



## ՔՆԱՐԻԿ ՎԱՐԴԱՆՅԱՆ

ՀՊՏՀ նակրոտէկոնոմիկայի ամբիոնի դոցենտ,  
տնտեսագիտության թեկնածու

## ԳԱՅԱՆԵ ԱՎԱԳՅԱՆ

ՀՊՏՀ նակրոտէկոնոմիկայի ամբիոնի դոցենտ,  
տնտեսագիտության թեկնածու

# ՏՆՏԵՍՈՒԹՅԱՆ ԻՐԱՎԱՆ ԵՎ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՀԱՏՎԱԾՆԵՐԻ ԽՁՄԱՆ ՀԻՄՆԱՐԱՐ ՊԱՏՃԱՌՆԵՐԸ ԵՎ ԴՐԱՆԿՈՐՈՒՄՆԵՐԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ\*

ՀՀ տնտեսությունում ֆինանսական և իրական հատվածների միասնացման աստիճանը ցածր է, ինչը դրսևորվում է դրամավարկային քաղաքականության փոքր արդյունավետությամբ, բանկային համակարգի խրոնիկ գերհրացվելիությամբ և կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի թերզարգացվածությամբ: Տնտեսության երկու հատվածների խզման հիմքում առկա գործոնները կոշտ են դարձնում ֆինանսական ծառայությունների սակագները պահանջարկի նկատմամբ, որը կարճաժամկետում հանգեցնում է հավասարակշիռ նակարդակից վերջիններիս շեղմանը: Արդյունքում՝ ֆինանսական հատվածը «ուշ է արձագանքում» իրական հատվածի փոփոխություններին, և առաջանում է ֆինանսական ծառայությունների առաջարկի խրոնիկ ավելցուկ: Տնտեսության ֆինանսական և իրական հատվածների խզման հիմքում ընկած գործոնները դասակարգելով կառուցվածքային, ընդհանուր տնտեսական և ֆինանսական հատվածից բխող խմբերում՝ հողվածում բացահայտվել են ՀՀ տնտեսության նշված հատվածների միջև խզման բնույթն ու առանձնացվել են հնարավոր դրսևորումները:

\* Հոդվածը պատրաստվել է ՀՀ ԿԳՆ ԳՊԿ «Գիտական և գիտատեխնիկական գործունեության բազային ֆինանսավորման ենթակառուցվածքի պահպանում և զարգացում» ծրագրի «ՀՀ տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների արդյունավետ փոխգործակցության հնարավորությունները» թեմայի ֆինանսավորման շրջանակներում:

**Հիմնաբառեր.** *իրական հատված, ֆինանսական հատված, ֆինանսական համակարգ, բանկային համակարգ, խզման հիմնարար պատճառներ, կառուցվածքային գործոններ, ընդհանուր տնտեսական գործոններ, ֆինանսական հատվածից ածանցվող գործոններ, փոխգործակցություն, ֆինանսական ակտիվներ, վարկեր, ՀՆԱ, տնտեսական աճ*

JEL: F4, F40, G0

Ժամանակակից պայմաններում տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների փոխազդեցությանը մեծ ուշադրություն է նվիրվում, քանի որ դրա առանձնահատկություններն ու միտումները որոշում են երկրի սոցիալ-տնտեսական զարգացման ուղղություններն ու արդյունավետությունը<sup>1</sup>:

Ժամանակի պահանջներին չհամապատասխանող ֆինանսական համակարգը իրական տնտեսության զարգացման արգելակն է, քանի որ չի կարողանում բավարարել իրական հատվածի աճող պահանջները: Թույլ ֆինանսական հատվածը ենթակա է արտաքին շոկերի ազդեցությանը և սպառնում է տնտեսական անվտանգությանը: Միաժամանակ, իրական հատվածից կտրված զարգացող, ուռճացված ֆինանսական հատվածը կլանում է տնտեսության ավելի ու ավելի մեծ ռեսուրսներ և ժամանակի ընթացքում ձևախեղում տնտեսական համակարգի կառուցվածքը: Ֆինանսական համակարգը պետք է զարգանա իրական հատվածի հետ սերտորեն փոխկապված և նպաստի դրա հետագա զարգացմանը:

Տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների փոխազդեցության և փոխկապվածության արդի վիճակի վերլուծությունն ու դրանից բխող հետևությունները հիմնվում են մասնագիտական գրականության մեջ նշված հիմնախնդրին առնչվող տեսական և գործնական բնույթի մեկնաբանությունների ու մոտեցումների վրա: Այս տեսանկյունից նախ ներկայացնենք քննարկվող հարցին վերաբերող տեսամեթոդական որոշ դիտարկումներ, այնուհետև վերլուծենք ՀՀ տնտեսությունում ձևավորված իրողությունները:

Ֆինանսական հատվածն ընդգրկում է այն կազմակերպությունները (ինստիտուցիոնալ միավորներ), որոնց հիմնական նպատակը ֆինանսական միջնորդությունն է կամ ֆինանսական միջնորդությանը նպաստող ծառայությունների մատուցումը<sup>2</sup>: Տնտեսության ֆինանսական հատվածը ինստիտուտների և գործիքների ամբողջություն է, որոնք թույլ են տալիս իրականացնել վարկավորման, այսինքն՝ պարտք վերցնելու և վերադարձնելու գործարքներ: Ֆինանսական հատվածը ներառում է՝ Կենտրոնական բանկը, բանկերը, ոչ բանկային ֆինանսական կազմակերպությունները, ապահովագրական ընկերությունները, ֆոնդային բորսաները, ֆինանսական ներդրումային ինստիտուտները, կենսաթոշակային ֆոնդերը, վարկային միությունները և ընկերակցությունները, ֆոնդային բորսաները, գրավատները և այլն:

Տնտեսության իրական հատվածը բաղկացած է ձեռնարկություններից (ոչ ֆինանսական կազմակերպություններից), տնային տնտեսություններից և տնային տնտեսությունները սպասարկող՝ շահույթ չհետապնդող կազմա-

<sup>1</sup> Արժույթի միջազգային հիմնադրամը և ՀՀ ԿԲ-ն առանձնացնում են տնտեսության չորս հիմնական հատվածներ՝ իրական, ֆինանսական (դրամավարկային), հարկաբյուջետային (պետական) և արտաքին. Financial Programming and Policies, Introduction, IMF, <https://www.imf.org/external/region/tim/rr/pdf/fpp1.pdf>

<sup>2</sup> Տե՛ս Տնտեսության հատվածների նկարագիրը, ՀՀ ԿԲ.

[https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/statistics/dram\\_fin\\_manual/tnthat.pdf](https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/statistics/dram_fin_manual/tnthat.pdf)

կերպություններից: Դրամավարկային և ֆինանսական վիճակագրության տեսանկյունից՝ որոշ դեպքերում տնային տնտեսությունները և տնային տնտեսությունները սպասարկող՝ շահույթ չհետապնդող կազմակերպությունները միավորվում են մեկ ենթահատվածում՝ «Այլ ռեզիդենտ հատվածներ» անվանմամբ<sup>3</sup>:

Տնտեսության իրական հատվածը փոքր, միջին և խոշոր (ինդուստրիալ) ձեռնարկությունների ամբողջություն է, որոնց գործունեությունը նպատակաուղղված է առևտրային ապրանքների և ծառայությունների արտադրությանը (ապրանքների սերիական և զանգվածային արտադրություն, շինարարություն, կապ, հեռահաղորդակցություն, փոխադրումներ և այլն): Իրական հատվածը ներառում է ինչպես նյութական արտադրության, այնպես էլ հարստության և ծառայությունների ոչ նյութական ձևերի արտադրության ոլորտները:

Աշխարհի երկրների մեծ մասի տնտեսական զարգացման փորձը վկայում է, որ գոյություն ունի ուժեղ կոռելյացիոն կախվածություն տնտեսության ֆինանսական հատվածի զարգացման և տնտեսական աճի տեմպերի միջև: Տնտեսական աճը հանգեցնում է ֆինանսական ծառայությունների նկատմամբ պահանջարկի ավելացման և խթանում ֆինանսական հատվածի զարգացումը: Միևնույն ժամանակ, հարկ է նշել, որ երկրի տնտեսության իրական զարգացման հիմնական աղբյուրը իրական հատվածի աճն է, իսկ ֆինանսական հատվածի գլխավոր խնդիրը այդ աճի կայունությունն ու երկարաժամկետությունն ապահովելու համար միջոցների ներգրավումն ու վերաբաշխումը: Տնտեսության առավել զարգացած ֆինանսական ծառայությունների ոլորտը թույլ է տալիս արդյունավետ բաշխել ռեսուրսները՝ այդպիսով նպաստելով երկրի հետագա տնտեսական զարգացմանը:

Տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների փոխազդեցության և միասնացման տեսական հիմքերը քննարկելիս<sup>4</sup> հարկ է ընդգծել, որ մակրոմակարդակում նշված հատվածների փոխազդեցության մեխանիզմին սկզբունքորեն տարբերվող մոտեցումներ են ցուցաբերում նորդասականները և քեյնսականները:

Նորդասական մակրոտնտեսական մոդելը հիմնվում է իրական և ֆինանսական հատվածների, այսպես կոչված, դասական դիֆուզիայի՝ երկվության վրա: Դասական երկվության սկզբունքը կարծես երկու տարբեր՝ զուգահեռ տնտեսությունների գոյության ընդունումն է: Դրանցից առաջինում՝ իրական հատվածում իրականանում է վերարտադրական գործընթացը, արտադրվում են տնտեսական բարիքներ, տեղի են ունենում դրանց բաշխումն ու վերաբաշխումը, այսինքն՝ ապրանքների ու ծառայությունների իրական հոսքերի շրջանառությունը: Երկրորդում՝ ֆինանսական տնտեսությունում տեղի է ունենում փողի շրջանառությունը, որը սպասարկում է իրական վերարտադրական հոսքերի շարժը՝ դրանց վրա ուղղակի ազդեցություն չունենալով<sup>5</sup>:

<sup>3</sup> Տե՛ս ՀՀ ԿԲ պաշտոնական էլեկտրոնային կայք՝

[https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/statistics/dram\\_fin\\_manual/tntthat.pdf](https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/statistics/dram_fin_manual/tntthat.pdf)

<sup>4</sup> Առավել մանրամասն տե՛ս **Ք. Վարդանյան, Գ. Ավագյան**, Ֆինանսական և իրական հատվածների փոխկապվածության տեսական մեկնաբանումը, Տնտեսության և հասարակության զարգացում. 21-րդ դարի մարտահրավերներ և հնարավորություններ, ՀՊՏՀ 27-րդ գիտաժողովի նյութեր, Եր., «Տնտեսագետ», 2018, էջ 320–326:

<sup>5</sup> Տե՛ս [https://studopedia.ru/18\\_623\\_ekonomicheskie-shkoli-neoklassicheskaya-makroekonomicheskaya-model-keynsianskno-neoklassicheskij-sintez-monetarizm-novie-klassiknovie-keynsiantsi.html](https://studopedia.ru/18_623_ekonomicheskie-shkoli-neoklassicheskaya-makroekonomicheskaya-model-keynsianskno-neoklassicheskij-sintez-monetarizm-novie-klassiknovie-keynsiantsi.html)

Իրական տնտեսությունում ձևավորվում է հարաբերական գների մակարդակը, ֆինանսականում՝ բացարձակ գներինը: Նորդասական հայեցակարգում ենթադրվում է, որ փողը չեզոք է, որևէ ազդեցություն չունի իրական ցուցանիշների վրա: Հետևաբար՝ եթե տնտեսության ֆինանսական հատվածում հավասարակշռությունը խախտվում է, ապա դա էապես չի ազդում տնտեսության իրական հատվածի (արտադրության ծավալ, զբաղվածություն, իրական եկամուտ) վիճակի վրա:

Քեյնսյան հայեցակարգում փողը ոչ միայն փոխանակության միջնորդն է, այլև հարստության մի մասը: Հետևաբար՝ ընդհանուր մակրոտնտեսական հավասարակշռությունը հնարավոր է միայն տնտեսության ֆինանսական և իրական հատվածների միաժամանակյա հավասարակշռության պայմաններում:

Մասնագիտական գրականության քննական վերլուծությունը թույլ է տալիս ներկայացնել տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների փոխադարձ կապերի դրսևորման շրջանակները.

- տնտեսության իրական հատվածի վարկավորում ֆինանսական հատվածի կողմից,
- տնտեսության իրական հատվածի խնայողությունների ավանդադրում ֆինանսական հատվածի ինստիտուտներում,
- ձեռնարկությունների փոխադարձ հաշվարկների սպասարկում,
- ձեռնարկությունների և բնակչության (ֆիզիկական անձանց) միջև գործարքների սպասարկում,
- ձեռնարկությունների պարտքային պարտավորությունների սպասարկում,
- ֆինանսական շուկաներում ձեռնարկությունների շահերի արհեստավարժ ներկայացման ապահովում,
- բանկերի մասնակցություն ձեռնարկությունների կառավարմանը՝ ձեռնարկությունների արժեթղթերը տնօրինելու միջոցով, ինչպես նաև ձեռնարկությունների մասնակցություն բանկերի կառավարմանը,
- բանկերի կողմից ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց դեպոզիտական ծառայությունների մատուցում՝ արժեթղթերի և այլ արժեքների պահպանման գծով,
- կորպորատիվ արժեթղթերում կարճաժամկետ և երկարաժամկետ ներդրումներ,
- նորամուծական ակտիվ ձեռնարկությունների ֆինանսավորում՝ նորամուծությունների ներդրման և տարածման նպատակով,
- իրական և ֆինանսական հատվածների փոխգործակցության այլ ձևեր:

Տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների միջև խզումը կարող է ունենալ տարբեր պատճառներ և դրսևորվել տարբեր ձևերով: Դա կարող է պայմանավորված լինել ինչպես ֆինանսական շուկայի զարգացման մակարդակով, ինստիտուտների որակով<sup>6</sup>, այնպես էլ իրական հատվածում

<sup>6</sup> Տե՛ս **Евдокимова Т.В.**, Влияние размеров финансового сектора на состояние экономики. <https://www.hse.ru/data/2017/01/26/1113648789/%D0%95%D0%B2%D0%B4%D0%BE%D0%BA%D0%B8%D0%BC%D0%BE%D0%B2%D0%B0%20%D0%A2%D0%B0%D1%82%D1%8C%D1%8F%D0%BD%D0%B0%20%D0%92%D0%BB%D0%B0%D0%B4%D0%B8%D0%BC%D0%B8%D1%80%D0%BE%D0%B2%D0%BD%D0%B0.%20%D0%92%D0%BB%D0%B8%D1%8F%D0%BD%D0%B8%D0%B5.%20%D1%81%D0%B5%D0%BA%D1%82%D0%BE%D1%80%D0%B0>

առկա խնդիրներով: Խզման դրսևորման վառ օրինակ է 2008–2009 թթ. ֆինանսատնտեսական ճգնաժամը<sup>7</sup>:

Ֆինանսատնտեսական ճգնաժամն անհանգստություն առաջացրեց այն բանի հետ կապված, որ շատ երկրներ կարող են ունենալ ֆինանսական համակարգ, որը «բավական մեծ» է այդ երկրի ներքին տնտեսության համեմատությամբ: Ինչպես ֆինանսական շուկայի թերզարգացումը, այնպես էլ չափից ավելի զարգացումը կարող են ֆինանսական և իրական հատվածների խզման պատճառ լինել, քանի որ ֆինանսական «փուչիկները» և «բուրգերը» բացասական ազդեցություն կարող են ունենալ իրական հատվածի վրա:

Համաշխարհային տնտեսությունում ֆինանսական և իրական հատվածների միջև խորացող խզումը դրսևորվում է հետճգնաժամային փուլում համաշխարհային տնտեսության զարգացման մի շարք իրողությունների ֆոնին.

1. աճի համեմատաբար կայուն տեմպերը. 2010–2017 թթ. համաշխարհային տնտեսության ՀՆԱ աճի միջին տարեկան տեմպը կազմել է 3.5%<sup>8</sup> (զարգացող երկրներում միջինը՝ 5%, զարգացածներում՝ 2%<sup>9</sup>),

2. ակտիվների բարձր իրացվելիությունը (մասնավորապես՝ ՀՀ-ում 2017 թ. դեկտեմբերի 31-ի դրությամբ Հայաստանի բանկային ոլորտի իրացվելիության գործակիցը կազմել է 32.1%),

3. ինֆլյացիայի ցածր մակարդակը. 2010–2017 թթ. գնաճի միջին տարեկան տեմպը համաշխարհային տնտեսությունում կազմել է մոտ 2.3%<sup>10</sup> (զարգացող երկրներում քննարկվող ցուցանիշը 2–3 անգամ բարձր է եղել զարգացած երկրների համապատասխան ցուցանիշից. միայն 2017-ին է երկրների այդ խմբերում գնաճի միջին տարեկան տեմպը գրեթե հավասարվել՝ կազմելով համապատասխանաբար՝ 2.1% և 2.6%<sup>11</sup>),

4. ֆինանսական հատվածում շահութաբերության բարձր մակարդակը. ԱՄՀ տվյալներով սեփական կապիտալի գծով շահութաբերությունը Կանադայում 20–22% է, Չինաստանում՝ 20–21%, ՌԴ-ում՝ 11–13%<sup>12</sup>, Վրաստանում՝ 9–10%<sup>13</sup>, ԱՄՆ-ում՝ 2.8–3% (ՀՀ բանկային համակարգում, ըստ կապիտալի շահութաբերության, ամենաբարձր ցուցանիշն ունի Ինեկոբանկը՝ 3.8% 2017 թ.<sup>14</sup>):

Համաշխարհային տնտեսությունում վերջին տասնամյակում նկատվում են բազմաթիվ վտանգավոր անհամամասնություններ, որոնք առաջ են եկել արևմտյան երկրներում ֆինանսական հատվածի բուռն զարգացման և դրա արդյունքում ազգային և համաշխարհային տնտեսություններում ֆինանսա-

[%20%D0%BD%D0%B0%20%D1%81%D0%BE%D1%81%D1%82%D0%BE%D1%8F%D0%BD%D0%B8%D0%B5%20%D1%8D%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D0%BE%D0%BC%D0%B8%D0%BA%D0%B8.pdf](#)

<sup>7</sup> Ըստ Վոլֆի՝ վերջին երեք տասնամյակի ընթացքում ԱՄՆ-ի ֆինանսական հատվածը 6 անգամ արագ է աճել, քան անվանական ՀՆԱ-ն: Նա փաստում է, որ «փոխանակ ֆինանսները լինեն տնտեսության ծառան, դարձել են տնտեսության տիրակալը»:

<sup>8</sup> Հաշվարկները կատարել են հեղինակները՝ ըստ Համաշխարհային բանկի համապատասխան տվյալների. <http://www.ereport.ru/stat.php?razdel=country&count=world&table=ggecia>

<sup>9</sup> Հաշվարկները կատարել են հեղինակները. <http://www.ereport.ru/stat.php?razdel=country>

<sup>10</sup> Հաշվարկները կատարել են հեղինակները. <http://www.ereport.ru/stat.php?razdel=country&count=world&table=inecia>

<sup>11</sup> Տե՛ս <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2017/03/27/682912-inflyatsii-razvitih-razvivayuschih-sravnyalis>

<sup>12</sup> Տե՛ս <http://riarating.ru/banks/20170206/630055412.html>

<sup>13</sup> Տե՛ս <http://www.webeconomy.ru/index.php?page=cat&newsid=1640&type=news>

<sup>14</sup> Տե՛ս <https://168.am/2017/04/25/785976.html>

կան ու իրական հատվածների միջև նշանակալի խզման հետևանքով: Ֆինանսական հատվածը, որը ներկայացնում է միայն նյութական բարիքների վերաբաշխման ուղիների ամբողջություն, կտրվել է տնտեսության իրական-արտադրական՝ բարիքների արտադրության հատվածից: Համաշխարհային տնտեսության ընդհանուր ֆինանսական ակտիվները հասել են 306 տրիլիոն դոլարի, ինչը գրեթե 4 անգամ գերազանցում է համաշխարհային ՀՆԱ-ն<sup>15</sup>: Տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների միջև եղած անհամապատասխանությունը առավել վառ դրսևորվում է զարգացած շուկայական տնտեսությամբ երկրներում: ԱՄՆ-ում, օրինակ, վերջին 50 տարում վերանշակող արդյունաբերության բաժինը ՀՆԱ-ում կրճատվել է գրեթե 2 անգամ՝ 20%-ից հասնելով 12%-ի, իսկ ֆինանսական հատվածինն ավելացել է՝ 3.7%-ից հասնելով 8.4%-ի<sup>16</sup>:

Համաշխարհային տնտեսությունում այսպիսի անհամամասնությունը բացատրվում է նախաձգնաժամային փուլում լայն թափով կիրառվող նոր ֆինանսական գործիքների նկատմամբ հետաքրքրության մեծացմամբ և, դրանով պայմանավորված՝ իրական հատվածի աճի ապահովման գործում ֆինանսական հատվածի մասնակցության մեծացմամբ: Ազգային տնտեսությունները, բացի վերոնշյալից, բախվում են տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների արդյունավետ փոխգործակցությանը խանգարող բազմաթիվ հիմնախնդիրների, որոնցից առանձնացնենք տնտեսության կառուցվածքային անհամամասնությունները, ֆինանսական համակարգի զարգացման վիճակը, ոչ առաջադիմական իրական հատվածը, բանկերի և այլ ֆինանսական ինստիտուտների մեծ հեռավորությունը իրական արտադրողներից, վարկային բարձր տոկոսադրույթները, թույլ իրավական կարգավորումը, բիզնես վարելու ցածր կուլտուրան և բիզնեսի ոչ թափանցիկությունը, համակարգային կոռուպցիան և ստվերայնությունը:

Ֆինանսական և իրական հատվածների՝ միմյանցից կտրվածության հիմքում ընկած են հետևյալ երևույթները.

- Ֆինանսական շուկաների աճի տեմպերը ավելի բարձր են, քան նույն ցուցանիշներինը՝ իրական հատվածում: Ֆինանսական շուկաներում սպեկուլյատիվ գործարքների մեծ եկամտաբերության հետևանքով իրական հատվածից ռեսուրսները հոսում են ֆինանսական հատված, ինչը բացասաբար է ազդում իրական հատվածի վրա:
- Ֆինանսական շուկաներին հատուկ է իրենց գործառույթների նորմալ իրականացումից շեղվելը: Դա դրսևորվում է փոխարժեքների, արժեթղթերի, այլ ֆինանսական գործիքների կուրսերի տատանումների հիման վրա տեղի ունեցող սպեկուլյացիաների բուռն աճով: Արդյունքում՝ ֆինանսական ակտիվների գները շեղվում են իրենց հիմնարար արժեքից, մեծանում է ֆինանսական գործիքի օգտագործման ռիսկը, ֆինանսական շուկայում ձևավորվող տոկոսադրույթները գերազանցում են տնտեսական աճի տեմպը, ինչի հետևանքով ֆինանսական ռեսուրսների մի հսկայական մասը կտրվում է վերարտադրողական գործընթացից և հոսում է սպեկուլյատիվ հատված:
- Ֆինանսական շուկայի և տնտեսության ֆինանսական հատվածի տնտեսական դերի ձևափոխումը: Դա դրսևորվում է ֆինանսական

<sup>15</sup> Տե՛ս <https://riss.ru/analytics/34927/>

<sup>16</sup> Տե՛ս <http://economics.ihbt.ifmo.ru/file/article/6819.pdf>

շուկայի հիմնական գործառնությունների էության շեշտադրության փոփոխությամբ՝ տնտեսության իրական հատվածը անհրաժեշտ ռեսուրսներով ապահովելու ոլորտից սպեկուլյատիվ գործարքների ոլորտ ռեսուրսների տեղափոխմամբ: Դա բացատրվում է այն հանգամանքով, որ այդ ոլորտում գների բարձր մակարդակը թույլ է տալիս ունենալ շահութաբերության ավելի բարձր մակարդակ՝ առանց ֆինանսական միջոցները վերարտադրական ոլորտ ներգրավելու:

Հարկավոր է ընդգծել նաև, որ ֆինանսական շուկայի աճը, պայմանավորված սպեկուլյատիվ բաղադրիչով, հանգեցնում է անկայունության ավելացման և տնտեսական համակարգում ռիսկերի կենտրոնացման: Հետևաբար՝ ֆինանսական հատվածը դառնում է տնտեսական ակտիվության տատանումների կարևոր աղբյուր:

Մասնագիտական գրականության մեջ և գիտական-հետազոտական շրջանակներում քննարկվող տնտեսության ֆինանսական և իրական հատվածների խզման հիմնարար պատճառները դասակարգենք երեք պայմանական խմբերում՝ կառուցվածքային, ընդհանուր տնտեսական և ֆինանսական հատվածից ածանցվող:

*Կառուցվածքային:* Ամբողջական արդյունքի, ազգային եկամտի, տնօրինվող եկամտի մակարդակների, խնայողությունների, սպառման և ներդրումների ծավալների հարաբերակցությունը, բնակչության խտությունը, ֆինանսական շուկայի չափերը, այլ կառուցվածքային համամասնություններ իրենց ներգործությունն են ունենում իրական և ֆինանսական հատվածների կապերի և ինտեգրման աստիճանի վրա: Ազգային եկամտի և խնայողությունների ցածր մակարդակը բարձրացնում է ֆինանսական միջնորդության սակագները և միջնորդների ռիսկերը, ֆինանսական համակարգում մասշտաբի դրական էֆեկտը<sup>17</sup>: Դա բացատրվում է այն հանգամանքով, որ ֆինանսական ծառայություններից օգտվելու հաստատուն ծախսերը մեծ կշիռ ունեն ինչպես ըստ առանձին գործարքի, հաճախորդի, ինստիտուտի, այնպես էլ ըստ ամբողջ ֆինանսական համակարգի<sup>18</sup>: Պնդումը հաստատվում է նաև ԱՄՀ տնտեսագետ Տիգրան Պողոսյանի փորձառական հետազոտությամբ, որի արդյունքները փաստում են, որ ՀՆԱ աճը զարգացող երկրներում կրճատում է բանկային վարկերի և ավանդների տոկոսադրույքների սփրեղը<sup>19</sup>:

*Ընդհանուր տնտեսական:* Համարվում է, որ երկարաժամկետում տնտեսական համակարգի զարգացումը կախված է տնտեսական համակարգի հիմքը կազմող ինստիտուտների որակից, ներքին շուկայում մրցակցության մակարդակից, կարգավորող մարմինների՝ մակրոտնտեսական կայունություն հաստատելու ունակությունից<sup>20</sup>:

Տնտեսական համակարգի հիմքը սեփականության իրավունքի պետական պաշտպանության ինստիտուտն է: Չարգացած երկրներում բնակչությանը պատկանող ակտիվներն «ապրում են» երկու զուգահեռ աշխարհներում՝ նյութական և իրավական: Դրանք կարող են դառնալ վարկերի ապա-

<sup>17</sup> Տե՛ս **Barajas A., Beck T., Dabla-Norris E. and Yousefi S. Reza**, Too Cold, Too Hot, Or Just Right? Assessing Financial Sector Development Across the Globe, IMF, 2013, էջ 8:

<sup>18</sup> Տե՛ս նույն տեղը, էջ 6:

<sup>19</sup> Տե՛ս **Poghosyan T.**, Financial Intermediation Costs in Low-Income Countries: The Role of Regulatory, Institutional, and Macroeconomic Factors, IMF, 2012, էջ 13:

<sup>20</sup> Տե՛ս **Гринспен А.**, Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы, 2007, էջ 429:

հովություն(գրավ) և ստեղծել կապիտալ: Այս մեխանիզմը վատ է գործում զարգացող երկրներում (հատկապես սահմանային շուկաներում), ինչի պատճառով այդ երկրները բավարար «կապիտալացված» չեն: Սա, ըստ հայտնի պերուացի տնտեսագետ Էրնանդո դե Սոտոյի, «կապիտալի հանելուկն» է, որի լուծումը սեփականության իրավունքի ինստիտուտի կայացման մեջ է: Մասնավոր սեփականության ինստիտուտը հիմք է ստեղծում ամբողջ տնտեսական համակարգի, այդ թվում՝ իրական և ֆինանսական հատվածների համաչափ զարգացման համար: Ֆինանսական միջնորդների կողմից ներդրումներին կամ վարկավորմանը խանգարում է ոչ թե նյութական ակտիվների անբավարարությունը, այլ դրանց «արտացոլման» աստիճանը մասնավոր սեփականության ինստիտուտի համակարգում<sup>21</sup>:

Ներքին շուկայում մրցակցության մակարդակը զարգացման կարևոր խթան է, քանի որ շուկայական տնտեսության սուբյեկտներին մղում է արտադրողականության բարձրացմանը: Մրցակցային և ազատ շուկաները ձկուն են և կայուն՝ արտաքին շուկերի նկատմամբ, քանի որ դրանցում գործող տնտեսական սուբյեկտներն ի վիճակի են վերաբաշխել սեփականությունը՝ կախված իրավիճակից<sup>22</sup>: Հարստության վերաբաշխման անհրաժեշտությունը ձևավորում է ֆինանսական ծառայությունների նկատմամբ պահանջարկ: Տնտեսության իրական հատվածի փոփոխություններին անմիջապես արձագանքում է ֆինանսական հատվածը, քանի որ շուկայի մասնակիցները սեփական փաթեթները համապատասխանեցնում են իրենց հարմար ռիսկին և եկամտաբերությանը:

Բարձր գնաձուլ և գնաձային սպասումներով, փոխարժեքի տատանողականությամբ դրսևորվող մակրոտնտեսական անկայունությունը տնտեսավարող սուբյեկտների համար դժվարացնում է բիզնեսի պլանավորումը: Տնտեսությունում առաջանում է կենսունակ ներդրումային ծրագրերի պակաս, ինչը շեղում է ֆինանսական միջնորդության մակարդակն իր օպտիմալից:

*Ֆինանսական հատվածից ածանցվող:* Այս խմբի գործոնների շարքում կարևորել ենք ֆինանսական համակարգում մրցակցության մակարդակը, պետական կարգավորման սահմանափակումները և տեղեկատվության անբավարարությունը:

Թույլ մրցակցային միջավայրը ֆինանսական միջնորդներին չի մղում նոր հաճախորդների շրջանակի ապահովմանը, իսկ շուկայի մասնակիցներին՝ նոր ֆինանսական արդյունքներ ներմուծելուն<sup>23</sup>: Բանկային համակարգում շուկայի կենտրոնացվածությունը վարկերի և ավանդների տոկոսադրույքների սփրեդի հետ նշանակալի դրական կապի մեջ է ինչպես ցածր եկամտաբերություն ունեցող երկրներում, այնպես էլ զարգացող շուկաներում, ընդ որում՝ կոռեյացիան ավելի ուժեղ է առաջինների դեպքում<sup>24</sup>:

Նույնատիպ ազդեցություն է ունենում նաև ֆինանսական համակարգի զարգացմանը խոչընդոտող չափազանց կոշտ պետական կարգավորումը: Կարգավորման դաշտի արգելքները կարող են զսպել ֆինանսական համակարգի առանձին հատվածների, մասնավորապես՝ ոչ բանկային հատվածի ֆինանսական ինստիտուտների զարգացումը: Շուկայի զարգացումը ենթադր-

<sup>21</sup> Տե՛ս **Эрнандо де Сото**, Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире. М., «Олимп-Бизнес», 2000:

<sup>22</sup> Տե՛ս **Гринспен А.**, նշվ. աշխ., էջ 437:

<sup>23</sup> Տե՛ս **Barajas A., Beck T., Dabla-Norris E. and Yousefi S. Reza**, նշվ. աշխ., էջ 8:

<sup>24</sup> Տե՛ս **Poghosyan T.**, նշվ. աշխ., 2012, էջ 11:



րում է կարգավորման լծակների աստիճանական փոխարինում մասնակիցների փոխադարձ վերահսկողությամբ, ինչն ապահովում է շուկայի ճկունությունը: Կարգավորումը սահմանափակում է գործունեության ազատությունը, մինչդեռ հենց ազատությունն է ապահովում հավասարակշռությունը շուկայում: Ֆինանսական շուկայի արդյունավետ գործունեության համար հատկապես կարևոր է կապիտալի շուկայում գործող ինստիտուտների՝ ներդրումային բանկերի, ընկերությունների և ֆոնդերի գործունեության ազատությունը<sup>25</sup>: Ինչպես փաստում է արդեն հիշատակված փորձառական ուսումնասիրությունը, զարգացող շուկաներում ոչ բանկային հատվածի ֆինանսական ինստիտուտների նկատմամբ կարգավորման դաշտի խիստ լինելու աստիճանը և բանկերի նկատմամբ պահուստավորման պահանջի չափերը նշանակալի դրական կապի մեջ են վարկերի և ավանդների տոկոսադրույքների սփերեղի մեծության հետ<sup>26</sup>:

Ֆինանսական շուկայում տեղեկատվության անբավարարությունը կարող է հանգեցնել հավանական վարկառուների ինքնաբացառման կամ կապիտալի շուկա մուտք գործելու արգելքների:

Նշված երեք խումբ գործոնները կոշտ են դարձնում ֆինանսական ծառայությունների սակագները պահանջարկի նկատմամբ, որը կարճաժամկետում հանգեցնում է հավասարակշիռ մակարդակից վերջիններիս շեղմանը: Արդյունքում՝ ֆինանսական հատվածը «ուշ է արձագանքում» իրական հատվածի փոփոխություններին, և առաջանում է ֆինանսական ծառայությունների առաջարկի խրոնիկ ավելցուկ: Նման ավելցուկ կարող է առաջանալ նաև ֆինանսական միջնորդության օպտիմալին մոտ մակարդակներում, ուստի այսպիսի խզման հաղթահարման ուղին ոչ թե ֆինանսական միջնորդության օպտիմալ մակարդակի բարձրացումն է, այլ վերջինիս որակը թիրախավորող քաղաքականությունը:

Գործնականում դժվար է հստակ որոշել՝ տոկոսադրույքը բա՞րձր է, թե՞ ցածր հավասարակշիռ մակարդակից: Բանկերը, որպես շուկայում ռացիոնալ վարքագիծ դրսևորող տնտեսավարող սուբյեկտներ, իրենց վարքագիծը պլանավորելիս հաշվի են առնում կառուցվածքային և ընդհանուր տնտեսական գործոններն ու շուկայի անկատարությունը: «Ետևաբար՝ նախընտրում են պահել «հավելյալ» իրացվելիություն, քան հեռանկարում շուկայական իրավիճակի հնարավոր փոփոխությունների հետևանքով բախվել որոշակի ռիսկերի:

Տեսական բնույթի վերոնշյալ արձանագրումների համատեքստում վերլուծենք ՀՀ տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների փոխադրեցության արդի վիճակը՝ հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ ՀՀ տնտեսության նշված երկու հատվածների փոխկապվածությանը ևս բնորոշ են մասնագիտական գրականության մեջ ներկայացված՝ դրանց խզումն առաջ բերող հիմնախնդիրներից շատերը:

2018 թ. հունվարի 1-ի դրությամբ ՀՀ-ում գործում են՝ 17 բանկ, դրանց 530 մասնաճյուղ, 35 վարկային կազմակերպություն, 7 ապահովագրական ընկերություն, 135 գրավատուն, 15 ներդրումային ֆոնդ, 237 փոխանակային կետ: ՀՀ 1000 բնակչին բաժին է ընկնում 0,00586 բանկ, գրեթե այնքան, որքան ՌԴ-ում, սակայն 20 անգամ ավելի քիչ, քան Ավստրիայում, 18 անգամ

<sup>25</sup> Տես **Гринспен А.**, նշվ. աշխ., էջ 798:

<sup>26</sup> Տես **Poghosyan T.**, նշվ. աշխ., 2012, էջ 13:

ավելի քիչ, քան Գերմանիայում, 16 անգամ ավելի քիչ, քան ԱՄՆ-ում, 9 անգամ ավելի քիչ, քան Մեծ Բրիտանիայում:

ՀՀ առևտրային բանկերի մոտ 530 մասնաձյուղերի ավելի քան 46%-ը գտնվում է Երևանում, մնացած մասը՝ մարզերում և ԼՂՀ-ում: Մայրաքաղաքում 1000 բնակչին բաժին է ընկնում բանկերի 0.23 մասնաձյուղ, իսկ մարզերում՝ միջինը 0.15: Մարզերից, քննարկվող տեսանկյունից, համեմատաբար բարվոք վիճակում են Վայոց ձորի և Տավուշի մարզերը, որոնցում դիտարկվող ցուցանիշը 0.18–0.19 է, բանկերի՝ մասնաձյուղերով ապահովվածությունը համեմատաբար փոքր է Արմավիրի, Արարատի և Գեղարքունիքի մարզերում՝ 0.08–0.11, իսկ մյուս մարզերում միջինը՝ 0.15:

ՀՀ-ում ֆինանսական համակարգի ընդհանուր ակտիվները 2018 թ. սկզբի դրությամբ կազմել են մոտ 5.103 մլրդ դրամ<sup>27</sup> (միայն բանկային համակարգինը՝ 4 տրլն 364 մլրդ դրամ), այն դեպքում, երբ ՀՀ ՀՆԱ-ն 2017 թ. կազմել է գրեթե 5.569 մլրդ դրամ<sup>28</sup>:

ՀՀ ֆինանսական համակարգի ընդհանուր կապիտալը 2017 թ., 2007 թ. համեմատությամբ, ավելացել է գրեթե 5 անգամ, ընդհանուր ակտիվները վերջին 10 տարում ավելացել են մոտ 6 անգամ, ընդհանուր պարտավորությունները՝ 6.3 անգամ: Ընդ որում, միայն բանկային համակարգում նշված ցուցանիշները ավելացել են համապատասխանաբար՝ 3.9, 5.7, 6.2 անգամ, վարկային կազմակերպություններում համապատասխանաբար՝ 21, 11,7 և 7 անգամ: Համեմատության համար նշենք, որ ՀՀ անվանական ՀՆԱ-ն 2007–2017 թթ. ավելացել է գրեթե 1.8 անգամ<sup>29</sup>, արդյունաբերական արտադրանքի ծավալն ընթացիկ գներով՝ 2.3 անգամ<sup>30</sup>:

Տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների անհամամասնական զարգացումն իր արտացոլումն է գտել տնտեսության կառուցվածքի փոփոխություններում: ՀՀ-ում 2000–2011 թթ. մշակող արդյունաբերության բաժինը ՀՆԱ-ում միջինը կազմել է 12.3%, նշված ցուցանիշի ամենաբարձր մակարդակը եղել է 2000 թ.՝ 16.8%, 2012–2017-ին միջինը՝ 9.5%, ամենաբարձրը 2014 թ. առաջին եռամսյակում՝ 11.4%, 2000–2011 թթ. ֆինանսական գործունեության բաժինը կազմել է միջինը 2.5%, 2012–2017 թթ.՝ 4.2%: Ցուցանիշի ամենաբարձր մակարդակը գրանցվել է 2017 թ. առաջին եռամսյակում՝ 6.2%: 2017 թ. մշակող արդյունաբերության բաժինը ՀՆԱ-ում 9.6% էր, իսկ ֆինանսական գործունեության և ապահովագրության բաժինը՝ 4.7%<sup>31</sup>: Այսպիսով՝ կարող ենք փաստել, որ ՀՀ-ում ընդամենը 18 տարում մշակող արդյունաբերության բաժինը կրճատվել է գրեթե 2 անգամ, մոտ 2.5 անգամ ավելացել է ֆինանսական հատվածի բաժինը:

2007 թ. ֆինանսական համակարգի հիմնական օղակի՝ բանկային համակարգի ընդհանուր ակտիվները կազմել են ֆինանսական համակարգի ակտիվների 92.7%-ը, 2017-ին՝ 88.1%-ը, վարկային կազմակերպություններինը, համապատասխանաբար՝ 5.3%-ը և 9.6%-ը, ապահովագրական, ներդրումային և այլ ֆինանսական կազմակերպություններինը, համապատասխանաբար՝ 2%-ը և 2.3%-ը: Վերլուծությունները ցույց են տալիս, որ թեև բանկային համակարգի ընդհանուր կապիտալի բաժինը ֆինանսական հա-

<sup>27</sup> Տե՛ս [https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/tarekan\\_2018.pdf](https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/tarekan_2018.pdf)

<sup>28</sup> Տե՛ս <http://www.armstat.am/am/?nid=12&id=01001>

<sup>29</sup> Հաշվարկները կատարել են հեղինակները. <http://www.armstat.am/am/?nid=12&id=01001>

<sup>30</sup> Հաշվարկները կատարել են հեղինակները. [http://www.armstat.am/file/article/5nish\\_12\\_2017.pdf](http://www.armstat.am/file/article/5nish_12_2017.pdf)

<sup>31</sup> Տե՛ս <https://www.cba.am/am/SitePages/statrealsector.aspx>

մակարգի ընդհանուր կապիտալում ավելի քան 70% է, այնուամենայնիվ, ընդհանուր պարտավորությունների գծով բանկային համակարգի դերը տնտեսությունում անգերազանցելի է՝ ավելի քան 92%:

ՀՀ ֆինանսական համակարգի ակտիվների ու ՀՆԱ հարաբերակցությունը 2016 թ., նախորդ տարվա համեմատությամբ, ավելացել է 12.3%-ային կետով<sup>32</sup> և կազմել 89.1%, իսկ 2017 թ. արդեն՝ 91.4%<sup>33</sup>:

Միայն ՀՀ բանկային համակարգի ակտիվներ/ՀՆԱ ցուցանիշը շարունակաբար ավելանալով՝ 2002 թ. 18.4%-ից 2017-ին հասել է 78.2%-ի՝ նախորդ տարվա ցուցանիշին զիջելով 0.5%-ային կետով<sup>34</sup>:

2005–2017 թթ. առևտրային բանկերի կողմից ՀՀ տնտեսությանը տրամադրած վարկերի ընդհանուր ծավալի աճի միջին տարեկան տեմպը կազմել է 14.8%, ամենաբարձր արդյունքը գրանցվել է 2011-ին՝ 33.7%, ամենացածրը 2015-ին՝ –3.1%: ՀՀ տնտեսությունը զգացել է վարկերի ծավալների այս փոփոխություններն ու տատանումները: 2012 թ. գրանցվել է ՀՆԱ աճի բարձր տեմպ՝ 7.2%, իսկ 2016-ին ՀՆԱ աճի տեմպը արձագանքել է վարկերի ծավալների կրճատմանն ու կազմել 0.2%: 2009–2017 թթ. վարկեր/ՀՆԱ հարաբերակցությունն աստիճանաբար աճել է. բացառություն է կազմում 2015 թ., երբ նշված հարաբերակցությունը, նախորդ տարվա համեմատությամբ, նվազել է 2.9 տոկոսային կետով՝ կազմելով 39.8%: Դիտարկվող ժամանակահատվածում վարկեր/ՀՆԱ հարաբերակցությունը միջինում կազմել է գրեթե 40%: Հարկ է նշել, որ Եվրոմիությունում այս ցուցանիշը մոտ 95% է, Մեծ Բրիտանիայում՝ 134%, Վրաստանում 56%, ԱՄՆ-ում՝ 52% (ընդհանրապես մասնավոր հատվածի վարկավորումը բոլոր ֆինանսական կազմակերպությունների կողմից ԱՄՆ-ում կազմում է ՀՆԱ մոտ 200%-ը), ՌԴ-ում՝ 55–60%<sup>35</sup>:

Հաշվարկները ցույց են տալիս, որ Δվարկեր/ΔՀՆԱ հարաբերակցությունը<sup>36</sup>, որն, ըստ էության, սահմանային հակումն է վարկերի նկատմամբ, մշտապես տատանվել է: Այսպես՝ մեկ միավոր ՀՆԱ ավելացման պայմաններում վարկերը 2010 թ. ավելացել են 1.6 միավորով, հաջորդ երեք տարիներին նշված հարաբերակցությունը աստիճանաբար նվազել է և 2014-ին կազմել 1.5, 2016-ին, պայմանավորված ՀՆԱ աննշան ավելացմամբ և վարկերի գրեթե 15 տոկոս աճով՝ 8.7, 2017-ին՝ 0.5:

Վերլուծությունները ցույց են տալիս, որ վարկերի միավոր ավելացումը 2007 թ. ՀՆԱ-ն ավելացրել է 0.6 միավորով, 2016-ին՝ 0.11 միավորով, իսկ 2017-ին՝ 2 միավորով: Վերջին ցուցանիշը բացատրվում է այն հանգամանքով, որ 2017 թ. վարկերի աճի տեմպը կազմել է 10.2%, տնտեսական աճը՝ 7.5%, նախորդ տարվա համեմատությամբ որոշ չափով կրճատվել է չաշխատող վարկերի տեսակարար կշիռը ընդհանուր վարկերում և կազմել 6.9%:

Տնտեսության ֆինանսական և իրական հատվածների փոխկապված զարգացման բնութագրիչներից է ֆինանսական համակարգի խորությունը, որը, չափվելով փողի ագրեգատներ/ՀՆԱ, վարկեր/ՀՆԱ, ավանդներ/ՀՆԱ ցուցանիշներով, ցույց է տալիս, թե, մասնավորապես, բանկային համակարգը

<sup>32</sup> Տե՛ս [https://www.cba.am/AM/pperiodicals/Tari\\_2017.pdf](https://www.cba.am/AM/pperiodicals/Tari_2017.pdf)

<sup>33</sup> Տե՛ս [https://www.cba.am/AM/pperiodicals/tarekan\\_2018.pdf](https://www.cba.am/AM/pperiodicals/tarekan_2018.pdf)

<sup>34</sup> Տե՛ս [https://www.cba.am/AM/pperiodicals/tarekan\\_2018.pdf](https://www.cba.am/AM/pperiodicals/tarekan_2018.pdf)

<sup>35</sup> Տե՛ս <http://www.banki.ru/news/lenta/?id=2790137>

<sup>36</sup> Անվանական ցուցանիշների փոփոխությունը բերված է բացարձակ արժեքով, հաշվարկները կատարել են հեղինակները <https://www.cba.am/am/sitepages/achfinancialbankingsystem.aspx>, կայքի տվյալների հիման վրա:

որքանով է ներգրավված երկրի տնտեսական կյանքում: Ջարգացած երկրներում բանկային միջնորդության մակարդակը հաճախ հասնում է ՀՆԱ 100 և ավելի տոկոսի<sup>37</sup>: ՌԴ-ում վերջին երկու տարիներին վարկեր/ՀՆԱ հարաբերակցությունը կազմել է 40-41%<sup>38</sup>: ՀՀ-ում բանկային համակարգի վարկեր/ՀՆԱ ցուցանիշը վերջին 15 տարում ավելացել է գրեթե 5 անգամ և 2000 թ. 9.6%-ից 2017 թ. հասել 45.1%-ի<sup>39</sup>: 2015 թ. ցուցանիշը, նախորդ տարվա համեմատությամբ, կրճատվել էր և հասել 39.8%-ի, ինչը, ըստ փորձագետների, պայմանավորված էր հիմնականում 2014 թ. վերջին արձանագրված փոխարժեքային շոկով և դրամի արժեզրկմամբ: 2016-ին վարկեր/ՀՆԱ հարաբերակցությունը կտրուկ աճեց՝ պայմանավորված բանկերի կողմից սեփական կապիտալի համալրմամբ, դրանք վարկերի տեսքով տեղաբաշխմամբ, 2016-ից ԿԲ-ի կողմից դրամավարկային պայմանների մեղմացմամբ: 2017 թ., 2016-ի համեմատությամբ, անվանական ՀՆԱ-ն աճեց 512.2 մլրդ դրամով կամ 10.1%-ով: Անվանական ՀՆԱ կտրուկ աճը նվազեցրեց վարկեր/ՀՆԱ հարաբերակցությունը:

2010-ին ավանդներ/ՀՆԱ ցուցանիշը կազմել է 19.2%, 2017-ին՝ 44.2%, փողի զանգված/ՀՆԱ ցուցանիշը 2010 թ. 26%-ից 2017 թ. հասել է 46.7%-ի<sup>40</sup> (ՌԴ-ում 2017 թ. քննարկվող ցուցանիշները կազմել են համապատասխանաբար՝ 36.4% և 38.4%<sup>41</sup>): ՀՀ բնակչության մեկ շնչին բաժին ընկնող ծառայությունների ընդհանուր ծավալում ֆինանսական և ապահովագրական գործունեության բաժինն ամենաբարձրն է և 2012–2016 թթ. կազմել է միջինը 21%<sup>42</sup>:

ՀՀ բանկային համակարգի ընդհանուր շահույթը 2012 թ. սկսած աստիճանաբար ավելացել է. 2017-ին ցուցանիշը 2012 թ. մակարդակը գերազանցել է 1.4 անգամ: 2012–2017 թթ. աճի միջին տարեկան տեմպը կազմել է ավելի քան 8%: 2013 թ. ՀՀ բանկային համակարգի ընդհանուր շահույթը կազմել է արտադրողների և տնային տնտեսությունների տնտեսության համախառն շահույթի և համախառն խառը եկամուտների 4.5%-ը, 2014-ին՝ 5.2%-ը, 2015-ին՝ 4.7%-ը<sup>43</sup>:

Բանկերի ֆինանսական կայունության կարևոր ցուցանիշներից է նաև չաշխատող վարկերի բաժինն ընդհանուր վարկերում: Այս հարաբերակցության ցուցանիշն աստիճանաբար բարձրացել է՝ 2005 թ. 2.7%-ից 2016 թ. հասնելով 9.3%-ի, իսկ 2017-ին մի փոքր նվազելով՝ 6.9%-ի<sup>44</sup>: Բերված ցուցանիշները վկայում են տնտեսությանը տրամադրված վարկերի մի մասի անարդյունավետության մասին:

ՀՀ տնտեսության ֆինանսական հատվածի ֆինանսացման բարձր մակարդակի մասին է վկայում ֆինանսական և ապահովագրական գործունեության ոլորտում աշխատանքի վարձատրության բարձր մակարդակը:

<sup>37</sup> Տե՛ս [https://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/donets\\_04\\_17.pdf](https://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/donets_04_17.pdf)

<sup>38</sup> Տե՛ս [https://www.cba.am/RU/ppperiodicals/fin\\_stab\\_1\\_16\\_rus.pdf](https://www.cba.am/RU/ppperiodicals/fin_stab_1_16_rus.pdf)

<sup>39</sup> Տե՛ս <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>

<sup>40</sup> Տե՛ս [https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/fin\\_stab\\_10\\_1.pdf](https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/fin_stab_10_1.pdf), էջ 36, [https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/fin\\_stab\\_18.pdf](https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/fin_stab_18.pdf), էջ 29

<sup>41</sup> Տե՛ս [https://www.cba.am/RU/ppperiodicals/fin\\_stab\\_1\\_16\\_rus.pdf](https://www.cba.am/RU/ppperiodicals/fin_stab_1_16_rus.pdf)

<sup>42</sup> Տե՛ս <http://www.armstat.am/file/doc/99504413.pdf>

<sup>43</sup> Հաշվարկները կատարել են հեղինակները՝ ըստ նշված կայքերի տվյալների. 2016–2017 թթ. պաշտոնական տվյալները հրապարակված չեն. [http://www.armstat.am/file/article/finansner\\_2017\\_3.pdf](http://www.armstat.am/file/article/finansner_2017_3.pdf), [http://www.armstat.am/file/article/hah\\_17\\_2.pdf](http://www.armstat.am/file/article/hah_17_2.pdf)

<sup>44</sup> Տե՛ս [www.cba.am/am/SitePages/Search.aspx?k=%D5%B9%D5%A1%D5%B7%D5%AD%D5%A1%D5%BF%D5%B8%D5%B2%20%D5%BE%D5%A1%D6%80%D5%AF%D5%A5%D6%80](http://www.cba.am/am/SitePages/Search.aspx?k=%D5%B9%D5%A1%D5%B7%D5%AD%D5%A1%D5%BF%D5%B8%D5%B2%20%D5%BE%D5%A1%D6%80%D5%AF%D5%A5%D6%80)

2016 թ.<sup>45</sup> ՀՀ-ում միջին տարեկան անվանական աշխատավարձը նշված ոլորտում կազմել է 395.5 հազար դրամ և գրեթե 2.3 անգամ գերազանցել հանրապետության նույն ցուցանիշի մակարդակը: Ընդ որում, պետական հատվածի քննարկվող ոլորտում աշխատավարձն ավելի բարձր է՝ 617.5 հազար դրամ և պետական հատվածում միջին անվանական աշխատավարձը գերազանցում է 3.9 անգամ: Քննարկվող ցուցանիշի մակարդակով ֆինանսական և ապահովագրական գործունեության ոլորտը գերազանցում է երկրորդ տեղում գտնվող տեղեկատվության և կապի ոլորտի ցուցանիշը գրեթե 11 տոկոսով: Հատկանշական է, որ պետական հատվածում ֆինանսական և ապահովագրական գործունեության ոլորտում միջին անվանական աշխատավարձը 3.3 անգամ ավելի բարձր է, քան տեղեկատվության և կապի ոլորտում: Ֆինանսական ու ապահովագրական գործունեության և մշակող արդյունաբերության ոլորտներում աշխատանքի վարձատրության ցուցանիշների հարաբերակցությունը 2.5 անգամ ավելի մեծ է, պետական հատվածում՝ գրեթե 4 անգամ<sup>46</sup>:

Այսպիսով՝ թեմային առնչվող տեսական մոտեցումների քննական ուսումնասիրությունն ու կատարված վերլուծությունները թույլ են տալիս եզրակացնել, որ գիտնականները միակարծիք չեն տնտեսական համակարգում իրական և ֆինանսական հատվածների դերի, փոխազդեցության, խզման չափերի ու զարգացման ուղղությունների վերաբերյալ: Իրական և ֆինանսական հատվածների փոխազդեցությունը, լինելով բարդ ու հակասական, կարող է երկակիորեն ազդել իրական հատվածի վրա.

1. դրական՝ ֆինանսական հատվածը կարող է լինել իրականի շարժիչը, եթե տնտեսության իրական հատվածի սպասարկողն է, և այդ երկու հատվածների փոխգործակցությունը նպաստում է ազգային տնտեսության որակական սոցիալ-տնտեսական զարգացմանը,
2. բացասական՝ ֆինանսական հատվածը իրականի արգելակն է, եթե երկրի տնտեսական քաղաքականությունն ուղղված է միայն տնտեսության ֆինանսական հատվածին, և ավելի քիչ ուշադրություն է դարձվում իրական հատվածին:

ՀՀ տնտեսությանը նույնպես բնորոշ են իրական և ֆինանսական հատվածների խզումն ու հիմնական ցուցանիշների կտրուկ ու նկատելի տարբերությունները քննարկվող հատվածներում:

Հետևաբար՝ տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների հավասարակշռված զարգացումը հնարավորություն կտա ՀՀ տնտեսությանը անցում կատարելու տեղեկատվական հասարակության, նորամուծական զարգացմամբ բարելավելու հայրենական տնտեսության երկարաժամկետ մրցակցային դիրքն ու մակրոտնտեսական կայունությունը, ապահովելու երկրի տնտեսական անկախությունը ԵԱՏՄ գործընկերների տնտեսական վիճակից և նվազեցնելու երկրի տնտեսության խոցելիությունն արտաքին շուկերի նկատմամբ:

<sup>45</sup> 2017 թ. ցուցանիշները, ընդհանուր առմամբ, ամփոփված չեն:

<sup>46</sup> Տե՛ս <http://www.armstat.am/file/doc/99506313.pdf>

### Օգտագործված գրականություն

1. Ք. Վարդանյան, Գ. Ավագյան, Ֆինանսական և իրական հատվածների փոխկապվածության տեսական մեկնաբանումը, Տնտեսության և հասարակության զարգացում. 21-րդ դարի մարտահրավերներ և հնարավորություններ, ՀՊՏՀ 27-րդ գիտաժողովի նյութեր: Եր., «Տնտեսագետ», 2018:
2. Евдокимова Т.В., Влияние размеров финансового сектора на состояние экономики. <https://www.hse.ru/data/2017/01/26/1113648789/%D0%95%D0%B2%D0%B4%D0%BE%D0%BA%D0%B8%D0%BC%D0%BE%D0%B2%D0%B0%20%D0%A2%D0%B0%D1%82%D1%8C%D1%8F%D0%BD%D0%B0%20%D0%92%D0%BB%D0%B0%D0%B4%D0%B8%D0%BC%D0%B8%D1%80%D0%BE%D0%B2%D0%BD%D0%B0.%20%D0%92%D0%BB%D0%B8%D1%8F%D0%BD%D0%B8%D0%B5..%20%D1%81%D0%B5%D0%BA%D1%82%D0%BE%D1%80%D0%B0%20%D0%BD%D0%B0%20%D1%81%D0%BE%D1%81%D1%82%D0%BE%D1%8F%D0%BD%D0%B8%D0%B5%20%D1%8D%D0%BA%D0%BE%D0%BD%D0%BE%D0%BC%D0%B8%D0%BA%D0%B8.pdf>
3. Эрнандо де Сото, Загадка капитала. Почему капитализм торжествует на Западе и терпит поражение во всем остальном мире. М., «Олимп-Бизнес». 2000,
4. Гринспен А., Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы, 2007.
5. Too Cold, Too Hot, Or Just Right? Assessing Financial Sector Development Across the Globe, A. Barajas, T. Beck, E. Dabla-Norris, and S.Reza Yousefi, IMF, 2013.
6. Financial Intermediation Costs in Low-Income Countries: The Role of Regulatory, Institutional and Macroeconomic Factors, Tigran Poghosyan, IMF, 2012.
7. Տնտեսության հատվածների նկարագիրը, ՀՀ ԿԲ. [https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/statistics/dram\\_fin\\_manual/tnthat.pdf](https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/statistics/dram_fin_manual/tnthat.pdf)
8. <https://www.imf.org/external/region/tlm/rr/pdf/fpp1.pdf>
9. [https://studopedia.ru/18\\_623\\_ekonomicheskie-shkoli-neoklassicheskaya-makroekonomicheskaya-model-keynsianskno-neoklassicheskij-sintez-monetarizm-novie-klassiki-novie-keynsiantsi.html](https://studopedia.ru/18_623_ekonomicheskie-shkoli-neoklassicheskaya-makroekonomicheskaya-model-keynsianskno-neoklassicheskij-sintez-monetarizm-novie-klassiki-novie-keynsiantsi.html)
10. <http://www.ereport.ru/stat.php?razdel=country&count=world&table=ggecia>
11. <http://www.ereport.ru/stat.php?razdel=country>
12. <http://www.ereport.ru/stat.php?razdel=country&count=world&table=inecia>
13. <https://www.vedomosti.ru/economics/articles/2017/03/27/682912-inflyatsii-razviti-razvivayuschih-sya-sravnyalis>
14. <http://riarating.ru/banks/20170206/630055412.html>
15. <http://www.webeconomy.ru/index.php?page=cat&newsid=1640&type=news>
16. <https://168.am/2017/04/25/785976.html>
17. <https://riss.ru/analytics/34927/>
18. <http://economics.ihbt.ifmo.ru/file/article/6819.pdf>
19. [https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/tarekan\\_2018.pdf](https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/tarekan_2018.pdf)
20. <http://www.armstat.am/am/?nid=12&id=01001>
21. [http://www.armstat.am/file/article/5nish\\_12\\_2017.pdf](http://www.armstat.am/file/article/5nish_12_2017.pdf)
22. <https://www.cba.am/am/SitePages/statrealsector.aspx>
23. [https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/Tari\\_2017.pdf](https://www.cba.am/AM/ppperiodicals/Tari_2017.pdf)

24. [https://www.cba.am/AM/ppublications/tarekan\\_2018.pdf](https://www.cba.am/AM/ppublications/tarekan_2018.pdf)
25. <http://www.banki.ru/news/lenta/?id=2790137>
26. <https://www.cba.am/am/sitepages/achfinancialbankingsystem.aspx>
27. [https://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/donets\\_04\\_17.pdf](https://www.cbr.ru/publ/MoneyAndCredit/donets_04_17.pdf)
28. [https://www.cba.am/RU/ppublications/fin\\_stab\\_l\\_16\\_rus.pdf](https://www.cba.am/RU/ppublications/fin_stab_l_16_rus.pdf)
29. <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>
30. [https://www.cba.am/AM/ppublications/fin\\_stab\\_10\\_1.pdf](https://www.cba.am/AM/ppublications/fin_stab_10_1.pdf)
31. [https://www.cba.am/AM/ppublications/fin\\_stab\\_18.pdf](https://www.cba.am/AM/ppublications/fin_stab_18.pdf)
32. [https://www.cba.am/RU/ppublications/fin\\_stab\\_l\\_16\\_rus.pdf](https://www.cba.am/RU/ppublications/fin_stab_l_16_rus.pdf)
33. <http://www.armstat.am/file/doc/99504413.pdf>
34. [http://www.armstat.am/file/article/finansner\\_2017\\_3.pdf](http://www.armstat.am/file/article/finansner_2017_3.pdf),  
[http://www.armstat.am/file/article/hah\\_17\\_2.pdf](http://www.armstat.am/file/article/hah_17_2.pdf)
35. [www.cba.am/am/SitePages/Search.aspx?k=%D5%B9%D5%A1%D5%B7%D5%AD%D5%A1%D5%BF%D5%B8%D5%B2%20%D5%BE%D5%A1%D6%80%D5%AF%D5%A5%D6%80](http://www.cba.am/am/SitePages/Search.aspx?k=%D5%B9%D5%A1%D5%B7%D5%AD%D5%A1%D5%BF%D5%B8%D5%B2%20%D5%BE%D5%A1%D6%80%D5%AF%D5%A5%D6%80)
36. <http://www.armstat.am/file/doc/99506313.pdf>

**КНАРИК ВАРДАНЯН**

*Доцент кафедры макроэкономики АГЭУ,  
кандидат экономических наук*

**ԳԱՅԱՆԷ ԱՎԱԿՅԱՆ**

*Доцент кафедры макроэкономики АГЭУ,  
кандидат экономических наук*

***Основные причины разрыва финансового и реального секторов экономики и их проявления в Республике Армения.***

– Степень интеграции финансового и реального секторов экономики Армении слаба, что проявляется низкой эффективностью денежно-кредитной политики, усилением хронической сверхликвидности банковской системы и малоразвитостью рынка корпоративных ценных бумаг. Факторы, лежащие в основе разрыва финансового и реального секторов экономики, делают жесткими тарифы финансовых услуг по отношению к спросу, что в краткосрочной перспективе приводит к отклонению последних от сбалансированного уровня. В результате финансовый сектор поздно реагирует на изменения в реальном секторе, и возникает хронический профицит предложения финансовых услуг. Классифицируя факторы, лежащие в основе разрыва финансового и реального секторов экономики в структурные, общие экономические и исходящие от финансового сектора группы, в статье выявляется сущность разрыва финансового и реального секторов экономики РА и представляются их возможные проявления.

**Ключевые слова:** *реальный сектор, финансовый сектор, финансовая система, банковская система, основные причины разрыва, структурные факторы, общие экономические факторы, факторы, производные от финансового сектора, взаимодействие, финансовые активы, кредиты, ВВП, экономический рост.*

JEL: F4, F40, G0

**QNARIK VARDANYAN**

*Associate Professor at the Chair of  
Macroeconomics at ASUE, PhD in Economics*

**GAYANE AVAGYAN**

*Associate Professor at the Chair of  
Macroeconomics at ASUE, PhD in Economics*

***Fundamental Reasons and Manifestations of the Breakdown of Real and Financial Sectors in the Republic of Armenia.***

– The level of integration of the financial and real sectors in the economy of the RA is low, which is demonstrated by the low effectiveness of monetary policy, chronically exuberant banking system and the unformulated corporate securities market.



The underlying factors in the breakdown of the two sectors of the economy make the tariffs of financial services more resistant to the demand, which results in the deviation from the balanced level in the short run. As a result, the financial sector has a delayed reaction to the changes of real sector and chronic surplus of financial services. The article describes the nature of the breakdown between the real and financial sectors of Armenia's economy and its possible manifestations by classifying the factors underlying the breakdown of the financial and real sectors of the economy in the structural, general economic and financial sectors

**Key words:** *real sector, financial sector, financial structure, banking system, basic reasons of breakdown, structural factors, main economic factors, interaction, loans, GDP, economic growth.*  
JEL: F4, F40, G0