակչության լայն շերտերին հասանելի դարձնելու և տնտեսությունում «երկար փողեր» ձևավորելու անհրաժեշտությունից:

²⁵ Աղբյուրը՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «Ֆինանսական կայունության հաշվետվություն», 2014թ., էջ 34:

²⁶ Աղբյուրը՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկ, «ՀՀ ԿԲ բանքեր» 4-ին եռամսյակ, 2014թ., էջ 6:

²⁷ Աղբյուրը՝ «Global Financial Stability Report» // IMF April 2011, p 134.

Այժմ ներկայացնենք ՀՀ տնտեսության համար բնակչության կողմից հիփոթեքային վարկավորմամբ բնակտարածքների ձեռքբերման հասանելիության գնահատականները՝ հիմնված Ֆաերմանի և Խաչատրյանի աշխատության վրա²⁸ :

Հիփոթեքային վարկավորմամբ բնակտարածքների ձեռքբերման հասանելիությունը կախված է բնակտարածքի գնից, որը որոշվում է բնակտարածքի մեծությամբ՝ S և դրա միավոր մակերեսի արժեքով՝ C , և վարկավորման պայմաններից՝ ժամկետից (T), տոկոսադրույքից (r), սկզբնական վճարման մեծության չափից՝ β :

Հետագայում «հասանելիություն» ասելով, կհասկանաք տվյալ տարածաշրջանի բնակչության այն մասը՝ արտահայտված տոկոսով, որը կարող է ձեռք բերել տվյալ տիպի (բնակտարածք, տարածքի միավոր, մակերեսի գին), վարկավորման այս կամ այն պայմաններով (վարկավորման ժամկետ, տոկոսադրույք, սկզբնական վճարման չափ) բնակտարածք:

Նշանակենք γ -ով i շնչային եկամտի այն «թույլատրելի» մասը, որը հնարավոր է հատկացնել վարկավորման ամենամյա վճարումներ կատարելու համար (սովորաբար ընդունվում է 0.3²⁹): Այս դեպքում n հոգուց բաղկացած ընտանիքի համար C, S, T, r, β պարամետրերով բնակտարածքի համար ամենամյա վճարումներ կատարելու անհրաժեշտ $i_{\min}$ նվազագույն շնչային եկամուտը կորոշվի $i_{\min} = \frac{P(t)}{\gamma n}$ բանաձևով: Ընդ

որում, $P(t)$ - վարկավորման գծով կատարվող վճարի մեծությունն է: Հետևաբար, հիփոթեքի վարկավորմամբ C, S, T, r, β պարամետրերով բնակտարածքի համար ամենամյա վճարումների հասանելիությունը կորոշվի $i \geq i_{\min}$ պայմանից և կկազմի $f(C, S, T, r, \beta) * 100\%$, որտեղ՝ $f(C, S, T, r, \beta) = \int_{i_{\min}}^{\infty} x(i) di$:

Հիփոթեքային վարկավորմամբ բնակտարածքների ձեռքբերման հասանելիության հաշվարկները իրականացվել են պարամետրերի աղյուսակ 1-ում բերված արժեքների տարբեր համակցությունների համար: Պարամետրերի արժեքների ընտրության հարցում հիմնվել ենք ՀՀ-ում անշարժ գույքի շուկայի և ֆինանսաբանկային համակարգում առկա իրավիճակը բնութագրող ելակետային ցուցանիշների վրա:

Աղյուսակ 1

Անշարժ գույքի և հիփոթեքային վարկի պարամետրեր

Պարամետրեր	Պարամետրերի արժեքներ
Բնակտարածքի միավոր մակերեսի գին (USD)	200.300.400.500.600.700.800.900.1000
Բնակարանի տարածքը (քառ.մ)	55.65.75.120.130.150.200
Պահանջվող կանխավճար (1-LTV/100)	0.3
Վարկավորման ժամկետ (տարիներ)	10.15.20.30
Վարկի տոկոսադրույք	6%.10%.12%.14%.16%

Հաշվարկները ցույց են տալիս, որ սկսած \$50000 արժողությամբ բնակարանի ձեռք բերումը՝ պահանջվող 30% կանխավճարի, 12% տարեկան տոկոսադրույքի, 10 տարի

²⁸Աղբյուրը՝ Фаерман Е.Ю., Хачатрян С.Р. «Расширение доступности жилья на базе ипотечного кредитования» // Экономика и мат. Методы, 2004, Т.40, №1, с.3-15.

²⁹Համաձայն՝ «Բանկերի (վարկային կազմակերպությունների) կողմից հիփոթեքային վարկերի տրամադրման» մեթոդական ուղեցույցի պահանջների՝ PTI (Payment to Income, վճարման հարաբերությունը եկամտին) $\leq 35\%$:

մարման ժամկետ ունեցող հիփոթեքային վարկի պարագայում (այսպիսի պայմաններ առաջարկվում են ՀՀ առևտրային բանկերի մեծամասնության կողմից³⁰) ուղղակիորեն անհասանելի է բնակչության լայն շերտերի համար (Գծանկար 2):

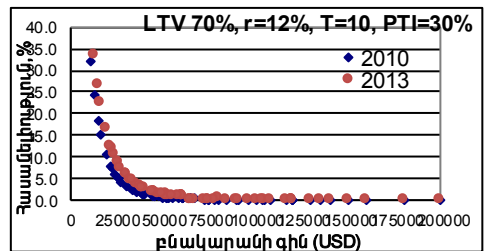
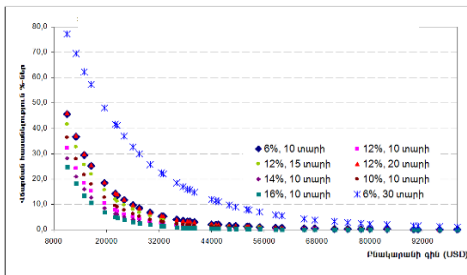
Ընդ որում, հաշվարկները ցույց են տալիս (Գծանկար 3), որ եթե 2010թ.-ին բնակչության միայն առավել ապահովված 2-8%-ի համար հասանելի է \$22000-33000 արժողությամբ բնակարանները՝ այսինքն փոքրատարածք (55 -65 քառ. մետր) և \$400-600/ քառ.մ գնով, կամ համեմատաբար մեծատարածք (140 -165 քառ. մետր)՝ \$200/ քառ.մ գնով, ապա 2013թ.-ին վերոնշյալ բնակարանը արդեն հասանելի է բնակչության 5-13%-ի համար:

Հասանելիության աճը արդյունք է վերջին երեք տարիներին բնակչության եկամուտների աճի (միջինում աճը կազմել է 34%), չնայած այն հանգամանքին որ խորացել է եկամուտների անհավասարաչափ բաշխումը:

Գծանկար 2

Գծանկար 3

Հիփոթեքային վարկերի հասանելիության Հիփոթեքային վարկերի հասանելիության կորերի փունջը



(Աղյուսակ 2³¹), որ եթե 2 անգամ նվազեցնում ենք հիփոթեքային վարկի (պայմաններն են՝ LTV=70, PTI = 30, $r=0.12$ և $T=10$) տոկոսադրույքը՝ 0.12-ից մինչև 0.06, ապա այս պայմանի փոփոխությունը հասանելիությունը բարձրացնում է այնքան, որքան որ կբարձրացնի հիփոթեքային վարկի մարման ժամկետների կրկնակի երկարեցումը՝ 10-ից հասցնելով 20-ի: Կամ տոկոսադրույքների մակարդակի կրկնակի իջեցումը, կամ վարկավորման ժամկետների կրկնակի երկարեցումը հանգեցնում են միջին հաշվով հասանելիության մակարդակի շուրջ 2.3 անգամյա աճի:

Աղյուսակ 2

Հասանելիության փոփոխությունը վարկավորման տարբեր պայմանների դեպքում

³⁰Աղբյուրը՝ ՀՀ Առևտրային բանկերի և վարկային կազմակերպությունների պաշտոնական կայք էջեր, (տեղեկատվությունը հասանելի է www.banks.am կայքում):

³¹ Հիփոթեքային վարկավորմամբ բնակատարածքների ձեռքբերման հասանելիության հաշվարկները պարամետրերի աղյուսակ 1-ում բերված արժեքների համակցությունների համար ներկայացվում են աղյուսակ 3-ում: Այս աղյուսակը հնարավորություն է տալիս որոշել, թե հասանելիության յուրաքանչյուր հաշվարկված արժեքին՝ տվյալ վարկային պայմանների պարագայում ինչպիսի պարամետրերով բնակարան է հասանելի:

	r = 6%, T = 10									
	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	
55	45.6	25.1	14.2	8.4	5.1	3.2	2.1	1.4	1.0	
65	36.7	18.4	9.7	5.4	3.1	1.9	1.2	0.8	0.5	
75	29.7	13.6	6.7	3.5	2.0	1.1	0.7	0.4	0.3	
120	13.2	4.0	1.6	0.7	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	
130	9.7	3.1	1.2	0.5	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	
150	6.7	2.0	0.7	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
200	2.9	0.7	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	

	r = 10%, T = 10									
	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	
55	36.3	18.1	9.5	5.3	3.0	1.8	1.2	0.7	0.5	
65	28.0	12.6	6.1	3.2	1.8	1.0	0.6	0.4	0.2	
75	21.7	9.0	4.1	2.0	1.1	0.6	0.3	0.2	0.0	
120	7.6	2.3	0.8	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	
130	6.1	1.8	0.6	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
150	4.1	1.1	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
200	1.6	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	

	r = 12%, T = 10									
	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	
55	32.1	15.5	7.9	4.1	2.3	1.4	0.9	0.5	0.3	
65	24.8	10.4	4.9	2.5	1.3	0.7	0.4	0.3	0.2	
75	18.4	7.3	3.2	1.5	0.8	0.4	0.2	0.1	0.0	
120	6.1	1.7	0.6	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
130	4.9	1.3	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
150	3.2	0.8	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
200	1.2	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	

	r = 14%, T = 10									
	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	
55	25.3	12.8	6.2	3.2	1.8	1.0	0.6	0.4	0.3	
65	21.0	9.6	3.9	1.9	1.0	0.5	0.3	0.2	0.0	
75	15.9	5.9	2.5	1.1	0.6	0.3	0.2	0.0	0.0	
120	4.9	1.3	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
130	3.9	1.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
150	2.5	0.6	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
200	0.9	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	

	r = 16%, T = 10									
	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	
55	20.6	10.9	5.0	2.6	1.4	0.8	0.5	0.3	0.2	
65	15.1	7.0	3.1	1.5	0.7	0.4	0.2	0.0	0.0	
75	11.4	4.7	1.9	0.9	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	
120	3.9	1.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
130	3.1	0.7	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
150	1.9	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
200	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	

	r = 12%, T = 15									
	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	
55	41.7	23.9	11.7	6.8	4.1	2.6	1.6	1.1	1.0	
65	32.6	15.6	7.9	4.3	2.4	1.4	0.9	0.6	0.4	
75	25.8	11.3	5.4	2.8	1.5	0.9	0.5	0.3	0.2	
120	9.7	3.1	1.2	0.5	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	
130	8.9	2.4	0.9	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	
150	5.4	1.5	0.5	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
200	2.2	0.5	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	

	r = 6%, T = 30									
	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	
55	77.2	57.2	41.7	30.0	21.8	15.1	12.0	9.0	6.8	
65	69.6	48.0	32.6	22.4	15.6	11.1	7.9	5.8	4.3	
75	62.4	41.0	25.8	17.0	11.3	7.8	5.4	3.8	2.8	
120	36.8	18.4	9.7	5.4	3.1	1.9	1.2	0.8	0.5	
130	32.6	15.6	7.9	4.3	2.4	1.4	0.9	0.6	0.4	
150	25.8	11.3	5.4	2.8	1.5	0.9	0.5	0.3	0.2	
200	14.2	5.4	2.2	1.0	0.5	0.3	0.2	0.0	0.0	

	r = 12%, T = 20									
	200	300	400	500	600	700	800	900	1000	
55	46.0	25.5	14.2	8.6	5.3	3.3	2.2	1.5	1.0	
65	37.1	18.6	9.8	5.5	3.2	1.9	1.2	0.8	0.5	
75	29.9	14.0	6.8	3.6	2.0	1.2	0.7	0.4	0.3	
120	11.9	4.1	1.6	0.7	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0	
130	9.8	3.2	1.2	0.5	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	
150	6.8	2.0	0.7	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
200	3.0	0.7	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	

Օրինակ՝ աղյուսակ 2-ից առանձնացնեք 46 արժեքը և տվյալների բազայից առանձնացնեք այդ գնահատականին համապատասխան տարբերակները՝ աղյուսակ 3:

Աղյուսակ 3

Ազգաբնակչության 46% -ի համար բնակտարածքների ձեռքբերման հասանելիության պայմանները

1 քառ.մ (USD)	Բնակտարածք	Վարկի տարիներ	Վարկի տոկոս	Վարկի ամենամսյա վճար AMD	Ընտանիքի նվազագույն շնչային ապատկեր եկամուտ AMD
200	55	10	0.06	31631	26359
200	55	20	0.12	31369	26141

Այսինքն, ազգաբնակչության շուրջ 1.5 մլն-ին (3215800*0.46) հասանելի է \$11000 արժողությամբ բնակարանի ձեռքբերումը հիփոթեքային վարկով, որի գծով ամսական վճարումները չպետք է գերազանցեն 32000 դրամը՝ կլինի դա տրամադրված տարեկան 6 տոկոսադրույքով և 10 տարի մարմամբ, թե տարեկան 12 տոկոսադրույքով և 20 տարի մարմամբ՝ տարբերություն չկա: Այսպես, եթե ընդունենք այն փաստը, որ ՀՀ-ում առևտրային բանկերի սեփական միջոցների հաշվին տրամադրվող վարկերի հիմնական պայմաններն են. 30% կանխավճար, տարեկան 12% և 10 տարի մարման ժամկետ, ապա մեր կողմից կատարված հաշվարկների համաձայն բնակչության լայն զանգվածի համար այն այսօր հասանելի չէ: Ուստի, եթե ուզում ենք որ մեր ազգաբնակչության գոնե 30%-ի համար հասանելի լինի «միջին» պայմաններով՝ \$26000-27000 արժողությամբ բնակարան, այս դեպքում հաշվարկները ցույց են տալիս, որ բանկերի կողմից առաջարկվող հիփոթեքային վարկերը պետք է առաջարկվեն տարեկան 6% և 30 տարի մարման ժամկետով: Բնականաբար, սա անհրատեսական ենք համարում ներկայիս գործող ֆինանսական համակարգի պայմաններում, ուստի անհրաժեշտ է ֆինանսական համակարգում այնպիսի գործիքների և մեխանիզմների զարգացումը, որոնք կնպաստեն

տնտեսությունում «երկար փողերի» ստեղծմանը՝ դարձնելով հիփոթեքային վարկը հասանելի բնակչության լայն զանգվածի համար: Եվ ինչպես վկայում է համաշխարհային փորձը վերջինիս լավագույն լուծումը է համարվում ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի շուտափույթ ներդրումը և զարգացումը:

Իսկ որպեսզի գնահատենք արժեթղթավորման հնարավոր ազդեցությունները ՀՀ բանկային համակարգի հիմնական ցուցանիշների վրա, ինչպես նաև որոշենք արժեթղթավորման օպտիմալ մակարդակ, նախ ենթադրում ենք, որ բանկի պարտավորությունները ժամանակի t պահին տրված հաստատուն մեծություն են: Իսկ պարտավորությունները $t+1$ պահին կավելանան $L_t r^L$ -ով (L_t -ն պարտավորություններն են, իսկ r^L -ը պարտավորությունների միջին կշռված տոկոսադրույքը) և կլինեն $L_{t+1} = L_t(1 + r^L)$, հաշվի առնելով, որ $L_0 = D_0$, որտեղ D_0 -ն բանկային համակարգի ավանդների սկզբնական մեծությունն է:

Ակտիվների աճի վրա կազդեն ակտիվներից ստացվող եկամուտը $A_t r^A$ (A_t -ն ակտիվներն են, իսկ r^A -ը ակտիվների միջին կշռված տոկոսադրույքը), և դեֆոլտի պարագայում՝ $(1-\gamma)$ չափով ակտիվների կորուստը (γ -ն դեֆոլտի չենթարկված ակտիվների գործակիցն է):

Այսպիսով՝ ակտիվների մեծությունը 1 ժամանակային լագ հետո, կամ $t+1$ պահին կլինի $A_{t+1} = \gamma A_t + r^A \gamma A_t$:

Եթե հաշվի առնենք նաև կապիտալի համարժեքության նորմատիվի պահանջը, ապա նվազագույն կապիտալի պահանջը, որ բանկերը պետք է ապահովեն կլինի εA_t , որտեղ ε -ը կապիտալի համարժեքության նորմատիվն է:

Այժմ քննարկենք արժեթղթավորման դերը և դրանից ստացվող օգուտները բանկի ակտիվների և պասիվների կառավարման գործում³²: Եթե ընդունենք, որ α -ն արժեթղթավորված ակտիվների տեսակարար կշիռն է ընդհանուր ակտիվներում, ապա արժեթղթավորված ակտիվները կլինեն αA_t : Համապատասխանաբար, ակտիվների այս մասը չի ներառվում կապիտալի համարժեքության նորմատիվը հաշվարկելիս³³ և, հետևաբար կապիտալի պահանջը նվազում է $\varepsilon(1-\alpha)A_t$ չափով: Եթե պահանջվող կապիտալի նվազագույն մեծությունը գերազանցում է բանկի կապիտալի փաստացի մեծությանը, ապա անհրաժեշտ է իրականացնել կապիտալի համալրում, հակառակ պարագայում՝ կիրականացվի կապիտալի կուտակում: Եվ M -ը կրնոթագրի կապիտալի համալրումը կամ կուտակումը, որը որոշվում է հետևյալ բանաձևով.

$$M = \varepsilon(1 - \alpha)A_t - (A_t - L_t) = \varepsilon(1 - \alpha)A_t - E_t \quad (8)$$

Իսկ ակտիվների կուտակումը արժեթղթավորման պարագայում կարտահայտվի հետևյալ բանաձևով³⁴. $A_{t+1} = \gamma_t(1 - \alpha)A_t + \alpha A_t + r^A \gamma_t A_t - M_t - C(\alpha)A_t$ (9), որտեղ $C(\alpha)A_t$ -ն բանկի ծախսերն են:

³² Աղբյուրը՝ Wolfe, Simon «Structural effects of asset-backed securitization» // The European Journal of Finance 6, 2000, pp.353-369.

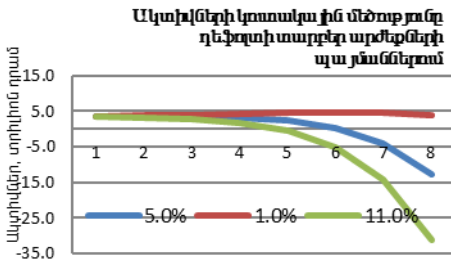
³³ Աղբյուրը՝ Milne Alistair «Bank Capital Regulations as An incentive Mechanism: Implications for Portfolio Choice» // Journal of Banking and Finance, 26, issue 1, 2002, pp 1-23.

³⁴ Աղբյուրը՝ Sheri Markose, Yang Dong and Bewaji Oluwasegun «An Multi-Agent Model of RMBS, Credit Risk Transfer in Banks and Financial Stability: Implications for the Subprime Crisis» // Centre for Computational Finance and Economic Agents (CCFEA), University of Essex ,UK, February 2008.pp 1-34.

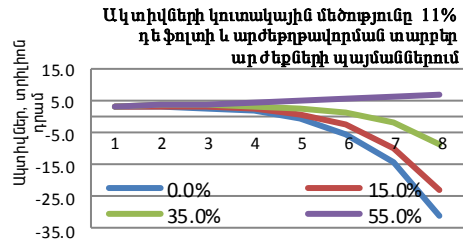
Իսկ այժմ գրաֆիկորեն ցույց տանք արժեթղթավորման ազդեցությունը ակտիվների կուտակման վրա ՀՀ օրինակով, որի համար հիմք են հանդիսացել բանկային համակարգի 2014 թվականի դեկտեմբերի ցուցանիշները:

Նախ՝ դիտարկենք այն տարբերակը, երբ արժեթղթավորում գոյություն չունի, այսինքն՝ $\alpha = 0$: Եվ գծանկար 4-ում արտացոլված է ակտիվների զգայունությունը դեֆոլտի տարբեր արժեքների պարագայում, երբ արժեթղթավորում տեղի չի ունեցել:

Գծանկար 4



Գծանկար 5



Այսպես, գծանկար 4-ից պարզորեն երևում է, որ դեֆոլտի ցուցանիշի աճին զուգընթաց փոքրանում են բանկի տնօրինության տակ գտնվող ակտիվները: Այսպես, դեֆոլտի առկայությունը ինքնին ենթադրում է վարկային պորտֆելում ժամկետանց և երկարաձգված վարկերի առկայություն, որոնք ուղղակիորեն ազդում են բանկի կողմից ստացված տոկոսային եկամուտների վրա: Եվ վերջինս, այլ հավասար պայմաններում հանգեցնում է կապիտալի կրճատման, որն էլ իր հերթին զսպում է ակտիվների հետագա աճը:

Այժմ, դիտարկենք վատագույն սցենարի օրինակը, այսինքն՝ 11% դեֆոլտի հավանականությունը և ենթադրենք, որ չարժեթղթավորումից զատ նաև իրականացվում է արժեթղթավորում: Այս վերլուծության արդյունքները արտացոլված են գծանկար 5-ում, որտեղ $\alpha = 0, 0.15, 0.35, 0.55$, ինչը համապատասխանաբար նշանակում է ակտիվների 0%, 15%, 35% և 55% արժեթղթավորում:

Դիտարկված սցենարների պարագայում ակնհայտ է, որ արժեթղթավորման բացակայության, կամ նույնիսկ 15% և 35% արժեթղթավորման պարագայում դեռևս բանկային համակարգը անվճարունակ է, իսկ ակտիվների ավելի բարձր արժեթղթավորման պարագայում՝ 55%, ոչ միայն դեֆոլտի պատճառով առաջացած կորուստներն են աստիճանաբար կրճատվելով չեզոքանում, այլ նաև բանկային համակարգը դառնում է վճարունակ և նույնիսկ խթանվում է ակտիվների աճը:

ՀՀ բանկային համակարգի ROE-ի ձևավորման գործում արժեթղթավորման դերը գնահատելու համար, դիտարկենք $-\frac{M_t}{E_t}$ -ը որպես բանկային համակարգի ROE-ն մոտարկող մեծություն, որը կորոշվի հետևյալ բանաձևով. $-\frac{M_t}{E_t} = -\frac{\varepsilon(1-\alpha)(QA_{t-1} + E_{t-1})}{E_t} + 1$:

Քանի որ q -ն դրականորեն է կախված α -ից, ապա ակնհայտ է, որ $-\frac{M_t}{E_t}$ նաև դրականորեն է կախված α -ից: Այսպիսով, երբ α -ն մեծանում է, ROE-ն ևս մեծանում է:

Իրավամբ, բանկային համակարգում ակտիվների արժեթղթավորումը հանգեցնում է և՛ իրացվելիության մակարդակի, և՛ ROE-ի աճի: Ընդ որում, ինչքան բարձր է

արժեթղթավորման մակարդակը, այնքան բարձր է կապիտալից ստացվող եկամուտը: Դիտարկվող տարբեր սցենարների արդյունքում, ակնհայտ է, որ արժեթղթավորման մակարդակի բարձրացմանը զուգընթաց աստիճանական բարելավվում է նաև բանկային համակարգի ֆինանսական դրությունը՝ հանգեցնելով նույնիսկ շահույթի մակարդակի կայուն աճի:

Քանի որ կապիտալի առավելագույն կուտակումը $t+1$ ժամանակահատվածում կիրականացվի, երբ նվազագույնի հասցվի կապիտալի համալրումը կամ առավելագույնի հասցվի -M-ը: Ուստի, արժեթղթավորման օպտիմալ մակարդակը ՀՀ-ում որոշելու համար ածանցենք (8) բանաձևը ըստ α -ի և հավասարեցնենք 0-ի: Արդյունքում կստանանք α -ի առավելագույն օպտիմալ մակարդակը, որը կորոշվի հետևյալ բանաձևով.

$$\alpha = \frac{(1-\varepsilon)\Omega_2 - \varepsilon\Omega_2 - \frac{\varepsilon^2}{A_0}}{2\varepsilon\Omega_2} :$$

Հաշվարկման արդյունքում պարզվում է որ, ՀՀ բանկային համակարգի համար գնահատված արժեթղթավորման օպտիմալ մակարդակը բավականին ցածր է՝ մոտ 0,1%:

Այսպիսով, կարելի է եզրակացնել, որ բանկային համակարգի ծախսերը, ինչպես նաև կապիտալի համարժեքության նորմատիվը էականորեն ազդում են բանկային համակարգի շահույթի վրա: Եվ այս համատեքստում արժեթղթավորումից ստացվող հիմնական օգուտներից մեկը կայանում է նրանում, որ այն թույլ է տալիս բանկերին արժեթղթավորել ռիսկով կշռված երկարաժամկետ ակտիվները՝ փոխարինելով դրանք առավել իրացվելի ակտիվների, որոնց համար պահանջվող անհրաժեշտ կապիտալի քանակությունը շատ փոքր է, կամ նույնիսկ զրոյական: Արդյունքում, բանկը կարող է վերաներդնել արժեթղթավորումից ստացվող միջոցները գրավիչ ներդրումային ծրագրերում և մեծացնել շահույթի մակարդակը:

Ատենախոսության **«Եզրակացություններ»** բաժնում ուսումնասիրված հետազոտությունների, մշակված մոդելի և կատարված էկոնոմետրիկ վերլուծությունների ու հաշվարկների հիման վրա ամփոփվում են աշխատանքի արդյունքում ստացված եզրակացությունները և առաջարկությունները, որոնցից հիմնականներն են.

1. Ուսումնասիրելով հիփոթեքային վարկավորման զարգացած և անցումային տնտեսությամբ երկրների միջազգային փորձը, ֆինանսական միջնորդության տեսությանն առնչվող ակտիվների արժեթղթավորման խթանների հիփոթեզները, պարզաբանելով հիփոթեքային վարկավորման շուկայի ձևավորման և զարգացման առանձնահատկությունները, վեր են հանվել դրանց դրական և բացասական կողմերը, և ընդհանրացվել ոլորտի բնականոն զարգացման համար անհրաժեշտ միջոցառումների համալիր:

2. ՀՀ հիփոթեքային վարկի շուկայի վերլուծության արդյունքում բացահայտվել են ոլորտի հետագա զարգացման նախապայմանները և առկա հիմնախնդիրները: Մասնավորապես.

✓ Չնայած հայաստանյան բանկերից շատերը վերանայել են վարկավորման պայմանները՝ դարձնելով այն ավելի գրավիչ ազգաբնակչության համար, սակայն այն դեռևս անհասանելի է բնակչության լայն զանգվածի համար այդ ծառայության թանկության, ներկայացվող խիստ պայմանների, տարեկան բարձր

տոկոսադրույքի, վարկի վերադարձման կարճատև ժամկետների և պահանջվող կանխավճարային գումարի մեծության պատճառով: Այս պայմանների առկայությամբ 2014թ.-ի դրությամբ տրամադրված հիփոթեքային վարկերի ծավալը ՀՆԱ-ում կազմել է շուրջ 4.2%, մինչդեռ զարգացած երկրներում այն հիմնականում տատանվում է 50-100% միջակայքում:

- ✓ Ներկայումս հիփոթեքային վարկերի տրամադրման միասնական մոտեցում գոյություն չունի ՀՀ բանկային համակարգում, որը հետագայում լուրջ խնդիրներ կարող է առաջացնել հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորման համար:
- ✓ Բանկերի մեծ մասը վարկեր տրամադրում են մայրաքաղաքում գտնվող անշարժ գույքի գրավադրման դիմաց և կախված անշարժ գույքի գտնվելու վայրից, հիփոթեքային վարկերը տրամադրում են տարբերակված տոկոսադրույքներով (սա էլ ավելի է խորացնում տարածքային անհամաչափ զարգացումը՝ բացասական ազդեցություն ունենալով անշարժ գույքի ոչ բևեռացված զարգացման, ներքին միգրացիայի և բնակչության կենսամակարդակի վրա):
- ✓ Դասական հիփոթեքային վարկերի տրամադրումը դեռևս չկառուցված անշարժ գույքի գրավադրման, այսինքն՝ իրավունքի գրավի դիմաց բավականին դիսկային է՝ ոչ կայուն օրենսդրական բազայի առկայության պատճառով:
- ✓ «Ապահովված հիփոթեքային պարտատոմսերի մասին» օրենքում որպես հիփոթեքային վարկի համապատասխանության չափանիշ նշված է, որ հիփոթեքը պետք է լինի առաջնային գրավ և չի կարող հանդիսանալ հաջորդող գրավի առարկա, որը մեր կարծիքով սահմանափակում է հիփոթեքային վարկի վերաֆինանսավորման հնարավորությունը: Միևնույն ժամանակ օրենքում նշվում է, որ հսկողը նախքան պարտատոմսերի թողարկումը հավաստագիր պետք է տա ակտիվների՝ օրենքի պահանջներին համապատասխանության և պարտավորությունների համարժեքության վերաբերյալ, մինչդեռ չի ներկայացվում հավաստագրի ձևի պահանջները:
- ✓ 2015 թ.-ից գործում է «Եկամտային հարկի մասին» ՀՀ օրենքում կատարված փոփոխությունները, որով արտոնություն է տրվում անմիջապես կառուցապատողից բնակարաններ ձեռքբերող անձանց: Վերոնշյալ օրենսդրական փոփոխությունը, ինչ խոսք, կաշխուժացնի հիփոթեքային շուկան, սակայն այն ստեղծվում է անհավասար պայմաններ պետական և մասնավոր հատվածներում ներգրավված աշխատակիցների համար: Օրենքում նաև պարտադիր նշվում է, թե որ կառուցապատողից պետք է գնվեն բնակարանները, ինչը կրկին անհավասար պայմաններ է ստեղծում կապալառուների միջև՝ խոչընդոտելով առողջ մրցակցային պայմանների ձևավորմանը:
- ✓ Խորհրդային ժամանակաշրջանի համեմատ պետության կողմից իրականացվող բնակչինարարության ծավալների կտրուկ անկման պատճառով բնակչության մեծամասնության համար բնակարանային պայմանների բարելավումը դարձել է անհասանելի և այսօր բնակչության մի ստվար զանգված բնակարանային պայմանների բարելավման կարիք ունի:
- ✓ Ֆինանսական ինստիտուտների առկայության տեսանկյունից ՀՀ-ն այսօր գտնվում է համեմատաբար ցածր մակարդակի վրա: Ֆինանսական շուկայի թույլ

զարգացվածության, ինչպես նաև ֆինանսական սահմանափակ գործիքների առկայության մասին է վկայում ՀՀ բանկային համակարգի ֆինանսական միջնորդության համեմատաբար ցածր մակարդակը: Ուստի ֆինանսական շուկայի բարեփոխմանն ուղղված պետական քաղաքականությունը չպետք է սահմանափակվի հիմնականում բանկային հատվածով՝ հուսալով, որ այդ համակարգի կայացումը կխթանի ֆինանսական շուկայի մյուս հատվածների բնականոն զարգացմանը: Սակայն, ինչպես վկայում է բազմաթիվ երկրների փորձը, բանկային արդյունավետ համակարգի կայացման անհրաժեշտ պայման են ֆինանսական այլ ինստիտուտների զուգահեռ ձևավորումն ու զարգացումը, քանի որ շուկայում ֆինանսական գործիքների բազմազանությունը հնարավորություն է ստեղծում դիվերսիֆիկացնել բանկերի ակտիվները, ձևավորել առավել օպտիմալ ակտիվների կառուցվածք: Շարունակական բարեփոխումները ապահովագրական ընկերությունների, կենսաթոշակային հիմնադրամների և արժեթղթերի շուկայի զարգացման ոլորտում թույլ կտան տնտեսությունում ձևավորել «երկար փողեր» և ձևավորել ինստիտուցիոնալ ներդրողներ:

- ✓ Թեև 2014 թվականից ՀՀ-ում ներդրվել է պարտադիր կուտակային կենսաթոշակային համակարգը (միայն գործում է պետական հատվածի աշխատողների համար), սակայն վերջինիս արդյունքում ոչ մի էական տեղաշարժեր դեռևս չեն արձանագրվել ֆինանսական շուկայում: Այստեղ կարևորում ենք պետության կողմից նպատակաուղղված միջոցառումների իրականացումը, որպեսզի կուտակված դրամական միջոցները տեղաբաշխվեն ներքին տնտեսությունում և, հատկապես, ապագայում թողարկվելիք հիփոթեքային պարտատոմսերում:

3. Ատենախոսությունում կատարված հաշվարկները ցույց են տալիս, որ ՀՀ-ում հիփոթեքային վարկի միջոցով \$22000-33000 արժողությամբ բնակարանների ձեռքբերումը հասանելի է բնակչության միայն առավել ապահովված 5-13%-ին: Վերջինս, հիմնականում արդյունք է ֆինանսաբանկային համակարգում երկարաժամկետ միջոցների սակավության, հետևաբար և առաջարկվող վարկավորման ոչ բարենպաստ պայմանների: Հաշվարկման արդյունքում կառուցված հիփոթեքային վարկավորման հասանելիության կորը ցույց է տալիս հիփոթեքային վարկով ձեռքբերվող անշարժ գույքի գնի և հասանելիության հակադարձ կապը: Հիփոթեքային վարկերի հասանելիության կորերի փունջը կարող է հանդիսանալ օգտակար գործիք՝ օրինակ, որևէ պետական ծրագրի ներքո բնակչության որոշակի թիրախային խմբի բնակարանային պայմանների հասանելիության բարձրացմանն ուղղված սուբսիդավորման չափերի որոշման համար:

4. Միջազգային փորձի ուսումնասիրությունները վկայում են, որ հիփոթեքի համընդհանուր մատչելիությունը հնարավոր է ապահովել միայն պետական աջակցության և տնտեսությունում «երկար փողերի» ձևավորման պարագայում: «Երկար փողերի» սակավությունը մեծ խոչընդոտ է հանդիսանում հիփոթեքային շուկայի զարգացման գործում: Իսկ «Երկար փողերի» ստեղծման կարևորագույն միջոց է հանդիսանում հիփոթեքային վարկի պորտֆելիով ապահովված հիփոթեքային արժեթղթերի թողարկումը:

5. Հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորումը որոշակի նախապայմանների առկայության դեպքում իր դրական ազդեցությունն է թողնում հիփոթեքի առաջնային շուկայի վրա: Ասվածը առավել ակնհայտ դրսևորվեց, երբ համադրվեցին ատենախոսության շրջանակներում կառուցված ակտիվների արժեթղթավորմամբ և առանց արժեթղթավորման հաջորդական սերունդների մոդելները: Այսպես՝ հիփոթեքային առաջնային շուկայում ձևավորված տոկոսադրույքները նվազում են, իսկ հիփոթեքային վարկեր տրամադրող ֆինանսական հաստատությունների կողմից սահմանված ռիսկերի նվազագույն հարաբերակցության շեմը իջնում է, ավելանում է հիփոթեքային վարկերի առաջարկը, որի հիմնական աղբյուրն է հանդիսանում արժեթղթավորումից բխող ավելցուկային իրացվելիությունը:

6. Հետազոտության շրջանակներում կատարված վերլուծության արդյունքում հանգում ենք այն իրողությանը, որ նույնիսկ ՀՀ բանկային համակարգի դեֆոլտի հավանականության վատատեսական սցենարի պայմաններում արժեթղթավորումը հնարավորություն է տալիս աստիճանաբար բարելավելու բանկային համակարգի ֆինանսական դրությունը՝ հանգեցնելով կայուն շահույթի ապահովման:

7. 2014 թվականի ելակետային ցուցանիշների հիման վրա գնահատված արժեթղթավորման օպտիմալ մակարդակը ՀՀ-ում եղել է բավականին փոքր: Արժեթղթավորման օպտիմալ մակարդակի նման ցածր լինելը պայմանավորված է ՀՀ բանկային համակարգի բարձր իրացվելիությամբ, այսինքն՝ նոր ռիսկեր ստանձնելու համար այսօր ՀՀ բանկային համակարգում առկա է բավարար քանակությամբ կապիտալ: Ուստի, այսօր արժեթղթավորման անհրաժեշտություն, կիրառելու այն՝ որպես լրացուցիչ այլընտրանքային գործիք կապիտալի համարժեքության նորմատիվի ապահովման միջոց, չկա: Սակայն տնտեսության զարգացմանը զուգընթաց այն կլինի կենսական անհրաժեշտություն:

8. Հիմնվելով զարգացած երկրների ֆինանսական շուկայի փորձի ուսումնասիրության վրա՝ պետք է փաստել, որ հիփոթեքային արժեթղթերը բացառապես պատկանում են ֆինանսական շուկայի երկարաժամկետ գործիքների դասին: Սակայն անցումային տնտեսություն ունեցող երկրներում, այդ թվում և Հայաստանի համար նպատակահարմար ենք համարում տվյալ արժեթղթերի նկատմամբ թողարկման առաջին փուլում շուկայի մասնակիցների շրջանակներում հետաքրքրություն ստեղծելու նպատակով թողարկել կարճաժամկետ (ՀՀ-ում արդեն 12 թողարկում է եղել Ազգային Հիփոթեքային Ընկերության կողմից) և միջնաժամկետ պարտատոմսեր, որոնց իրացվելիության բարձրացման նպատակով անհրաժեշտ ենք համարում նախատեսել պարտատոմսերի բորսայական գնանշում, արտարժույթային ռիսկի զսպման համար հեջավորման գործիքների ներդրում և կիրառում, միջազգային վարկանշավորում և ՀՀ ԿԲ կողմից ռեպո գործառնությունների կնքման ժամանակ այն որպես գործարքների հիմքում ընկած ակտիվի ընդունում:

9. Քանի որ արժեթղթավորումը թուլացնում է ԴՎԲ փոխանցումային մեխանիզմի գործունեությունը, ուստի որպեսզի չեզոքացվի վերջինիս բացասական ազդեցությունը իրականացվող քաղաքականության արդյունավետության վրա, նպատակահարմար ենք համարում, որ հիփոթեքային շուկայի օպերատորի կողմից առաջնայնություն

տրվի լողացող տոկոսադրույքով հիփոթեքային վարկերի ձեռքբերմանն ու արժեթղթավորմանը:

10. Դիտարկելով բնակչության լայն շերտերին բնակարանով ապահովելը որպես սոցիալական կարևոր խնդիր և տնտեսության հետագա զարգացման մեխանիզմ, պետությունը պետք է ոչ միայն սահմանի հիփոթեքային վարկավորման ծավալների ընդլայնմանը նպաստող օրենսդրական (այդ թվում նաև հարկային արտոնությունների) դաշտը, այլ նաև ուղակիորեն դառնա հիփոթեքային շուկայի կարևոր մասնակից:

11. Համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի առաջացման պատճառների և դրանում հատկապես արժեթղթավորման դերի բացահայտումը, ինչպես նաև ճգնաժամից քաղված դասերը, վկայում են որ իր առավելություններով հանդերձ ակտիվների արժեթղթավորումը իր մեջ կրում է նաև ռիսկեր, որոնք պետք է հաշվի առնվեն արժեթղթավորման համակարգի ներդրման գործընթացում: Ակտիվների վաճառքի պարագայում ետգնման պահուստների ձևավորումը (բանկերի և վարկային կազմակերպությունների կողմից վերաֆինանսավորված վատորակ վարկերի հետ գնման նպատակով), իրացվելիության աճը, ոչ բավարար թափանցիկությունը, ասիմետրիկ ինֆորմացիան, վերահսկողության թուլացումը և վաղաժամկետ մարումները որոշ ակտիվների արժեթղթավորման դեպքում կարող են հանգեցնել իրացվելիության ռիսկերի:

12. Ֆինանսաբանկային կազմակերպությունները անհրաժեշտաբար պետք է ապահովագրվեն վարկավորման առաջնային և երկրորդային շուկայի գործառնություններից բխող պոտենցիալ ռիսկերից և վերջինիս հետևանքով առաջացած չնախատեսված իրացվելիության կորուստներից: Այս նպատակով անհրաժեշտ ենք համարում կիրառել հակացիկլիկ քաղաքականություն ինչպես հնարավոր կորուստներից պահուստների, կապիտալի բուֆերի, այնպես էլ LTV գործակցի գծով: Արժեթղթավորման դեպքում, արժեթղթեր թողարկողը պետք է նախապես գնահատի արժեթղթավորումից ստացված լրացուցիչ իրացվելիության պոտենցիալ ազդեցությունը իր ընդհանուր իրացվելիության վրա:

13. Այսպիսով, հիփոթեքային երկրորդային շուկայի ստեղծումը և հետագա զարգացումը (ակտիվների արժեթղթավորումը) հնարավորություն կտա.

- ✓ ապահովել բնակարանային շինարարության աճ, ոչ բավարար բնակարանային պայմաններ ունեցող բնակչությանը մատչելի դարձնել բնակարանների ձեռքբերումը, հնարավորություն ընձեռել ցածր և միջին եկամուտ ունեցող տնային տնտեսություններին բարելավել կենսական պայմանները, ինչպես նաև խթանել բնակարանային շինարարության պահանջարկը,
- ✓ սոցիալական տեսանկյունից իրականացնելու նպատակաուղղված միջոցառումներ՝ կառավարությունը կողմից հանրության որոշակի խավերի համար նախատեսելով սուբսիդավորում, ապահովագրական գումարների համաֆինանսավորում, պարգևավճարներ (շինխնայողությունների դեպքում) և այլն,
- ✓ ֆինանսական միջնորդության ինստիտուտների զարգացման տեսանկյունից նպաստել խնայողական և հիփոթեքային վարկավորման ինստիտուտների,

- շինարարության ֆինանսավորման մասնագիտացված կազմակերպությունների, ներդրումային բանկերի, ապահովագրական ընկերությունների զարգացմանը,
- ✓ ֆինանսավորման կայուն մեխանիզմների տեսանկյունից խթանել առաջնային և երկրորդային շուկաների կայացումը և զարգացումը, կապիտալի և արժեթղթերի շուկայի զարգացումը, ռիսկերի դիվերսիֆիկացիան:

Հետազոտությունը ցույց տվեց նաև, որ վարկային ֆինանսական հաստատությունները հիփոթեքային վարկերի արժեթղթավորմամբ նվազեցնում են ռիսկերը, իրացվելիության բարելավման արդյունքում ստանում ավելցուկային ֆինանսական միջոցներ, որոնք ուղղորդվում են դեպի նոր և գրավիչ ներդրումային նախագծեր: Ֆինանսական համակարգը համալրվում է ֆինանսական նոր գործիքով, որը կապող օղակ է հանդիսանում բանկային համակարգի և ֆինանսական շուկայի միջև:

Ատենախոսության հիմնական արդյունքները հրապարակվել են հեղինակի հետևյալ գիտական հոդվածներում:

1. Այվազյան Բ. Ա. «Արժեթղթավորման ընդհանուր հավասարակշռության մոդել» // «Այլընտրանք» եռամսյա գիտական հանդես, (2015#4), Երևան, Հոկտեմբեր-Դեկտեմբեր 2015թ., էջ 143-152:
2. Այվազյան Բ. Ա. «Ակտիվների արժեթղթավորման համակարգի ներդրման խթանները» // «Հայաստան. Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա», #11-12 (183-184) / Երևան, 2015թ., էջ 50-53:
3. Այվազյան Բ. Ա. «Ակտիվների արժեթղթավորումը անցումային տնտեսություն ունեցող երկրների համար հնարավորություն, թե՞ սպառնալիք» // «Այլընտրանք» եռամսյա գիտական հանդես, (2015#4), Երևան, Հոկտեմբեր-Դեկտեմբեր 2015թ., էջ 273-279:
4. Այվազյան Բ. Ա. «Հիփոթեքային վարկավորման հասանելիության գնահատումը ՀՀ-ում» // «Հայաստան. Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա», #1 (139), Երևան, 2012թ., էջ 84-88:
5. Այվազյան Բ. Ա. «Հիփոթեքային շուկայի ձևավորման և զարգացման հիմնահարցերը ՀՀ-ում» // «Համաշխարհային տնտեսության փոփոխման միտումները և Հայաստանի մարտահրավերները». /Հանրապետական գիտաժողովի նյութերի ժողովածու/, Գյումրի, 2012թ., էջ 200-204:
6. Այվազյան Բ. Ա. «Արժեթղթավորումը ՀՀ բանկային համակարգում. քանակական գնահատումներ» // «Հայաստան. Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա», # 5 (143), Երևան, 2012թ., էջ 84-88:

АЙВАЗЯН КНАРИК АВАГОВНА

**ОСОБЕННОСТИ РАЗВИТИЯ РЫНКА ИПОТЕЧНОГО КРЕДИТОВАНИЯ В
РЕСПУБЛИКЕ АРМЕНИЯ**

Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.03 - «Финансы, бухгалтерский учет».

Защита диссертации состоится 05-ого апреля 2016г., в 15³⁰, на заседании специализированного совета по экономике 008 ВАК РА при Российско-Армянском (Славянском) университете, по адресу: 0051, г. Ереван, ул. Овсепя Эмина 123.

Р Е З Ю М Е

В рамках исследования проведен анализ ипотечного рынка Армении, а также, при помощи выявления основных проблем в данной сфере, предлагается создание ряда эффективных мероприятий для их решения. Мероприятия, которые, в первую очередь, предполагают доступность ипотечных кредитов широким массам населения и формируют так называемые «длинные деньги».

Актуальность проведенного исследования связана с необходимостью повышения доступности ипотечных кредитов для молодых семей. Это, в свою очередь, будет способствовать решению задач, представляющих серьезный вызов для экономики РА, таких как, растущий темп эмиграции, «утечка умов» и сокращающийся из года в год

уровень рождаемости.

Объектом исследования является рынок ипотечного кредитования Республики Армения, в комплексе взаимодействий с банковской системой и другими рынками заемных средств, а также системой секьюритизации, предметом же исследования являются финансовые, организационные и законодательные основы рынка ипотечного кредитования и возможности их усовершенствования, задачи, возникающие в процессе секьюритизации, механизмы и методы выпуска ценных бумаг на основе ипотечных кредитов, с учетом особенностей переходного периода и международного опыта.

Целью научной работы являются решение основных задач, препятствующих развитию ипотечного рынка РА, а также выработка основных путей повышения уровня доступности ипотечных кредитов в Армении.

Для достижения поставленной цели в диссертационной работе поставлены и решены следующие задачи:

- Изучить теоретические, методологические, организационные и правовые основы рынка ипотечного кредитования, а также роль и значение ипотечных кредитов на рынке заемного капитала.
- Исследовать структурные изменения процессов финансирования жилищного строительства, международный опыт в сфере ипотечного кредитования и выявить причины возникновения ипотечного кризиса, и оценить роль секьюритизации кредитов в данном процессе.
- Оценить возможное влияние секьюритизации на изменение основных показателей банковской системы РА и выявить оптимальный уровень секьюритизации для экономики Армении.
- Определить ключевые задачи создания и последующего развития ипотечного кредитования в Армении, а также дать оценку доступности ипотеки в РА.
- Выявить роль и значение эффективных механизмов секьюритизации в финансовых системах развитых стран и стран с переходной экономикой.
- Построить модель общего равновесия для секьюритизации, определить механизмы сотрудничества участников рынка, а также, с целью доказательства эффективности внедрения секьюритизации, оценить выгоду от увеличения показателей ликвидности, которые, в свою очередь, положительно скажутся на уровне кредитования, что приведет к снижению процентных ставок.

В результате проведенного исследования получены теоретические, методические и практические результаты, из которых в качестве научной новизны можно выделить следующие:

- Оценен уровень доступности ипотечного кредитования в РА, исходя из условий выдачи кредитов (сроки выдачи, процентная ставка и начальный взнос) и характеристики приобретаемого недвижимого имущества (жилплощадь, цена за 1

кв. метр), на основе чего был построен пучок кривых доступности ипотечных кредитов.

- Были оценены возможные воздействия секьюритизации на основные показатели банковской системы РА, а также оптимальный уровень секьюритизации для банковской системы РА.
- Был предложен комплекс необходимых мероприятий для решения задач, препятствующих развитию ипотечного рынка в Армении (биржевой листинг ипотечных облигаций, внедрение механизмов хеджирования валютного риска, присвоение международного рейтинга ипотечным облигациям, создание резерва по выкупу рефинансированных облигаций в целях предупреждения потенциальных рисков, проведение антициклической политики и т.д.).
- Построена «Модель пересекающихся поколений» (Overlapping generations model), в которую впервые были внедрены банк-представитель и оператор вторичного ипотечного рынка (эмитент), обосновывающая эффективность процесса секьюритизации.

KNARIK AVAG AYYAZYAN

SPECIFICS OF THE MORTGAGE MARKET DEVELOPMENT IN THE REPUBLIC OF ARMENIA

The abstract of the thesis for receiving the degree of Doctor of Economics in the specialty 08.00.03 – «Finance, Accounting».

The defence of the thesis will take place on April 05th, 2016 at 15³⁰ o'clock, at the 008 Council of Economics of the SCC RA at Russian-Armenian (Slavonic) University: 123 H. Emin str., Yerevan, 0051.

A B S T R A C T

The research is dedicated to the elaboration of effective measurements system via analysis of current situation of mortgage market of the Republic of Armenia and exploration of problems in this field. Systems of effective measurements have to solve mortgage credit availability for a wide range of population and to create long-term financial resources in the economy.

Particularly increment of mortgage credit availability among young families may solve such socio-demographic issues, like accelerating rate of emigration, brain drain and low fertility rate. It is well known fact that above mentioned issues are big challenges for the future development of Armenian economy. These in fact come to prove the significance of this

research.

The object of the research is the mortgage market with the banking system, capital and security markets of the Republic of Armenia, the subjects of the research are financial and regulation basis and their improvement of mortgage market, the methods and mechanisms of asset securitization based on the study and analysis of international best practice.

The purpose of this research are the solution of key issues of mortgage market development and the increment of mortgage credit availability.

To achieve the goals and objectives of the theme studying in the dissertation problems considered in our research are as follows:

- Explore the theoretical, methodological, organizational and legal bases of mortgage lending and the role of it in the capital market;
- Explore the structural changes of financial methods of housing, international experience in the development of mortgage lending, expose the reasons of the global financial crisis and the role of securitization in it;
- Expose the role of securitization in the financial system of developed and emerging economies
- Explore the challenges which are hindering the future development of Armenian mortgage market, estimate mortgage credit availability in the Republic of Armenia and suggest effective mechanisms for increasing mortgage credit availability for wide range of population;
- Estimate the possible impacts of securitization on the banking system of Armenia and define the optimal securitization rate for the economy;
- Construct a general equilibrium model of securitization, expose interrelations between market-players, and for the purpose of providing the effectiveness of securitization system, to estimate the benefits of liquidity and its impact on the growth rate of credits and decline of interest rates in case of securitization.

The scientific novelty comprises a set of theoretical, methodological and practical outcomes revealed during the research. The most essential ones are:

- The mortgage credit availability in the Republic of Armenia was estimated, in case of different conditions of credits (maturity, interest rate and down payment of loan) and real estate parameters (square meter of real estate and its prices). At the same time mortgage credit availability curves bunch was constructed based on the results of estimations.
- Were estimated the possible effects of securitization to the Armenian banking system. It was estimated the optimal level of securitization for the Republic of Armenia.

- A complex of actions for the solution of the main issues that impede the development of mortgage market (listing of mortgage-backed securities, introduction of new financial tools for hedging foreign-currency risk, international rating of mortgage-backed securities, the creation of a reserve for the repurchase of bonds refinanced in order to prevent potential risks, counter-cyclical policies, etc.) taking into account international experience, lessons learnt from the global financial crisis and specific features of Armenian economy.
- Overlapping generation model was constructed, in which for the first time a representative bank and refinancing mortgage company (SPV- special purpose vehicle) were included. The constructed model tends to substantiate the effectiveness of the asset securitization process.