

**РОССИЙСКО-АРМЯНСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ**

А.Г. БАГРАТЯН, Г.А. БАГРАТЯН

**ПУТИ РАЗВИТИЯ
ЭФФЕКТИВНОЙ СТРУКТУРЫ
СИСТЕМЫ ФИНАНСОВОГО
ПОСРЕДНИЧЕСТВА В РА**

Ереван
Издательство РАУ
2017

ՀԱՅ-ՌՈՒՄԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

Ա.Հ. ԲԱԳՐԱՏՅԱՆ, Հ.Ա ԲԱԳՐԱՏՅԱՆ

ՀՀ -ՌՈՒՄ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ
ՄԻՋՆՈՐԴՈՒԹՅԱՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳԻ
ԱՐԴՅՈՒՆԱՎԵՏ ԿԱՌՈՒՑՎԱԾՔԻ
ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ

Երևան
ՀՌՀ հրատարակչություն
2017

УДК 336.71
ББК 65.262
Б 146

Печатается по решению Ученого и Редакционно-издательского
советов Российско-Армянского университета

Ответственный редактор: д.э.н., профессор Э.М. Сандоян
Рецензенты: д.э.н., профессор А.Х. Маркосян
д.э.н., доцент С.В. Мищенко (зав. кафедрой финансов и кредита
Университета банковского дела, Киев, Украина)

Б 146 Пути развития эффективной структуры системы
финансового посредничества в РА. А.Г. Багратян,
Г.А. Багратян. Ер.: Изд-во РАУ, 2017. 244 с.

В книге рассматриваются вопросы взаимосвязи между уровнями развития экономики и структуры системы финансового посредничества, исследуется эволюция этой взаимосвязи, возможные пути повышения ее влияния на ускорение экономического роста страны.

Обширный материал по сравнительному анализу различных стран по развитию финансового посредничества позволяет оценивать уровень развитости системы в Республике Армения, предопределить основные задачи по дальнейшему развитию ее структуры.

Книга предназначена для студентов, аспирантов, преподавателей и специалистов системы финансового посредничества.

УДК 336.71
ББК 65.262

ISBN 978-9939-67-172-7

© Издательство РАУ, 2017

СОДЕРЖАНИЕ

Перечень условных обозначений	6
ПРЕДИСЛОВИЕ	10
ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИССЛЕДОВАНИЯ ВЗАИМОСВЯЗИ МЕЖДУ СТРУКТУРОЙ СИСТЕМЫ ФИНАНСОВОГО ПОСРЕДНИЧЕСТВА И РАЗВИТИЕМ ЭКОНОМИКИ	17
1.1. Совокупность институтов финансового посредничества и их динамика в условиях глобализации	17
1.2. Эволюция структуры современной системы финансового посредничества в развитых странах Запада и в России	45
1.3. Влияние системы финансового посредничества на глобальный экономический рост, государственная политика развития финансовой системы	68
ГЛАВА 2. СИСТЕМА ФИНАНСОВОГО ПОСРЕДНИЧЕСТВА РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ	88
2.1. Финансовая система в структуре ВВП на постсоветском пространстве	88
2.2. Оценка структуры системы финансового посредничества Республики Армения, постсоветских стран и США	111
2.3. Проблемы макроэкономического регулирования и надзора системы финансового посредничества в Армении	131
ГЛАВА 3. ФОРМИРОВАНИЕ ДИНАМИЧНОЙ СТРУКТУРЫ ФИНАНСОВОГО ПОСРЕДНИЧЕСТВА В АРМЕНИИ И ПОВЫШЕНИЕ ЕЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ	146
3.1. Основные тенденции развития финансовой системы в глобальной экономике	146
3.2. Модель эффективной системы финансового посредничества и основные мероприятия ее строительства	169
Выводы и рекомендации	192
Список использованных источников	205
Приложения	224

ПЕРЕЧЕНЬ УСЛОВНЫХ ОБОЗНАЧЕНИЙ

АСФА – арендная стоимость финансовых активов;
АФР – агенты фондового рынка;
БСА – банковская система Армении;
БКБН – Базельский комитет по банковскому надзору;
ВБ – Всемирный Банк;
ВВП – валовый внутренний продукт;
ВНП – валовый национальный продукт;
ВС – Верховный Совет;
ВТО – Всемирная торговая организация;
ВФДР – Взаимные фонды денежного рынка;
ГДО – государственные долгосрочные облигации;
ГКО – государственные краткосрочные облигации;
ГСКО – государственные среднесрочные купонные облигации;
ГСО – государственные среднесрочные облигации;
ДКП – денежно-кредитная политика;
ДТМ – денежные трансферты мигрантов;
ЕАЭС – евразийский экономический союз;
ИБ – инвестиционные банки;
ИИ – иностранные инвестиции;
ИФ – инвестиционные фонды;
КАЭВД – классификатор Армении по видам экономической деятельности;
КБ – коммерческие банки;

КО – кредитные организации;
КП – кредитный портфель;
КС – кредитный союз;
КС РА – Конституционный суд Республики Армения;
КУ – кредитные учреждения;
КЦБ РА – Комиссия ценных бумаг Республики Армения;
ОМС – обязательное медицинское страхование;
ОНПС – обязательная накопительная пенсионная система;
МБР – международный банк расчетов;
МВФ – Международный валютный фонд;
МСБ – малый и средний бизнес;
МФ – Министерство финансов;
МФ РА – Министерство финансов Республики Армения;
НБ – Национальный банк;
НДС – налог на добавленную стоимость;
НКР – Нагорно-Карабахская Республика;
НПФ – негосударственный пенсионный фонд;
НС РА – Национальное собрание Республики Армения;
ОН – органы надзора;
ОАО – открытое акционерное общество;
ООО – общество с ограниченной ответственностью;
ОСАГО – обязательное страхование Авто-гражданской ответственности;
ОЭСР – Организация экономического сотрудничества и развития;
ПИИ – прямые иностранные инвестиции;
ПИФ – паевой инвестиционный фонд;

ПФ – пенсионный фонд;
ПФ РФ – пенсионный фонд Российской Федерации;
РА – Республика Армения;
РФ – Российская Федерация;
РБ – Республика Беларусь;
СНГ – Содружество независимых государств;
СНК – свопы по неоплаченным кредитам;
СО – страховые организации;
СПРСК – специальная программа регулирования структуры кредитования;
СЭНР – система экономических нормативов регулирования;
ФГВ – фонд гарантирования вкладов;
ФГКВ – фонд гарантирования компенсации вкладов;
ФГВУФП – фонд гарантирования вкладов участников финансового посредничества;
ФГВФЛ – фонд гарантирования вкладов физических лиц;
ФКСД – федеральная корпорация страхования депозитов (США);
ФРС – федеральная резервная система США;
ЦБ – Центральный Банк;
ЦБ РА – центральный банк Республики Армения;
ЭЕДБ – экономические единицы с дефицитным бюджетом (значительные отдельные домашние хозяйства);
ЭЕПБ – экономические единицы с профицитным бюджетом (большая часть домашних хозяйств, некоторая часть фирм и компаний);

ԱՊՊԱ – ավտոմեքենաների պարտադիր պետական
ապահովագրություն;
ՀՀ ԱԺ – Հայաստանի Հանրապետության Ազգային
Ժողով;
CAPM – Capital Assets Pricing Model;
EMBI – Emerging Markets Bond Index;
EMH – Efficient Markets Hypothesis;
EMPEF – Emerging Market Private External Financing
(Bonds, Equities and Loans);
ERISA – Employee Retirement Insurance Security Act;
EAD – Exposure at Default (общая абсолютная величина
потенциальных потерь по кредиту или иному продукту);
FCB – Farm Credit Bank;
Fannie Mae – Federal National Mortgage Association;
FHA – Federal Housing Administration;
FHLB – Federal Home Loan Banks;
Freddie Mac – Federal Home Loan Mortgage Corporation;
Ginnie Mae – Government National Mortgage Association;
GPIF – Government Pension Investment Fund (Japan);
MSCI – Global Equity Indexes;
NCSSF – National Council for Social Security Fund
PNGED – Public Nonguaranteed External Debt;
PPGED – Public and Publicly Guaranteed External Debt;
QE – Quantitative Easing – количественное смягчение.

ПРЕДИСЛОВИЕ

Экономический кризис 2008–2009гг., наличие публичного долга 2010–2012гг., состояние Еврозоны 2011–2013гг. и рецессионное состояние экономик многих стран мира за последние годы во многом обусловлены финансовыми факторами. За прошедшую четверть века произошел стремительный рост сектора финансовых услуг. Так, суммы всех активов банков и инвестиционных фондов, страховых организаций и компаний, величина фондового рынка, рынок иных ценных бумаг в настоящее время превышают ВВП в несколько раз ВВП среднеразвитых и высокоразвитых стран. В среднем, составляющие финансового рынка за последние 25 лет выросли в 3–5 раз быстрее, чем остальные показатели экономики.

В США, к примеру, с конца XX века совокупные активы коммерческих банков сравнивались с совокупными активами инвестиционных фондов и превзошли уровень производства ВВП. Активы финансовой системы в данной стране в 1995г. составляли 144,7% от ВВП, в 2000г. – 189,1, в 2005г. – 225,3%, а в 2011г. – 404,5%. Армения в этом контексте не является исключением. В Армении за 2000–2013гг. кредитные вложения (банки и кредитные

учреждения) к ВВП выросли с 11.5% до 46,0%¹, а активы банков к ВВП достигли 68.9%². В 2014г. значение последнего показателя выросло до уровня 70.3%³. При этом темпы роста банковской активности в 7–8 раз превосходили темпы роста основных макроэкономических показателей. По сути дела, банковская отрасль очень быстро, как это имело место на Западе и в России, стала ведущей отраслью экономики нашей страны. Другие же отрасли финансового посредничества также росли быстрыми темпами. Впрочем, по состоянию на 31 декабря 2013г., Армения преимущественно оставалась страной с более или менее развитой банковской системой, но в то же время страной, резко отстающей от среднемировых показателей по уровню развития других, небанковских отраслей системы финансового посредничества. В целом, на долю банковской системы страны приходится 89,5% всех активов финансовой системы⁴.

Наряду с этим, неоспоримы преимущества финансовой сферы по сравнению с другими сферами экономики: отсутствие всеобъемлющих механизмов регулирования рынка ценных бумаг, наименьшее государственное вмешательство в этом секторе экономики и, следовательно, большая автономность сферы; меньшая ответственность;

¹ Источник: официальный сайт Всемирного Банка, <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS?page=2>

²Источник: официальный сайт ЦБ РА, www.cba.am.

³ <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>

⁴ Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական Բանկ: Տարեկան հաշվետվություն, 2013, էջ 25:

высокая мотивация; высокая мобильность. Если 40 лет тому назад понятие «финансовая экономическая теория» охватывало круг вопросов, касавшихся профессионального бизнеса, то сегодня это – логически стройная область прикладной экономики⁵. Финансы – самая популярная экономическая теория наших дней. В условиях все возрастающей ограниченности ресурсов финансовый сектор никак не мог компенсировать относительно возрастающую дефицитность ресурсной обеспеченности реального сектора экономики. На долю практически не изменяющегося (или изменяющегося медленно) объема реальной экономики приходился безудержно растущий объем финансовых сделок. Образовался разрыв. Предпринятые в международной практике меры по урегулированию финансовой сферы не смогли противостоять надвигающейся угрозе кризиса. Более того, многие из этих мер утверждались, следуя логике ускоренного развития финансовых услуг, и, в действительности, больше способствовали образованию отмеченного разрыва.

К началу XXI столетия грань между коммерческими и инвестиционными банками стала стираться. Этому способствовало решение ФРС 1999г. Закон Гласса-Стигалла 1933г. подвергся «эрозии», банковское законодательство становилось все более либеральным, банки начали широко инвестировать средства в ценные бумаги и в реальный

⁵ Финансы / Под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгейта, П. Ньюмена. Пер. с англ. Научный редактор академик РАН Р.М. Энтов. М.: Изд-во ГУ ВШЭ, 2007, с.хi.

сектор экономики. За 2000–2008гг. в мире СНГ выросли в 180 раз: с 0,3 трлн. долларов до 60 трлн. долларов⁶. Системы «Базель-II» и «Базель-III» практически узаконили активную предпринимательскую деятельность банков и финансовых структур. Последние, тем самым, перестали быть просто агентами финансового посредничества, начали активно заниматься предпринимательством в реальном секторе экономики.

В подобных условиях возникают новые требования к управлению финансовой системой, услугами финансового посредничества и его структурой. В частности, какими должны быть объемы этой сферы и какова ее оптимальная структура при данном объеме ресурсов с точки зрения требований роста экономики и повышения отдачи вовлекаемых ресурсов? Как сделать так, чтобы финансовыми агентами экономики, а именно: банками (КБ), кредитными учреждениями (КУ), кредитными организациями (КО), инвестиционными фондами (ИФ), пенсионными фондами (ПФ), страховыми организациями (СО), агентами фондового рынка (АФР) – были бы выбраны стратегические, долговременные и перспективные инвестиционные направления? Как повысить эффективность их деятельности, не допуская чрезмерного разбухания, многократного и ненужного повторения финансовых операций? Как сориентировать этих агентов на стратегические направления развития экономики страны и в то же время максимально реализовывать их пред-

⁶ The Economist, November 8th–14th, 2008. С. 14.

принимательскую энергию? Как сделать так, чтобы интересы и стимулы развития реального сектора экономики не были бы проигнорированы финансовой системой?

После кризиса 2008–2009гг. стало ясно: агентам финансовой сферы нужна большая операционная свобода, а органам надзора (в настоящее время в РА основные функции финансового надзора сконцентрированы в ЦБ) – более эффективная система контроля за деятельностью агентов. В частности, усиление контроля со стороны ЦБ или иных органов надзора должно быть сопровождено одновременным усилением «самонадзора» финансовых агентов. Тем самым, в финансовой сфере возникнут новые подходы регулирования деятельности агентов, – некая система партнерства между ними и государственными органами регулирования и надзора.

Проблемы становления эффективной структуры системы финансового посредничества привлекали многих известных зарубежных экономистов современности: А. Акерлоф, Б. Бернанке, Д. Блэкуэлл, Т. Гейтнер, А. Гринспен, Дж. Герли, М. Драги, Дж. Итуэлл, Д. Кидуэлл, Г. Коннор, Р. Левин, П-К. Падоан, Р. Петерсон, Г. Полсон, П. Прат, Э. Роде, С. Росс, Л. Саммерс, Джо Селби, М. Спенс, Дж. Стиглиц, Дж. Тобин, Дж. Тойнби, Ж-К. Трише, Ф. Фабоци, С. Фишер, М. Фридман, С. Фрост, Н. Хаканссон, Ю. Штарк, Э. Шоу и другие. Эти авторы широко развили теорию консервативного, централизованного управления финансовой и банковской сферами в условиях свободной конкуренции, выработали на-

циональные и международные основы современного финансового регулирования и надзора. Несмотря на то, что между ними есть колоссальная разница, в своем большинстве они ратуют за свободную, либеральную экономику (в отношении реального сектора) и проповедают систему универсального, централизованного регулирования и надзора над финансами.

За последние 20 лет в Российской Федерации сформировалась собственная научная экономическая школа по управлению институтами финансового посредничества. Труды представителей этой школы, наряду с работами российских макроэкономистов, а также финансовых и банковских специалистов досоветских времен, были направлены на гармоничное включение страны в мировую финансовую систему и выработку национальных основ регулирования и надзора. Нередко российские ученые выработывали целостные концепции альтернативного развития, в том числе предлагая оригинальные подходы в организации системы финансового посредничества. Из российских ученых следует отметить А.Г. Братко, С.С. Дзарасова, С.М. Дробышевского, Ю.С. Голенкову, Р.С. Гринберга, Е.Ф. Жукова, О.И. Лаврушина, П.А. Кадочникова, А.Л. Кудрина, И.И. Левичеву, Л.А. Московкину, В.П. Полякова, А.Ю. Симановского, Д.Е. Сорокина, Г.А. Тосуняна, А.В. Улюкаева, В.М. Усоскина, М.А. Хакленкову, Е.Б. Ширинскую, Л.Н. Яснопольского и других.

Становление армянской школы финансистов началось в апреле 1993г. с принятием первого Закона о Цент-

ральном банке. Впоследствии были приняты законы о Центральном банке (1996г.)⁷, о банках и банковской деятельности (1996г.), о банковской тайне (1996г.), о рынке ценных бумаг (2000г.), о кредитных учреждениях (2002г.)⁸, о страховании и страховой деятельности (2007г.)⁹, об обязательном страховании автотранспортных средств (2010г.)¹⁰, об инвестиционных фондах (2010г.)¹¹, о накопительных пенсиях (2010г.)¹² и т.д. Вместе с этим труды таких армянских ученых о финансовой системе, как А.А. Багратяна, А.Р. Дарбиняна, Г.А. Багратяна, А. Балабаняна, Д. Григоряна, К. Ирадяна, А.Х. Маркосяна, Д. Саакяна, Э.М. Сандояна, А.М. Суваряна и других – на данный момент создали также определенную научную базу, где, наряду с общетеоретическими вопросами, рассматривается также армянская специфика становления и развития финансовой системы и ее структуры.

⁷ <http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=1858&lang=arm>

⁸ Բանկային տեղեկագիր, Եր., 2006, № 1, էջ 6–381:

⁹ <http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=3012&lang=rus>

¹⁰ <http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=3825&lang=arm>

¹¹ <http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=4040&lang=arm>

¹² <http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=4055&lang=arm>

ГЛАВА I

ТЕОРЕТИКО-МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ИССЛЕДОВАНИЯ ВЗАИМОСВЯЗИ МЕЖДУ СТРУКТУРОЙ СИСТЕМЫ ФИНАНСОВОГО ПОСРЕДНИЧЕСТВА И РАЗВИТИЕМ ЭКОНОМИКИ

1.1. Совокупность институтов финансового посредничества и их динамика в условиях глобализации

Финансовая система, как правило, представляет собой совокупность финансовых рынков и государственную систему финансов (налоговая система, государственный бюджет, ДКП, система государственных финансовых трансфертов и т.д.).

Принято считать, что, в свою очередь, финансовые рынки представляют собой совокупность денежного рынка, а также рынков ценных бумаг и капитала. Четкое разделение этих институтов практически невозможно. Тем не менее, доминирует мнение о том, что «денежные рынки» – это такие финансовые рынки, на которых краткосрочные обязательства обмениваются на внешние деньги,

а термин «рынок капитала» охватывает как финансовые рынки, так и рынки, на которых ведутся операции с «реальным»¹³ имуществом.

Все составляющие (части) финансовой системы обладают определенным сходством: в финансовых операциях существует повышенный, по сравнению с нефинансовыми агентами бизнеса, риск, который, естественно, компенсируется дополнительной премией (дополнительным бонусом)¹⁴. В экономической теории это явление было описано моделями формирования цен на капитальные активы в пространстве (CAPM, средняя дисперсия), межвременными моделями¹⁵ и арбитражной теорией ценообразования¹⁶.

Как нам представляется, финансовая система является подсистемой экономики и призвана обеспечивать (1) денежный оборот движения товаров и услуг, (2) перераспределение средств и (3) трансформацию финансовых

¹³ *Тобин Дж.* Финансовые посредники, в кн.: *Финансы / Под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгейта, П. Ньюмена.* Пер. с англ. Научный редактор академик РАН Р.М. Энтов. М.: Изд-во ГУ ВШЭ, 2007. С. 62.

¹⁴ Это свойство «финансовой» экономики отмечали еще Хикс (Hicks, J.R. 1946. *Value and Capital.* 2nd edn, London: Oxford University press), Марковиц (Markowitz, H.M. 1959. *Portfolio selection: efficient diversification of investments.* New York: Wiley) и Тобин (Tobin, J. 1958. *Liquidity preference as behavior towards risk.* *Review of economic studies* 25, February, 65–86).

¹⁵ См.: *Merton R.C.* 1973b. *Theory of rational option pricing.* *Bell Journal of Economics and management science* 4 (1), Spring, 141–83.

¹⁶ *Ross S.A.* 1976a. *Return, risk and arbitrage.* In *risk and return in finance*, ed. I.Friend and J.Bicksler, Cambridge, Mass.: Ballinger.

активов. Наше исследование направлено на выявление сути последней, третьей составляющей финансовой системы – финансового посредничества по трансформации активов.

В самом общем виде, финансовые посредники – это предприятия, осуществляющие куплю-продажу финансовых активов. Тем самым, финансовые посредники – это главные участники организованных финансовых рынков¹⁷. Финансовый бизнес, в отличие от обычного, и финансовый рынок, в отличие от организованного (материального, нефинансового) рынка, – отрасли неценовой конкуренции, где важное значение имеют качество и характер предлагаемых услуг (очень часто они дифференцированы и конкретизированы по потребителям), традиции взаимодействия с клиентами. Исторический опыт показал, что неценовые факторы быстро монополизируются или олигополизируются. Экономическая теория исходит из предположения, согласно которому, финансовые операции представляют собой эпифеномены, которые образуют «вуаль», скрывающую от поверхностного наблюдателя внутреннее содержание реальных процессов. Теорема Модильяни-Миллера подразумевала, что стоимость

¹⁷ *Тобин Дж.* Финансовые посредники, в кн.: *Финансы* / Под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгейта, П. Ньюмена. Пер. с англ. Научный редактор академик РАН Р.М. Энтов. М.: Изд-во ГУ ВШЭ, 2007. С. 64.

финансовых активов в точности равна стоимости тех внешних активов, в отношении которых предъявляют требования владельцы финансовых активов¹⁸. Однако современная экономика полностью опровергла эти предположения: финансовая экономика не только обслуживает реальную экономику, но и обладает также свойствами самовозрастания и самогенерации. При дальнейшем анализе мы убедимся в том, что по масштабам и прибылям финансовая экономика стала существенно опережать нефинансовые корпорации¹⁹.

Финансовое посредничество является сферой деятельности агентов финансовой системы. По мнению некоторых экономистов, посредством финансовой системы осуществляется перевод покупательной способности от экономических единиц с профицитным бюджетом (или с профицитными финансами – А.Б.) к экономическим единицам с дефицитным бюджетом. При этом, финансовые посредники преобразуют финансовые требования таким

¹⁸ *Тобин Дж.* Финансовые посредники, в кн.: *Финансы / Под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгейта, П. Ньюмена.* Пер. с англ. Научный редактор академик РАН Р.М. Энгов. М.: Изд-во ГУ ВШЭ, 2007. С. 67; Modigliani, F. and Miller, M.N. 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American economic review* 48 (3), June, PP. 261–97.

¹⁹ Здесь, скорее, более правомерным оказался Й. Шумпетер, который называл банкиров «привратниками» (Schumpeter, J.A. 1911. *The theory of economic development.* Cambridge, Mass.: Harvard university press, 1934. PP. 72–74).

образом, что те становятся более привлекательными для конечного инвестора. Процесс покупки прямых требований экономических единиц с дефицитом средств, и их преобразование (трансформация) в непрямые требования, и является финансовым посредничеством²⁰. При этом, перевод средств от предприятий с положительным бюджетом в предприятия с отрицательным бюджетом осуществляется посредством (1) прямого или (2) непрямого финансирования²¹.

Это чрезмерно классическое и честное определение. В наши дни все стремительно меняется. Развитие финансовой системы в мире за последние полтора десятилетия во многом опровергло приведенную выше точку зрения. Во-первых, к началу XX столетия и за первые его 15 лет финансовое посредничество было связано не только с преобразованием требований. Во-вторых, для того чтобы ссужать деньгами необязательно иметь профицит в балансе финансовых потоков (в бюджете). А для того чтобы их заимствовать – необязательно наличие дефицита средств. Наглядным примером являются США и американские компании, у которых есть наибольший дефицит

²⁰ Кидуэлл Дэвид С., Петерсон Ричард Л., Блэкуэлл Дэвид У. Финансовые институты, рынки и деньги. С-Пб: Изд-во «Питер», 2000. СС. 41–44.

²¹ Кидуэлл Дэвид С., Петерсон Ричард Л., Блэкуэлл Дэвид У. Финансовые институты, рынки и деньги. С-Пб: Изд-во «Питер», 2000. С. 59.

среди стран-ОЭСР, но именно они занимаются масштабными проектами посредничества.

Д. Блэкуэлл, Д. Кидуэлл, Р. Петерсон под финансовым посредничеством понимают такую деятельность фирм, при которой ЭЕПБ покупают финансовые требования ЭЕДБ²². С таким подходом можно было бы согласиться вполне, если не одно очень важное обстоятельство: кто же определяет фирму с профицитным и фирму с дефицитным бюджетами? Некоторые государства сами искусственно создают дефицит или профицит финансовых средств (например, бюджета). Вскоре результаты таких решений сказываются на деятельности финансовых посредников, усиливая их дефицитность или профицитность.

Финансовое посредничество Р. Левин идентифицирует способностью данной подсистемы экономических отношений снижать риски, мобилизовать сбережения, повышать информированность хозяйствующих субъектов, стимулировать процессы обмена и т.д.²³. По мнению А. Дарбиняна и Э. Сандояна, финансовое посредничество – это работа по следующим четырем направлениям: владение информацией, сглаживание потребления, делегирование мониторинга за инвестициями и позиционирование в

²² Кидуэлл Дэвид С., Петерсон Ричард Л., Блэкуэлл Дэвид У. Финансовые институты, рынки и деньги. С-Пб: Изд-во «Питер», 2000. С. 45.

²³ Levine R., Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature, 35: 688–726. 1997.

качестве «пула ликвидности» или «коалиции вкладчиков»²⁴.

По мнению других ученых (Помогаева Е.А.), финансовое посредничество – это совместная деятельность совокупности финансовых институтов по обеспечению непрерывности движения капитала между экономическими субъектами, реализуемая через двойной обмен долговыми требованиями и обязательствами²⁵. С такой дефиницией мы не видим проблем, кроме того, что она является чрезмерно общей.

По нашему мнению, системой финансового посредничества в смысле профессиональных субъектов²⁶ следует признать совокупность институтов неценовой конкуренции, призванных трансформировать одни виды требований в другие, одни виды активов в другие (например, внешние активы во внутренние), потенциальные доходы будущего в фактические расходы настоящего, относительные временные финансовые излишки у одних пред-

²⁴ Дарбинян А.Р., Сандоян Э.М. Институты финансового посредничества в современной экономике. ISSN 2074-5370. Бюлетень Міжнародного Нобелівського економічного форуму. 2010. № 1 (3). Т. 1. СС. 91–93 (<https://app.box.com/shared/01xhfgq54t>).

²⁵ Помогаева Е.А. Банк в системе финансового посредничества, Автореферат диссертации на соискание ученой степени к.э.н., С-Пб, 2008. (<http://economy-lib.com/bank-v-sisteme-finansovogo-posrednichestva>).

²⁶ Под профессиональными субъектами здесь и далее мы будем понимать негосударственные структуры системы финансового посредничества.

принимателей в реальные деньги других. Время финансового посредничества пришло: оно выпало на долю второй половины XX столетия и на начало XXI. Развитие финансовой системы превзошло все ожидания. Поэтому «свежие» еще вчера утверждения о сути современной системы финансового посредничества оказываются устаревшими или недостаточными.

Обычно в числе инструментов финансового посредничества следует рассматривать такие, как: депозит, кредит, сеньораж (эмиссионный доход), обмен валюты, акции, облигации, опционы, ипотека, рынки производных финансовых инструментов (фьючерсы, форварды, опционы), предоставление гарантии и поручительства, страховые контракты (полисы, премии, выплаты), паи, финансовый лизинг и факторинг, ломбарды. А институтами финансового посредничества являются банки, казначейства, международные финансовые институты, страховые компании, взаимные и инвестиционные фонды, фондовые рынки, фонды хеджирования, другие фонды производных финансов и т.д. В последнее время в качестве обособившегося вида финансовых услуг серьезно анализируются денежные переводы трудовых мигрантов (ДТМ), достигших 534 млрд. долларов в 2012г²⁷. Не всегда, но чаще

²⁷ *Гайдуцкий А.П.* Банки и миграционный капитал. К.: ООО «Информационные системы», 2013. С. 39. По данным ВБ эти переводы в

всего после перевода эти средства также трансформируются из одних видов активов в другие. По данным ВБ, денежные переводы практически достигают уровня 50% от ПИИ в мире и составляют около 0.5% мирового ВВП²⁸, а численность мигрантов за последние 5 лет составляет уже 213 млн. чел.²⁹ Поэтому, на наш взгляд, ДТМ в наше время также стали инструментом финансового посредничества.

До последнего времени было принято представлять суть финансового посредничества через систему услуг, оказываемых финансовыми посредниками (дробление суммы займа; перевод одной национальной валюты в другую; установление гибкой системы сроков погашения; диверсификация риска неплатежа; обеспечение неликвидности³⁰). При этом, отмечались такие типы финансовых посредников: (1) учреждения депозитного типа (коммерческие банки, сберегательные институты³¹, кредитные союзы); (2) сберегательные учреждения, действующие на

2012г. составляли 472.5 млрд. и лишь в 2014г. превзошли рубеж в 500 млрд. долларов, достигнув уровня в 510.9 млрд. долларов (<http://data.worldbank.org/indicator/BX.TRF.PWKR.CD.DT>).

²⁸ <http://search.worldbank.org/data?qterm=Remittances&language=EN&format=>

²⁹ <http://data.worldbank.org/indicator/SM.POP.TOTL>

³⁰ Кидуэлл Д.С., Петерсон Р.Л., Блэкуэлл Д.У. Финансовые институты, рынки и деньги. С-Пб: Изд-во «Питер», 2000. СС. 46–47.

³¹ Имеются в виду ссудносберегательные ассоциации и взаимные сберегательные банки – мобилизующие (берущие в долг) маленькие суммы.

договорной основе (компании, занимающиеся страхованием жизни; компании, занимающиеся страхованием от несчастных случаев; пенсионные фонды); (3) инвестиционные фонды (паевые-взаимные фонды; паевые-взаимные фонды денежного рынка) и (4) ряд других типов финансовых посредников (финансовые компании по потребительским, деловым и торговым кредитам; государственные финансовые учреждения и агентства³², институты производных финансовых инструментов или деривативов)³³. К этому списку, без сомнения, следовало бы добавить страховых брокеров и агентов, валютных дилеров, ломбарды и обменные пункты, платежно-расчетные организации. Перечень видов услуг за последние 20 лет сильно изменился (в числе новинок можно перечислить фонды хеджирования, управление богатством, страхование природных ресурсов и т.д.). В связи с этим, очевидна некоторая путаница в систематизации видов и типов услуг.

Например, у Ф. Фабоцци мы находим следующую систему структуризации институтов финансового посредничества: он всю гамму финансовых институтов разделяет на 2 лагеря. Первый лагерь он называет «финансовы-

³² Чаще всего эти учреждения создаются по финансированию сельского хозяйства и жилищного строительства (например, Farm Credit Bank или Fannie Mae – federal national mortgage association в США).

³³ Кидуэлл Дэвид С., Петерсон Ричард Л., Блэкуэлл Дэвид У. Финансовые институты, рынки и деньги. С-Пб: Изд-во «Питер», 2000. СС. 46–55, 283.

ми институтами», и в т.ч. подразделяет их на (1) страховые компании, (2) депозитарные организации (банки, сберегательные учреждения и т.д.) и (3) инвестиционные компании. Во втором лагере он отмечает нефинансовые институты: накопительные фонды, сбережения нефинансовых корпораций и т.д.³⁴.

Конечно, каждый исследователь вправе сам определиться касательно методологии исследования. Но в случае с институтами финансового посредничества есть одно важное обстоятельство: нельзя не заметить, что часть этих институтов связана с процессами накопления средств, вторая часть больше обусловлена трансформацией этих накопленных средств в сбережения, третья сбережения превращает в инвестиции, и, наконец, самая последняя часть трансформирует инвестиции в доходы. Есть также институты финансового посредничества, которые просто одни виды активов превращают в другие виды и, наиболее «модные» из них, доходы будущих времен превращают в расходы настоящего времени. При этом, на наш взгляд, очень важно при структуризации и оценке финансовой системы избежать перекрестного (двойного, тройного и т.д.) учета. Очень часто, иногда на уровне авторитетных международных финансовых организаций, при оценке совокупных активов или финансо-

³⁴ *Фабоцци Ф.* Управление инвестициями: Пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 2000. 932 с. (С. 6).

вых рынков, имеет место механическое суммирование соответствующих активов. Например, МВФ в 2011г. рынки капиталов оценивались суммированием величины капитализации фондовых рынков, облигаций публичного и частного долгов и активов банков³⁵. В принципе, можно так поступить. Но существенная часть активов банков привязана к облигациям, а около половины покупок акций³⁶ осуществляется, следовательно, с помощью капитализации фондовых рынков через банковские кредиты.

Схематично основные структурные единицы рынка финансового посредничества представлены на Рисунке 1.1.

Схема построена с учетом того, что к инструментам денежного (а также финансового) рынка предъявляются следующие требования: (1) низкий риск неплатежа; (2) низкий риск колебания их стоимости (или короткий срок платежа); (3) высокая реализуемость и (4) низкие трансакционные издержки³⁷. При этом, процесс вывода вновь выпускаемых финансовых требований со стороны ЭЕДБ называется «первичным размещением».

В связи с этим, мы предлагаем разделить всю совокупность институтов финансового посредничества на 4

³⁵ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfst/2013/01/pdf/statapp.pdf>, Р. 11.

³⁶ Подробнее об этом см. в третьем параграфе настоящей главы исследования.

³⁷ *Кидуэлл Д.С., Петерсон Р.Л., Блэкуэлл Д.У.* Финансовые институты, рынки и деньги. С-Пб: Изд-во «Питер», 2000. С. 67.

группы: структуры, трансформирующие доходы в накопления и сбережения; структуры, трансформирующие сбережения в инвестиции и доходы; структуры, трансформирующие будущие доходы в расходы настоящего времени, и структуры, трансформирующие одни виды активов в другие (Рис. 1.2.). Такой модельный подход к проблеме вносит определенную четкость и логическую последовательность изложения.

По источникам происхождения, методам функционирования и целям кредитования финансовая система, как нам кажется, может быть представлена следующим образом:

- рынок корпоративных ценных бумаг;
- рынок деривативов (в т.ч. хеджирование);
- платежные системы;
- кредитные бюро и рейтинговые агентства;
- пенсионные фонды;
- взаимные фонды и индустрия по управлению активами;



Рис. 1.1. Рынок финансового посредничества и его элементы.

- Рынок государственных ценных бумаг;
- Банковская система;
- Потребительское кредитование (включая кредитные карты, ссуды и ломбарды).

Здесь следовало бы упомянуть также некоторые другие институты финансовой системы. Например, уместно было бы напоминание об денежной системе под контролем правительства (бюджет, гарантии, поручительства) и др. Однако, как отмечалось выше, в работе нами будут исследоваться только институты финансового посредничества и только профессиональных субъектов. В связи с этим, например, государственные финансы не являются объектом нашего исследования. Наряду с этим, важным институтом финансового посредничества в последнее время стали считаться институты хеджирования. Вся

система хеджирования построена на теориях эффективно-го рынка, альтернативных издержек, гипотезе эффективных рынков (ЕМН), двойственных понятий доходности и риска, определении цен на близкие субституты при отсутствии арбитража и т.д.³⁸. Все это приобретает возрастающее значение. В нашей работе, однако, институты хеджирования специально не рассматриваются. Их развитие связано с наличием созревшей системы финансового посредничества.

Институты системы финансового посредничества профессиональных субъектов



Рис. 1.2. Структура институтов финансового посредничества.

³⁸ *Стивен А. Росс.* Финансовая теория, в кн.: Финансы / Под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгейта, П. Ньюмена. Пер. с англ. Научный редактор академик РАН Р.М. Энгов. М.: Изд-во ГУ ВШЭ, 2007. СС. 2–56.

Что касается операций по обмену валюты, по продаже и покупке облигаций, инвестиционно-дилерских контор и т.д., то мы их также не рассматриваем. Валютные операции и отчасти сделки по облигациям являются институтами внешней (формальной по отношению к финансовой системе) трансформации активов и как бы инструментами финансового посредничества – не менее интересны. Таким образом, наше внимание будет полностью уделено таким структурным элементам финансового посредничества, как: банки и кредитные учреждения, пенсионные фонды и страховые компании, взаимные и инвестиционные фонды (банки), промежуточные заемщики и фондовые рынки.

Наличие в стране специализированной системы финансовых посредников позволяет иметь, как нам кажется, трансформацию активов, денег, средств, которые осуществляются более эффективно и быстро. Ведь в этом случае срабатывают: (1) эффект масштаба, (2) экономия средств на трансакции, (3) увеличение быстроты действий и уменьшение вероятности ошибки для клиентов, (4) возможность систематизации событий и прогнозирования действий участников сделки³⁹. Исследования Дж. Тобина показали, что скорость обращения денег, рассчитанная по

³⁹ (1) и (2) см. также: *Кидуэлл Д.С., Петерсон Р.Л., Блэкуэлл Д.У.* Финансовые институты, рынки и деньги. С-Пб: Изд-во «Питер», 2000. С. 46.

ВВП, в экономике США составляет 6–7 раз прироста в год. Но если рассматриваются не только конечные, но и промежуточные операции с товарами и услугами, число оборотов за год может составлять 20 или 30, а в случае с депозитами в банках – даже 500⁴⁰. И здесь основным ускорителем является финансовая система.

Возникает вопрос: что определяет объем и масштабы современной финансовой системы? По мнению Р. Голдсмита, современная финансовая система является «надстройкой» в экономической системе⁴¹. Н. Хаканссон считает, что сутью институтов финансового посредничества является финансовый рынок, который состоит из таких инструментов, как: акции, облигации, опционы и страховые контракты⁴². Как видим, у этого автора кредит или депозит отсутствуют как инструменты финансового рынка.

Представитель парижской школы экономики Т. Пикетти, труд которого вызвал большой интерес в начале 2014г., считает, что влияние финансов на экономический

⁴⁰ *Тобин Дж.* Финансовые посредники, в кн.: Финансы / Под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгейта, П. Ньюмена. Пер. с англ. Научный редактор академик РАН Р.М. Энтов. М.: Изд-во ГУ ВШЭ, 2007. С. 61.

⁴¹ Финансы / Под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгейта, П. Ньюмена. Пер. с англ. Научный редактор академик РАН Р.М. Энтов. М.: Изд-во ГУ ВШЭ, 2007. С. 60.

⁴² *Нильс Х. Хаканссон,* Финансовые рынки, в кн.: Финансы / Под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгейта, П. Ньюмена. Пер. с англ. Научный редактор академик РАН Р.М. Энтов. М.: Изд-во ГУ ВШЭ, 2007. С. 221.

рост носит циклический характер. Так, по его мнению, за 1700–1820гг. возврат на капитал (прибыль) составлял 5.1%, хотя величина глобального роста была тогда на уровне 0.5%. За 1820–1913гг. цифры изменились: соответственно, 5 и 1.5%, за 1913–1950гг. – 5.2% и 1.9%, за 1950–2012гг. 5.3% и 3.8%. Но, по его мнению, за 2013–2100гг. произойдет снижение этих показателей, соответственно, до 4.3% и 1.5%⁴³. Автор считает, что таким образом наступили времена, когда предельная эффективность вложений и финансового посредничества будет падать, как это имело место в позднем Средневековье.

На развитие финансовой системы влияют также требования налогообложения: чем выше развитие финансовых институтов государства, тем больше шансов на относительно низкие налоги⁴⁴.

Подход Р. Голдсмита, возможно, ранее являлся актуальным – 28–30 лет тому назад, когда, например, в США стоимость операций на фондовом рынке составляла 1/3 ВВП⁴⁵. Сегодня (2014г.) капитализация фондового рынка этой страны составляет 151,2% от ВВП, а в мире в

⁴³ *Thomas Piketty*, *Capital in the Twenty-First Century*, Paris 2013. Цит. по: *Revisiting an old argument about the impact of capitalism*, *The Economist*, January 4th–10th, 2014. P. 57.

⁴⁴ *Багратян Г.А.* Мегаэкономика и глобальные экономические проблемы, Ер.: Изд-во РАУ, 2013. С. 190.

⁴⁵ *Финансы* / Под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгейта, П. Ньюмена. Пер. с англ. Научный редактор – академик РАН Р.М. Энтов. М.: Изд-во ГУ ВШЭ, 2007. С. 61.

среднем – 94,6% (пиковое значение – 114.7% в 2007г.)⁴⁶. Многие начинают уже сомневаться – правомерно ли рассматривать финансовую сферу как «надстройку»? В 2011г. США производили лишь 9% товаров и услуг, продаваемых в мире, 22% мирового ВВП (15,09 трлн. долларов из 66.99)⁴⁷ и 65%⁴⁸ всех финансовых услуг. Потери этой страны в мировом экспорте и в производстве мирового ВВП были компенсированы резким усилением ее доли в финансовых услугах. США – единственная страна в мире, для которой снижение доли в мировом экспорте не грозит ослаблением экономического влияния этой страны. Из-за эффективно организованной финансовой сферы в данную страну вот уже 30 лет возвращаются доллары, «ушедшие» из-за отрицательного платежного баланса⁴⁹. Мнение Т. Пикетти представляет серьезный научный интерес, но пока мы являемся свидетелями безудержного роста сферы финансового посредничества во всем мире.

Теперь ответим на такой вопрос: что определяет величину совокупных активов институтов финансового

⁴⁶ <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>

⁴⁷ <http://data.worldbank.org/topic/economic-policy-and-external-debt>

⁴⁸ Багратян Г. Введение в мегаэкономику: теория, методология, практика: монография / Г. Багратян, И. Кравченко. К.: УБД НБУ, 2012. С. 94. Если взять капитальные финансовые активы и игнорировать рынок деривативов, то доля США в мире равна 24.7% .

⁴⁹ Об этом см. также: Багратян Г.А. Мегаэкономика и глобальные экономические проблемы. Ер.: Изд-во РАУ, 2013. С. 210.

посредничества? Как определиться с тем, чтобы более или менее правильно диагностировать: какой уровень финансовых услуг является достаточным на данный (обсуждаемый, рассматриваемый) промежуток времени? Начиная с того, в какой степени дальнейший рост финансовых услуг может навредить развитию реальной экономики? Только за 2007–2013 гг. активы ФРС к ВВП США с 5.5% выросли до уровня 21%, Банка Англии – с 6 до 26% и Банка Японии – с 21 до 45%⁵⁰. Все это порождает необходимость переоценки деятельности институтов финансового посредничества (например, банков⁵¹). Ведь рост любой отрасли означает расширение потребления ресурсов. Следовательно, рост в одном секторе экономики всегда является упущенным ростом в другом секторе. Отсюда, по моему мнению, чрезмерное разбухание системы финансового посредничества всегда в той или иной степени означает приостановку или замедление роста в реальном секторе экономики. Например, строительство жилого дома, конечно же, нужно застраховать и, возможно, перестраховать. Но «перестраховка перестраховки» означает из-

⁵⁰ A creeping ascent, *The Economist*, 21st December 2013–3rd January 2014. P. 99.

⁵¹ *Sandoyan E., Syvaryan A., Sahakyan D.* Rating System as a Banking Performance Regulator in the Conditions of Transition Economy, *Journal Transition studies review*, Volume 12, issue 2. PP. 222–230 (<http://link.springer.com/article/10.1007%2Fs11300-005-0059-7>).

лишний перелив ресурсов в финансовую сферу. Она, скорее, генерирует рост ВВП, но никак не связана с нуждами роста экономики.

По мнению некоторых авторов, пределом роста системы финансового посредничества является субституция внешних активов, а именно: перелив ресурсов из одной сферы экономики в другую будет продолжаться до тех пор, пока во всех сферах не появятся равнозначные возможности экономического роста⁵². Так или иначе, поведение институтов финансового посредничества всегда было непрогнозируемым. Хорошей иллюстрацией сказанного может быть сравнение факта и прогнозов аналитиков по индексу “S&P composite” за 1985–2009гг. Лишь только в 1998г. аналитикам удалось спрогнозировать величину индекса⁵³.

Процесс замены внешних активов (активы, находящиеся вне пределов функционирования того или иного бизнеса) или денег внутренними (деньги «прибывают» в отрасль непосредственного применения) происходит через депозитарные инструменты. Дж. Тобин считает так-

⁵² Тобин Дж. Финансовые посредники, в кн.: Финансы / Под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгейта, П. Ньюмена. Пер. с англ. Научный редактор академик РАН Р. М. Энтов. М.: Изд-во ГУ ВШЭ, 2007. С. 72; Gurley, J.G. and Shaw, E.S. 1969. Money in a theory of finance. Wahsington, DC: Brookings Institution.

⁵³ Goedhart Marc H., Rishi Raj and Abhishek Saxena, Equity analysts: Still to bullish, McKinsey Quarterly, Number 3, 2010. P. 23.

же, что финансовое посредничество позволяет уменьшить товарно-материальные запасы, перераспределяет риски в сторону тех владельцев сбережений, которые больше готовы к этому и, наконец, уменьшает потребность в деньгах путем объединения рисков⁵⁴. Но Тобин, будучи представителем кейнсианской школы, ищет определенное детерминированное объяснение. Монетаристам такой подход не может нравиться. По их мнению, между различными секторами экономики (реальный и финансовый) не стоит искать искусственных различий, каждый из них выполняет свою незаменимую роль в деле расширения потребления⁵⁵. Некоторые авторы пошли дальше: по их мнению, вместо системы национальных счетов необходимо использовать систему интернациональных счетов, в связи с чем предлагают использование показателя агрегированного финансово-экономического результата внутри отдельных стран, а в международном сравнении в расчет предлагают брать только экспортированную добавленную стоимось финансовых компаний⁵⁶.

⁵⁴ Тобин Дж. Финансовые посредники, в кн.: Финансы / Под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгейта, П. Ньюмена. Пер. с англ. Научный редактор академик РАН Р.М. Энгов. М.: Изд-во ГУ ВШЭ, 2007. СС. 72–75.

⁵⁵ Fredman, Milton, *Capitalism and Freedom*, 1962. PP. 40–42, 53–66 (<http://www.pdf-archive.com/2011/12/28/friedman-milton-capitalism-and-freedom/>).

⁵⁶ Bagratyan H. *Mega-economics and global macroeconomic problems* / Hrant Bagratyan, Iryna Kravchenko. K.: UB NBU, 2013. P. 43.

Итак, где же надо искать границы развития совокупной системы финансового посредничества? Постоянны ли эти границы или же они эволюционируют?

По нашему мнению, в вопросе о границах системы финансового посредничества не может быть единого и постоянного мнения. Исторически, на определенный промежуток времени, суть финансовой системы менялась. Например, если еще несколько десятилетий назад банки (основные финансовые посредники на тот период) создавали определенную стоимость финансовых услуг путем аккумуляции сбережений, то в настоящее время соотношение депозитов к кредитам постоянно снижается. Мобилизация «сбережений» происходит также через институты облигаций, эмиссию банкнот, залог недвижимости (так называемый “wealth management”), демонетизацию валютных резервов, стерилизацию «излишков» платежного баланса (стерилизация валютных поступлений от продажи нефти, газа, сырьевых ресурсов, трансфертов трудовых мигрантов, превышения экспорта над импортом). Таким образом, в целом развитие финансового посредничества, многократность финансовых услуг (кредитование, перекредитование, страхование кредитования, перестрахование кредитования, страхование перекредитования, перестрахование перекредитования и т.д.) – нормальные явления. Нормально и то, что при этом генерируется определенный объем ВВП и доля финансового

посредничества в экономике постоянно растет. Для достижения определенного экономического роста совершенно неважно то, что при этом происходит сильный рост финансовых услуг, снижается удельный вес реальной экономики. Такая финансовая экономика нужна, и с ней нужно считаться. Тем не менее, есть и должны быть определенные границы распространения финансовых услуг. Во-первых, нужно четко определить, приводят ли эти услуги к использованию в настоящее время ресурсов будущих поколений? В частности, не обуславливает ли всяческое развитие институтов долга и облигаций абсолютную и сравнительную нищету будущих поколений, не сужает ли поле их экономической деятельности? И не этим ли объясняются зарплаты руководителей финансовых организаций, невиданные по сравнению с другими секторами экономики? Во-вторых, не приводит ли система финансового посредничества к искусственному переливанию ресурсов из одной отрасли в другую, не приостанавливает ли это рост отдельных секторов экономики? В-третьих, не позволяет ли гибкость финансовых инструментов в современном глобальном мире свести к минимуму экономические риски в этой системе и не увеличивает ли их в других секторах экономики?

Таблица 1.1.

Объем финансовых рынков⁵⁷, трлн. долларов (2011).

Регион	Капитал	Долг	Активы банков
1	2	3	4
Азия	13.1	17.6	27
США	15.1	31.6	14.2
Европа	10	32.8	46.4

Данные таблицы 1.1. показывают, каких внушающих размеров достигли финансовые рынки в наши дни. Характерно то, что в Азии, все еще отстающей по уровню экономического развития от Америки и Европы, и в других развивающихся регионах показатели развития финансовых рынков (57,7 трлн. долларов) ничуть не меньше (США – 60,9 трлн. долларов, Европа – 89,2). Так, по показателям, кредиты (выданные банковским сектором) / ВВП (Табл. 1.2.) некоторые азиатские страны или страны с переходной экономикой, несмотря на многократное отставание по показателю ВВП на душу населения, в 2012г. находились на вполне сопоставимом уровне с развитыми государствами. Например, Китай по этому показателю опережает Германию и Францию, а Украина, где развитие экономики (ВВП на душу населения) в среднем в 11

⁵⁷ The Economist. May 14th–20th, 2011. P. 4.

раз ниже, чем в развитых странах и в 3,5 раза ниже среднемирового уровня, по рассматриваемому показателю находится на уровне 61% по сравнению с показателями Германии. В Армении динамика финансовой системы также существенно опережает рост остальных секторов экономики. Впрочем, в 2013г. показатель «кредиты/ВВП» в Армении составил 44.8%: темпы его роста снизились. В отношении России, как справедливо замечает в своих анализах Е.Д. Сорокин, доля экономики в структуре мировой экономики незначительна (3.2%). А вот на рынках капитала и инвестиций эта доля еще меньше: соответственно, 2.8 и 1.5%⁵⁸.

Таблица 1.2.

**Соотношение объемов внутреннего кредитования
к ВВП, 2012г., %.⁵⁹**

Страны	Кредиты / ВВП
США	228,6
Япония	346,1
ЕС	156,5 ⁶⁰
Германия	123,6
Франция	136,4

⁵⁸ Сорокин Д.Е. Стратегические ориентиры антикризисной политики (<http://shabrov.info/elbrus/sorok.pdf>). С. 53.

⁵⁹ <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS>

⁶⁰ В среднем за 2011г.

Великобритания	210,1
Польша	63,8
Китай	155,1
Россия	42,5
Украина	74,1
Турция	71,9
Армения	44,4
Грузия	35,0
Азербайджан	25,3
Мир в среднем	164,9 ⁶¹

Далее меняется сама суть финансовой системы. На Рис. 1.3. мы видим, что соотношение капитал-активов в целом существенно изменилось за последние 3 года. За 1870–1960гг. этот показатель снизился в 8–10 раз. Это означает, что в 1960г. банкам, чтобы кредитовать экономику, необходимо было 10 раз меньше средств, чем в 1870г. После 1960г. стоимость банковских услуг резко дорожает, но еще быстрее растет их себестоимость. В самом конце XX столетия себестоимость банковских услуг была уже в 3 раза выше, нежели в 60-е годы XX века. После финансового кризиса 2008–2009гг., когда в целях обеспечения дальнейшей стабильности была задействована система «Базель-III», с резким повышением требований к адекватности капитала банков и кредитных учреждений,

⁶¹ В среднем за 2011г.

себестоимость кредитов выросла еще на 1,5–1,7 раза и вернулась на уровень конца XIX – начала XX веков.

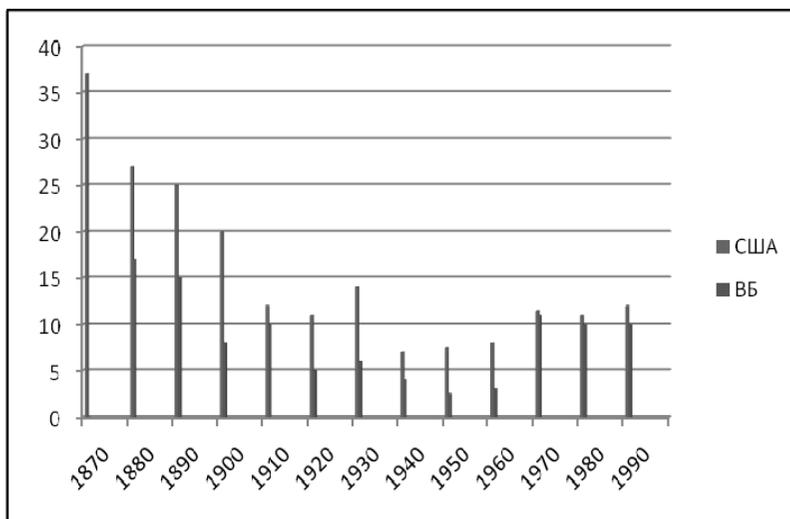


Рис. 1.3. Соотношение капитал/активы в банковских системах США и Великобритании за 1870–1990гг.⁶²

Следовательно, **финансовая система совершила цикл длительностью в 120 лет: она все менее эффективна и стоящая в обеспечении роста мировой экономики.** Ниже, с учетом вышесказанного, мы попробуем обрисовать некую модель, регулирующую «справедливые» объемы и удельный вес финансовой системы в экономике на данном этапе развития экономики страны.

⁶² The economist 2012, November 10th–16th. P. 72.

1.2. Эволюция структуры современной системы финансового посредничества в развитых странах Запада и в России

Эволюция финансовой системы и ее структуры тесно взаимосвязана: (1) с появлением первых акционерных обществ, (2) коммерческих и (3) Централных Банков. До этого система финансового посредничества была неупорядоченной, эти функции выполнялись торговыми и производственными компаниями и в существенной мере носили спорадический характер.

Основанная в 1600 году по приказу Елизаветы I «Ост-Индская компания» стала той политической структурой, которая через экономические механизмы за 100 лет образовала огромную Британскую империю. Созданию таких крупных компаний последовало формирование бирж: в 1570г. Т. Грешэмом была создана Лондонская фондовая биржа. Таким образом, первые институты финансового посредничества решали задачу аккумуляции и трансмиссии разбросанных во времени сбережений в большие экономические проекты настоящего при участии государства. Мы считаем, что эти процессы стали возможными по мере углубления промышленной революции, когда норма прибыли с 3–4% подскочила до 20–25%. На таком уровне рентабельности возможности сбережения и накопления резко возрастают. Именно поэтому

в Средние века, еще до промышленной революции, в период господствования торгового капитала и обширных земельных владений католической церкви финансовые институты находились в рудиментарном состоянии: все основные функции трансферта активов реализовывались в рамках крупных торговых компаний.

Финансовое посредничество являлось обязательным атрибутом средневековых княжеских домов (до появления дворянства), рыцарских орденов (орден тамплиеров, тевтонский орден), торговых домов и гильдий, цехов, мастерских. Экономическая деятельность этих структур сопровождалась самостоятельными финансово-посредническими, судебными и управленческими функциями. Например, система финансового посредничества была значительна развита в Армении и в среде армянских купцов, которые, несомненно, в XVII веке контролировали очень большую часть мировой торговли⁶³ и, в особенности, Леванты⁶⁴. Повсеместно этим купцам предоставлялись налоговые льготы (дамга, харадж⁶⁵), функции мест-

⁶³ Подробнее об этом см: *Բայրնրդեան Վ. Համաշխարհային առևտուրը և իրանահայութիւնը XVII դարում*, Թեհրան, 1997, C/O Jadid Printing House Keshavarz Blvd., 47, North Felestin St., P.C. 14158 Tehran. Iran.

⁶⁴ Восточное Средиземноморье.

⁶⁵ *Բայրնրդեան Վ. Համաշխարհային առևտուրը և իրանահայութիւնը XVII դարում*, Թեհրան, 1997, C/O Jadid Printing House Keshavarz Blvd., 47, North Felestin St., P.C. 14158 Tehran. Iran. С. 25, 44.

ного самоуправления (калантары⁶⁶) и судебной власти⁶⁷. По свидетельству очевидцев, широко была распространена система государственных ссуд со стороны персидских шахов⁶⁸ и испанских королей⁶⁹. Армянские купцы, торгующие индийскими сладостями и специями, персидским шелком и европейским оружием, зарабатывали в 24 раза больше, нежели, когда приходилось вкладываться⁷⁰. В эпоху позднего Средневековья, в частности в XVII веке, в связи с формированием системы мировой (глобальной) торговли, рентабельность некоторых средневековых торговых домов, торгующих с Европой, Азией и Америкой, составляла несколько сотен, а то и тысячи процентов.

⁶⁶ Там же. С. 43.

⁶⁷ *Herbert Th. Travels in Persia*. New York, 1929. P. 121. (Բայրուրդեան Վ., Համաշխարհային առևտուրը եւ իրանահայութիւնը 17-րդ դարում, Թեհրան, 1997, C/O Jadid Printing House Keshavarz Blvd., 47, North Felestin St., P.C. 14158 Tehran. Iran. С. 44, 190).

⁶⁸ *Tavernier J.B. Les six voyages de Jean-Baptiste Tavernier en Turquie, en Perse et aux Indes*, Paris, 1692. P. 54: Բայրուրդեան Վ. Համաշխարհային առևտուրը եւ իրանահայութիւնը XVII դարում, Թեհրան, 1997, C/O Jadid Printing House Keshavarz Blvd., 47, North Felestin St., P.C. 14158 Tehran. Iran. С. 51.

⁶⁹ Pietro della Valle, *Voyages dans la Turquie, L’Egypte, La Palestine, La Perse, les Indes Orientales et autres lieux*, t. IV, Rouen, 1745. P. 263: Բայրուրդեան Վ. Համաշխարհային առևտուրը եւ իրանահայութիւնը XVII դարում, Թեհրան, 1997, C/O Jadid Printing House Keshavarz Blvd., 47, North Felestin St., P.C. 14158 Tehran. Iran. С. 51.

⁷⁰ *Harris P. An Aleppo Merchant Letter Book*. The British Museum Quarterly, 1960, v.22. P. 67: Բայրուրդեան Վ. Համաշխարհային առևտուրը եւ իրանահայութիւնը XVII դարում, Թեհրան, 1997, C/O Jadid Printing House Keshavarz Blvd., 47, North Felestin St., P.C. 14158 Tehran. Iran. С. 63.

В период раннего Средневековья, ввиду отсутствия мировой торговой системы, рентабельность экономических агентов едва превышала планку в 3–5%. С увеличением рентабельности у экономических субъектов образовывались огромные сбережения. Наличие последних, как правило, предполагает развитие институтов финансового посредничества. В частности, эти люди были в состоянии сберегать, ссужать, инвестировать. Если по каким-то причинам частные торговцы, купцы и промышленники оказывались не в состоянии аккумулировать средства и расширять экономическую деятельность, то на помощь приходило государство. Например, во второй половине XVII века премьер-министр Франции Кольбер организовал торгово-финансовую компанию (Левантийское общество) с капиталом в 15 млн. ливров, а король Людовик XIV предоставил обществу широкие налоговые льготы⁷¹. Армянские купцы Шахриманяны, торгующие в Европе, в XVII веке имели в банках Венеции (Banco Dolfín) депозиты в 700 тыс. дукатов⁷² и широко ссужали деньги другие

⁷¹ Masson P. Histoire du Commerce Francais dans le Levant au XVII-e siècle, Paris, 1896. PP. 183–18: *Բարբորոսի Վ. Համաշխարհային առևտուրը և իրանահայութիւնը XVII դարում, Թեհրան, 1997, C/O Jadid Printing House Keshavarz Blvd., 47, North Felestin St., P.C. 14158 Tehran. Iran. С. 92.*

⁷² По нашим расчетам, 700 тыс. дукатов 17 века равны 100 млн. долларам начала XXI века.

торговые корпорации, государство и армию⁷³. В Европе и в Азии широко применялась ссудная система коменды⁷⁴. При этом заемщик и заимодаватель назывались специальными терминами⁷⁵.

Наряду с этим, в XVII веке стала стремительно развиваться другая форма финансового посредничества – банки. Началом развития этого института следует, как мы полагаем, считать появление первых ЦБ. До этого банки функционировали в качестве менял. По данным некоторых авторов, первым ЦБ был «Риксбанк» (Швеция) в 1668г⁷⁶. Именно этот банк формально является учрежде-

⁷³ *Տէր-Յովհաննէանց Յ. Պատմութիւն Նոր Ջուղայու, Նոր Ջուղա, 1880. էջ 110–115: Բայրուրդեան Վ. Համաշխարհային առևտուրը եւ իրանահայութիւնը XVII դարում, Թեհրան, 1997, C/O Jadid Printing House Keshavarz Blvd., 47, North Felestin St., P.C. 14158 Tehran. Iran. С. 104:*

⁷⁴ *Խաչիկյան Շ. Նոր Ջուղայի հայ վաճառականությունը և նրա առևտրատնտեսական կապերը Ռուսաստանի հետ XVII–XVIII դարերում, Եր., 1988, էջ. 126–138:*

⁷⁵ *Խաչիկյան Շ., Նոր Ջուղայի հայ վաճառականությունը և նրա առևտրատնտեսական կապերը Ռուսաստանի հետ XVII–XVIII դարերում, Եր., 1988, էջ 122:*

⁷⁶ *Ширинская Е.Б. Операции коммерческих банков: российский и зарубежный опыт. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 1995. СС. 5–39; Поляков В.П., Московкина Л.А. Структура и функции центральных банков. Зарубежный опыт: учебное пособие М.: ИНФРА-М, 1996. СС. 9–81; Любунь О.С., Любунь В.С., Иванец І.В., Національний банк України: основні функції, грошово-кредитна політика, регулювання банківської діяльності: Навчальний посібник. К.: Центр навчальної літератури, 2004. С. 9; Романишин В.О., Уманців Ю.М., Центральний банк та грошово-кредитна політика. К.: Атіка, 2005. С. 9.*

нием, обладавшим первым монопольным правом выпуска банкнот. Однако реально первым таким банком в XVII веке стал Банк Англии. Чисто формально необходимость создания такого банка была связана с банкротством (дефолтом) короля Карла II, который в 1672г. приказал казначейству приостановить выплату денег, взятых им в долг⁷⁷. Во избежание повторения такой ситуации финансист Паттерсон разработал схему создания Банка Англии. Она была реализована правительством Вильяма III в 1694г.: кредиторы вступили в соглашение с правительством об учреждении акционерного банка, получившего право выпуска банкнот, обмениваемых по первому требованию на металл⁷⁸. Появление центральных банков означает, что остальные ссудные институты (не центральные банки) становятся коммерческими структурами финансового посредничества.

Определенный интерес представляет также развитие финансовой системы в России. За исключением Великого Новгорода, торговли ганзейских купцов, в России ни Великие князья, ни дворянство (тем более, рыцарство, казаки или шляхтичи в Западной Украине) финансовым

⁷⁷ Братко А.Г. Центральный банк в банковской системе России. М.: Спарк, 2001. С. 8.

⁷⁸ Эшштейн Е. Эмиссионные «Кредитные банки» в новейшей эволюции народного хозяйства. С-Пб., 1913. СС. 3–4. Братко А.Г. Центральный Банк в банковской системе России. М.: Спарк, 2001. С. 16.

посредничеством не занимались. Финансовое посредничество здесь широко было связано с коммерческой деятельностью государства и в основном реализовывалось посредством государственных займов или кредитов. В частности, первое акционерное общество в России было организовано армянским купцом М. Исахановым при поддержке Петра Великого в первой четверти XVIII столетия⁷⁹. Однако в то время все российские банки были казенными. Учреждение Монетной конторы (1729г.), Заемного (сословного) банка (1754г.), Медного банка (вторая половина XVIII столетия), Артиллерийского банка поспособствовало появлению института кредитов в Российской Империи. В 1769г. в Москве и Петербурге открываются «Ассигнационные банки» с целью выпуска бумажных денег. В 1778г. на их основе учреждается Ассигнационный банк. К середине XVIII столетия в России сложилась казенная банковская система⁸⁰. Т.е. здесь также очевиден такой же «государственный» характер финансового посредничества.

⁷⁹ *Բարբրյան Վ. Համաշխարհային առևտուրը և իրանահայտնությունը XVII դարում, Թեհրան, 1997, C/O Jadid Printing House Keshavarz Blvd., 47, North Felestin St., P.C. 14158 Tehran. Iran. С. 183.*

⁸⁰ *Бернарди А.Г. Организация и операции банковских учреждений. С-Пб. 1913; Евзлин З.П. Банки и банкирские конторы в России. С-Пб., 1904; Варшавский Л.М. Банки и банковские конторы российской империи. Т. 1–2. Одесса, 1896; Братко А.Г. Центральный банк в банковской системе России. М.: Спарк, 2001. С. 56.*

Таким образом, в период конца XVII века – второй половины XIX века система финансового посредничества была сконцентрирована в руках торговцев, купцов, банкиров. При этом, создание ЦБ было связано с необходимостью огосударствления процессов эмиссии банкнот, обслуживания государства и реализации ДКП. Этот период, по нашему мнению, можно считать начальным этапом формирования мировой банковской и финансовой системы: разновременность доходов и расходов государств породила необходимость кредитования их расходов. Образование же огромных финансовых ресурсов было обусловлено сформированием международной торговой системы, наличием огромной маржи между ценой покупки и ценой продажи товаров и услуг. При этом, функция банковского регулирования сводилась к уравниванию пиков временного разрыва образования доходов и их расходования. Вместе с тем, в это время создаются первые в мире акционерные общества, некоторые из которых играли роль аккумуляции сбережений и финансирования (в смысле кредитования) больших проектов. В этих компаниях функции страхования «коротких» и «длинных» денег совмещались. Практически все они функционировали под покровительством государства, часто обладали огромными армиями.

С середины XIX столетия происходит поворот в развитии финансовой системы. Банки стали широко

привлекать средства негосударственных субъектов: физических и юридических лиц. Систематическое привлечение депозитов юридических и физических лиц стало объектом предпринимательской деятельности. Банковская деятельность наполнилась практически всеми функциями посредничества. Появилась необходимость разделения сбережений и инвестиций. Наряду с этим по мере развития капитализма и института частного предпринимательства сокращалась роль государства и казны в совокупном финансовом обороте обществ. Отсюда – возникновение негосударственных банков и необходимость их разделения от государственных банков становится велением времени. Возникает противоречие между коммерческим банком и ЦБ: очевидно, что банки, выпускающие банкноты на этом поприще, обладают сравнительным преимуществом по сравнению с коммерческим банком и решение этой проблемы становится первоочередной задачей государств. В 1860г. император Александр II подписал Указ об учреждении Государственного банка Российской империи⁸¹. Этому банку были переданы капиталы упраздненного Заемного банка, а в дальнейшем – сберегательные кассы. Государственный банк выдавал кредиты акционерным банкам. Это уже порождало необхо-

⁸¹ *Левичева И.Н.* История создания государственного банка в России. М., 1995; *Братко А.Г.* Центральный Банк в банковской системе России. М.: Спарк, 2001. С. 62.

димось регулирования деятельности коммерческих банков со стороны государственного банка, и, следовательно, требовало внедрения элементов банковского надзора. Возникшие коммерческие банки начинают также широко реализовывать посреднические функции страхования и оборота инвестиционных бумаг. Реорганизация мануфактурного производства в промышленные предприятия с многочисленными цехами породило концентрацию элементов основного капитала на ограниченном пространстве. Вместе с тем, с середины XIX века появился индивидуальный подоходный налог и выдвинулись элементы социального обеспечения. Стала возможной, нужной и рентабельной организация страхового дела.

Постепенно все менялось. К середине XIX столетия ЦБ, как правило, уже не вели активные банковские операции⁸² и полностью перешли к функциям регулирования. Наконец-то сформировалась двухуровневая система банковской деятельности, появляется большое количество других финансовых посредников (страховые организации и биржи). Все свидетельствовало о том, что наступил **новый этап** развития финансовой системы: повсеместно функции регулирования были отделены от коммерческих банков, появляются нейтральные регуляторы в лице ЦБ или МФ, одновременно упраздняется институт казна-

⁸² *Goodhart C.* Evolution of central banks. London: London School of Economics and political Science, 1985.

чейства или передается в ведение ЦБ и МФ. На этом этапе необходимо было решить проблему мобилизации денежных ресурсов и кредитования всей экономики (а не только государства). По данным Ф. Капи, начиная со второй половины XIX столетия, количество ЦБ выросло как грибы. Так, на начало XX столетия их было 18, в 1950г. – 59, в 1990г. – 161 банков⁸³. Оно стало приравняться к количеству государств: 193. Т.е. ЦБ, помимо реализации функций организации банковской деятельности, являются атрибутами государства, имеют непосредственное или опосредованное отношение к суверенитету наций и являются составной частью политической структуры обществ. Еще больший рост наблюдался по другим институтам финансового посредничества: страховые компании, рынки ценных бумаг, биржи, ярмарки (помимо торговли, здесь осуществлялась большая гамма услуг финансового посредничества) и т.д. Появились структуры всеобщего регулирования финансовой системы, как правило, в лице МФ.

Вторая половина XIX столетия и период до «Великой депрессии» характеризуется созданием институтов финансового посредничества вне пределов непосредственной деятельности государств, развитием таких функ-

⁸³ Козюк В.В. Незалежність центральних банків. Тернопіль, Карт-бланш, 2003. С. 5; Capie F. The Evolution of general banking// Financial History: Lessons of the Past for Reforms of the Present. World Bank Seminar. 1995. PP. 4–5.

ций ЦБ, как контроль за резервными требованиями банков и расширением операций на открытом рынке, становлением системы рефинансирования. Эволюция систем регулирования и надзора постепенно привела к началу формирования норм и нормативов. Наряду с этим, совершенствовались механизмы по осуществлению эмиссионных функций и функций ДКП со стороны ЦБ. Появление регулярной системы международных финансов повысило значение золота в качестве основной расчетной единицы. В ряде стран в конце XIX и начале XX столетий были произведены денежные реформы с усилением роли золота в качестве основы национальной валютной системы.

К концу XIX и на начало XX столетия в мире образовалась система двухуровневого банкинга: регулирование, надзор, эмиссионная функция и ДКП – стали полностью отделяться от функций коммерческих банков. Как правило, эти функции передавались ЦБ или частично МФ. На этот период приходится появление большого множества небанковских финансовых посредников. Происходит четкое разделение «коротких» и «длинных» денег, усиленно развиваются институты долга и заимствований у будущих поколений. Повсеместно начались процессы увязки формирования кредитных ресурсов и иных пассивов финансовых учреждений с активами, была придумана обязательная система экономических нормативов и резервов.

Опыт показывает, что пассивы и активы институтов финансового посредничества находятся в определенной корреляции. При этом, классическое страхование депозитов (для КБ) и взносов (для иных финансовых институтов) следует рассматривать в качестве необходимого, минимального, краткосрочного мероприятия по гарантии бескризисного развития системы. В долговременной перспективе нельзя не принимать во внимание, что большие циклы экономического развития отрицают возможность бесперебойного развития без увязки структуры ресурсов, депозитов и выданных кредитов и вложений. Одним из самых известных примеров в этом смысле является «Великая Банковская Паника США» в 1907г.⁸⁴ Следует заметить, что к началу Первой мировой войны многие экономисты не понимали сути происходящих процессов: они критиковали политику государств и центральных банков по созданию обязательных резервов в коммерческих банках и других финансовых институтов⁸⁵. Между тем монтаж системы обязательных резервов стал следующим шагом построения универсальной системы экономических нормативов регулирования деятельности финансовых институтов. Это стало началом новой финансовой системы.

⁸⁴ Current Legal Issues Affecting Central Banks, Volume 1, Edited by Robert C. Effros, International Monetary Fund, May 1992. P. 192.

⁸⁵ Эпштейн Е. Эмиссионные «Кредитные банки» в новейшей эволюции народного хозяйства. С-Пб., 1913. СС. 3–49.

«Банковская Паника 1907г.», проблемы неликвидности 1913г. (создание ФРС), кризис 1929–1933гг. укрепили идею о необходимости создания системы экономических нормативов регулирования деятельности институтов финансового посредничества. Сперва они были внедрены по отношению к коммерческим банкам, а вскоре стали повсеместно применяться касательно всех институтов финансового посредничества. Наряду с этим, «Банковская Паника 1907г.» породила потребность в спешной организации небанковских форм финансового посредничества. Начался самый настоящий бум инвестиционных, особенно публичных фондов. В 1933г. Законом Гласса-Стигалла финансовая деятельность была отделена от экономической активности, были сепаратизированы функции кредитования и инвестирования. Возникла необходимость усиления регулирования деятельности агентов финансового рынка. Шаг за шагом был осуществлен переход к системе экономических нормативов регулирования деятельности банков, фондов, учреждений.

Вскоре, однако, началось формирование глобальной финансовой системы. Начался, по нашему мнению, новый **третий этап** развития мировой финансовой системы, характерной чертой которой явилась глобализация финансовых ресурсов. Эти процессы в финансах намного опередили общие тенденции глобализации в мировой

экономике. Краеугольным камнем в становлении новой системы финансового регулирования стала Бреттон-Вудская конференция 1944г. Интенсификация международных финансовых отношений и интернализация институтов финансового посредничества сделали возможным упразднение Золотого стандарта. Вскоре, наряду с регулированием, появилась и необходимость надзора. Повсеместно органы регулирования стали параллельно реализовывать эти функции. К концу XX столетия начались процессы эрозии (по меткому выражению В. Додонова⁸⁶) Закона Гласса-Стигалла. Усилиями Л. Саммерса и Ал. Гринспина в 1999г. был принят Закон Грэмма-Лича-Блайли, была упразднена сепарация между кредитованием и инвестированием и началось укрепление финансовой системы при помощи финансовых посредников. Финансовая система переросла себя. Этот этап развития мировой финансовой системы длился, на наш взгляд, до кризиса 2008г.

После кризиса 2008–2009гг., как мы полагаем, начался следующий, **четвертый** этап развития финансовой системы, ее регулирования и надзора. При этом нужны были не фрагменты нормативного регулирования, а система; важна (или не столь важна) не величина отдель-

⁸⁶ Додонов В. Меры монетарного регулирования и их роль в формировании предпосылок возникновения нового кризиса, Казахский экономический вестник, № 2–3, 2013. С. 44.

но взятого норматива, а их взаимоувязка. Четвертый этап развития мировой финансовой системы привел к децентрализации, индивидуализации объектов финансового регулирования (банки, страховые компании, пенсионные и инвестиционные фонды), произошла специализация финансовых институтов по сферам финансирования: специализированные коммерческие банки, страховые компании и инвестиционные банки, индивидуальные гибкие нормы и нормативы регулирования, независимая от регулирования система надзора и т.д. По всей видимости, на начальном этапе этого периода (2009–2015гг.) произошло временное усиление требований к финансовой системе. Наглядным примером является «Базель-III» с его повышенными требованиями резервирования, адекватности и ликвидности финансовых учреждений и банков. Впоследствии, когда будет внедрен «Базель-IV», на наш взгляд, произойдет снижение и индивидуализация этих требований.

В целом, периодизацию становления современной финансовой системы можно будет схематично обобщить следующим образом (таблица 1.3.).

Существуют также иные подходы этапизации эволюции финансовой системы. Например, по мнению Е.А. Помогаевой, посредничество на рынке денег и капитала было реализовано тремя этапами: ориентацией на банки, ориентацией на рынки ценных бумаг и ориента-

цией на финансовый рынок⁸⁷. Как нам кажется, при этом, абсолютизируется роль банков на начальном этапе становления институтов финансового посредничества. Совершенно очевидно, что ростовщичество и ссудный капитал, как формы финансового посредничества, существенно опережали процессы формирования КБ.

Теперь проанализируем эволюцию структуры финансовой системы за последние 30–50 лет. Сперва заметим, что структура финансовой системы по-разному интерпретируется учеными-экономистами. Так, Дж. Тобин рассматривает элементы такой структуры как чистую стоимость частного имущества (под этим он понимает чистую стоимость всего имущества, принадлежащего физическим и юридическим лицам, а также местным органам власти⁸⁸ – т.е. активы последних, а также чистую сумму их требований по отношению к центральному правительству)⁸⁹, валовые финансовые активы и ВВП. Эти цифры для экономики США в 1953г., соответственно,

⁸⁷ *Помогаева Е.А.* Банк в системе финансового посредничества, Автореферат диссертации на соискание ученой степени к.э.н., С-Пб, 2008 (<http://economy-lib.com/bank-v-sisteme-finansovogo-posrednichestva>).

⁸⁸ Дж.Тобин местные органы власти включает в состав «частного» сектора, т.к. местные органы власти, не обладая полномочиями денежных властей, ограничены в своих возможностях по заимствованию средств.

⁸⁹ *Тобин Дж.* Финансовые посредники, в кн.: Финансы / Под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгейта, П. Ньюмена. Пер. с англ. Научный редактор академик РАН Р.М. Энтов, М.: Изд-во ГУ ВШЭ, 2007. С. 58.

составляли 1.27, 1.35 и 0.37 трлн. долларов и мало чем изменились в пропорциях к 80 годам прошлого столетия⁹⁰.

Таблица 1.4. наглядно демонстрирует эволюцию финансовой системы США за 1988–2011гг. В целом, удельный вес длинных денег в совокупных активах финансовых посредников (без спонсированных правительством компаний и без активов самого ФРС) неуклонно повышался до 2008г., а удельный вес коммерческих банков падал. После 2008г. ситуация резко изменилась. В настоящее время установилось определенное перемирие между «короткими» и «длинными» деньгами, сумма сбережений приблизилась к сумме инвестиций. Это говорит о том, что наступило определенное насыщение развития финансового посредничества профессиональных субъектов.

Таблица 1.3.

Периодизация развития мировой финансовой системы и формирование системы экономических нормативов.

Этапы	Период	Содержание
Первый	1670–1870гг.	Образование первых акционерных компаний и фондовых бирж в мире. Огосударствление процессов эмиссии банкнот, обслуживания государства, реа-

⁹⁰ Там же. С. 60.

		лизация ДКП. Формирование института ЦБ, МФ, банков и многофункциональных транснациональных промышленно-торгово-финансовых компаний
Второй	1870–1944гг.	Контроль за резервными требованиями со стороны органов регулирования, операции на открытом рынке, рефинансирование. Становление коммерческих банков, страховых компаний, биржевых институтов, разделение функций кредитования и инвестирования.
Третий	1944–2008гг.	Формирование глобальной финансовой системы, единой идеологии экономических нормативов, регулирования и надзора. Функционирование учетной и дисконтной ставок. Смывание Закона Гласса-Стигалла. Повсеместное финансирование финансовой сферы. Окончательное разделение ЦБ и КБ, смешивание функций финансовых посредников. «Базель-II».
Четвертый	2008г. и далее	Эра динамичного банкинга: динамичные нормативы, интернационализация требований, усиление роли специальных банков. «Базель-III» и «Базель-IV».

Некоторое увеличение финансовых активов ФРС и спонсированных правительством компаний (итого: 9 трлн. долларов) свидетельствует о том, что дальнейшие изменения в структуре финансовых посредников в экономике США на данном этапе развития произойдут при активной посреднической роли государства.

Активная процентная политика ФРС США, а также процесс становления государственных ценных бумаг этой страны в качестве нового, универсального товара, позволили обратно перекачать в страну средства, уходящие из-за дефицита платежного баланса и снижения конкурентоспособности американской экономики. Как уже отмечалось, обладая 9% мировой торговли, 23% мирового ВВП, США одновременно сконцентрировали у себя торговлю около 65% мирового рынка ценных бумаг. Тем самым США как бы продемонстрировали всему миру, что, обладая преимуществом в финансовой сфере, они в состоянии обеспечить дальнейшее лидерство в сфере мировой экономике.

Таблица 1.4

Эволюция основных организаций финансового
посредничества в США в 1988–2011гг.⁹¹

Финансовые учреждения	Активы, 1988г.		Активы, 2000г.		Активы, 2011г.	
	млрд. \$	%	млрд. \$	%	млрд. \$	%
1	2	3	4	5	6	7
Коммерческие банки	3275	44.0	6488	26.3	15000	33,3
Пенсионные фонды	2000	26.9	6900	28.0	10000	22,2
Компании по страхованию жизни	1000	13.4	3133	12.7	7000	15,6
Взаимные (инвестиционные) фонды	870	11.7	6300	25.6	10000	22,1
Взаимные фонды денежного рынка	300	4.0	1812	7.4	3000	6,7
Всего:	7445	100.0	24633	100.0	45000	100

⁹¹ Таблица составлена нами на основе данных: Усоскин В.М. Современный коммерческий банк: управление и операции, С. 19; Экономика США: Учебник для вузов / Под ред. В.Б. Супяна. С-Пб.: Питер, 2003. СС. 50–55;
<http://www.brookings.edu/~media/events/2012/12/04%20financial%20industry%20structure/04%20financial%20industry%20structure%20lester%20presentation.pdf>

Вскоре процессы ускоренного роста финансовой сферы стали труднодоступными. Кризис 2008–2009гг., по нашему мнению, возник именно из-за недостаточности такого разделения, из-за того, что в 1999г. ФРС США при прямом попустительстве А. Гринспина, а также Л. Саммерса, существенно смягчили ограничения в отношении коммерческих банков инвестировать средства в ценные бумаги. А. Гринспин убедил конгресс США в том, чтобы банкам разрешили вновь покупать акции, ценные бумаги на фондовом рынке⁹². В 1999г. вступил в силу Закон Грэмма-Лича-Блайли. В дальнейшем Гринспин признавался, что мировой финансовый кризис 2008–2009гг. разразился именно из-за этого. Эту ошибку допустили также законодатели РФ и Армении⁹³. С тех пор в финансовой системе на первый план выдвигается финансовое посредничество.

На Рис. 1.4. продемонстрирована эволюция финансового и производственного секторов экономики США за последние 50 лет. Как видим, доля финансового сектора экономики этой страны в совокупной (по стране) прибыли за это время выросла с 12 до 26%, тогда как доля производства упала с 50 до 14%. Быстрый рост в эконо-

⁹² Этот запрет совершенно правомерно был введен во время Великой депрессии 1929–1933гг. При этом, законодательно был установлен максимально допустимый уровень участия банков в капитале нефинансовых организаций в размере не более 4,99%.

⁹³ Более подробно об этом см. в третьем параграфе второй главы.

мике удельного веса финансов за 1995–2010гг. был в основном обусловлен ростом финансового посредничества.

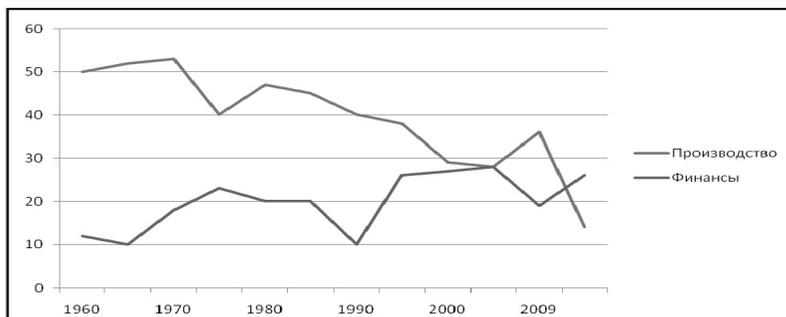


Рис. 1.4. Прибыль в производственном и Финансовом секторах экономики США, 1960–2009, в процентах к общей прибыли.⁹⁴

Таким образом, структура современной финансовой системы претерпела существенные изменения. Последние 15 лет можно считать периодом торжества системы финансового посредничества.

⁹⁴ Maniere de voir, Le Monde diplomatique, № 119, Octobre-Novembre 2011. P. 81.

1.3. Влияние системы финансового посредничества на глобальный экономический рост, государственная политика развития финансовой системы

Существуют различные модели оценки влияния финансовой системы на экономический рост и рост доходов. Согласно первой (влияние на экономический рост) модели классификации можно упомянуть модель Р. Голдсмита, а второй (влияние на рост доходов) уместно вспомнить модель роста М. Гордона⁹⁵.

По мнению Р. Голдсмита, «создание современной финансовой “надстройки” (системы финансового посредничества – А.Б.) в целом, если речь идет не о деталях, а об основных характеристиках – завершилось на довольно ранних стадиях экономического развития: обычно этот процесс занимал от 5 до 7 десятилетий от начала современного экономического роста.

Таким образом, в большинстве развитых стран указанный процесс был завершен к концу XIX века или к началу Первой мировой войны... В течение этого периода соотношение между финансовыми и материальными активами – коэффициент, характеризующий степень разви-

⁹⁵ Investment Management Certificate, Unit 2: Investment Practice Manual, Edition 18.2, City Learning, 2013. PP. 70–77.

тия финансовых взаимосвязей – непрерывно возрастал довольно быстрыми темпами». В дальнейшем, продолжает автор, произошло снижение темпов роста коэффициента в развитых странах. Что же касается развивающихся стран, то увеличение этого коэффициента по мере ускорения экономического роста неизбежно⁹⁶. Р. Голдсмит даже установил, что значение рассматриваемого коэффициента, близкое к 1, может служить признаком зрелости финансовой системы, и в качестве примера приводил пример США конца XX столетия⁹⁷. Сейчас, 20 лет спустя, величина коэффициента, близкая к 1, кажется смешной. В таблице 1.1 было показано, что объемы финансовых рынков в мире к 2009г. уже в 4–5 раз превосходили ВВП соответствующих регионов. В их структуре особенно стремительно увеличилась доля долгов: около половины. Заслуга этого ученого, по нашему мнению, заключается в том, что он показал, что относительная роль финансовых институтов, особенно небанковских, обнаруживала тенденцию к росту в большинстве стран с рыночной экономикой, вместе с тем, указанный рост замедлялся по

⁹⁶ *Goldsmith R.W.* 1969. *Financial structure and development*. New Haven: Yale University press. *Goldsmith R.W.* 1985. *Comparative national balance sheets: a study of twenty countries, 1688–1978*. Chicago: university of Chicago press.

⁹⁷ *Goldsmith R.W.* 1985. *Comparative national balance sheets: a study of twenty countries, 1688–1978*. Chicago: university of Chicago press. PP. 2–3.

мере формирования финансовой системы⁹⁸.

Модель М. Гордона базируется на сравнении текущих выгод от инвестиций (дивиденды сегодня) к будущим ожидаемым доходам. Иногда модель Гордона упоминается вместе с именем Дж. Литнера⁹⁹. Эту модель называют еще и теорией «синица в руках». Сущность модели сводится к расчету финансовых «потерь» от инвестиций, которые представляются как отложенный спрос. После этого с помощью модели оценивается влияние инвестиций на рост стоимости акций и дивидендов¹⁰⁰. Модель полностью базируется на постулатах Дж. М. Кейнса применительно к склонности потребления и инвестирования¹⁰¹.

Н. Хаканссон пошел дальше. Он считает, что возникла необходимость выделения финансовой экономики (financial economics) как новой сферы теоретического анализа¹⁰². Тем самым он ставит проблему иначе: не сле-

⁹⁸ Goldsmith R.W. 1985. Comparative national balance sheets: a study of twenty countries, 1688–1978. Chicago: university of Chicago press, table 47. P. 136.

⁹⁹ Investment Management Certificate. Unit 2: Investment Practice Manual, Edition 18.2, 7city Learning, 2013. P. 77.

¹⁰⁰ Investment Management Certificate. Unit 2: Investment Practice Manual, Edition 18.2, 7city Learning, 2013. PP. 80–81.

¹⁰¹ Քեյնս Ջ.Մ. Զբաղվածություն, սովորույթ և փողի ընդհանուր տեսությունը. Եր.: Տիգրան Մեծ, 2006թ., էջ. 100–143, 156–172:

¹⁰² Нильс Х. Хаканссон. Финансовые рынки, в кн.: Финансы / Под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгейта, П. Ньюмена. Пер. с англ. Научный редактор академик РАН Р. М. Энтов. М.: Изд-во ГУ ВШЭ, 2007. С. 221.

дует стремиться оценивать влияние финансовой системы на экономический рост. Нужно измерять саму финансовую систему. Таким образом, по его мнению, вопрос не только и не столько в этапизации становления современной финансовой системы, сколько в возникновении новой сферы экономической реальности. Думается, что оснований для подобных выводов нет.

Нам кажется, что влияние финансовой системы на экономический рост можно оценить путем расчета коэффициента **«оценки арендной стоимости ее активов» (АСФА)**. В самом общем виде любая финансовая «инъекция» связана со сбережениями, инвестициями и отложением текущего спроса. Следовательно, АСФА может быть определена как разница между общеэкономическим эффектом между (1) инвестированием и (2) потреблением сбереженных средств. Основой такого эффекта является то, что при определенных условиях на определенную экономическую перспективу инвестиции (в т.ч. инновационного характера), благодаря их большому мультипликативному эффекту, всегда обеспечивают больший рост экономики, нежели потребительские расходы. На наш взгляд, АСФА можно определить по формуле приведенных затрат:

$$\text{АСФА} = Ri/(1 + I_i)^t / Rc/(1 + I_c)^t \quad (1), \quad \text{где}$$

Ri – доход, полученный в результате инвестирования средств;

R_c – увеличение потребления в результате принятия решения о потребительском использовании средств;

I_c – процент на потребительские кредиты;

I_i – процент на кредиты по инвестициям.

Методологический расчет АСФА представляет собой расчет утраченной выгоды (opportunity cost) в бизнесе или EAD в банковской практике.

Наши исследования и расчеты по выявлению фактического уровня АСФА в современном мире позволяют сделать следующие выводы: величина показателя составляет 1,2–1,3 для развитых стран (35 государств ОЭСР), 1,8–2,0 для стран с переходной экономикой и 2,5–3,0 – для элитных (быстро растущих) развивающихся стран (Бразилия, Китай, ЮАР). В то же самое время для ряда отсталых, неуспешных в плане экономического роста стран (страны африканского континента, Ближнего Востока, Афганистан, Пакистан, некоторые государства Юго-Восточной Азии и Латинской Америки), этот коэффициент близок к единице.

Конкретно проанализируем некоторые факторы и инструменты финансового посредничества, наиболее сильно повлиявшие на экономический рост. В приложении 1 приведены данные относительно ряда инструментов финансового посредничества, имеющие прямое отношение к росту экономики мира. Для количественной оценки на рост мировой экономики нами произведен корреляционный анализ.

Для выявления взаимосвязности между факторами (в основном, инструментами финансового посредничества), приведенными в приложении 1, с одной стороны, и ростом мировой экономики, с другой – воспользовались функцией корреляции:

$$\text{Коррел}(X, Y) = \frac{\sum(X - \bar{X})(Y - \bar{Y})}{\sqrt{\sum(X - \bar{X})^2 \sum(Y - \bar{Y})^2}}, \quad (2), \quad \text{где}$$

X , \bar{X} , Y и \bar{Y} – фактические и средние значения 1-го и 2-го массивов (соответственно: величины экономики и сравниваемого инструмента финансового посредничества).

Результаты полученного анализа приведены в таблице 1.5. Как видим, мировая финансовая система претерпевает существенные изменения. На смену традиционным инструментам финансового посредничества (инвестиции, фондовые рынки, банковское кредитование) приходят на смену новые инструменты: ДТМ, институт долга, фонды хеджирования и т.д. Невероятно мобильным стал трудовой рынок. Процессы глобализации, как нам представляется, первым завершились на рынке труда: ежегодно мигрирует столько людей, сколько рождаются. Люди не стали дожидаться прихода капитала. Они просто выехали навстречу капитала, поехали туда, где он есть в наличии. Неслучайно, что у ДТМ наиболее тесная взаимосвязь с экономическим ростом: 0,993324.

Таблица 1.5.

Корреляция между ростом мировой экономики, инструментами финансового посредничества и миграцией за 1997–2013гг.¹⁰³

Инструменты финансовго посредничества	Корреляция с ростом мировой экономики
1	2
ПИИ	0,620090
Капитализация рынков	0,763681
Продажа акций, объем сделок	0,711792
Кредитование экономики	0.992129
Всеобщий долг, млрд. долларов ¹⁰⁴	0.977957
Объем денежных переводов трудовыми мигрантами	0.993324

Вторым показателем, тесно сработанным с экономическим ростом, является кредитование экономики, достигшее 122 трлн. долларов в 2012г. При этом, имеется в виду как кредитование через КБ, так инвестиционные банки и фонды. Коэффициент корреляции при этом, ра-

¹⁰³ Как уже было отмечено ранее, в самом общем виде миграцию мы рассматриваем как инструмент финансового посредничества. Количество ежегодных мигрантов почти равно количеству родившихся, а объемы их денежных переводов вполне сопоставимы с ПИИ в современном мире (см. Приложение 3).

¹⁰⁴ Анализ корреляции за 1997–2010гг.

вен 0,992129. Далее, третьим, наиболее значимым, фактором стал институт всеобщего долга: 0,977957. Характерно, что эти факторы по своей значимости на порядок опережают остальные факторы, и в т.ч. ПИИ. Что это значит? Получается, что общества все чаще «залезают» в доходы будущих поколений с тем, чтобы не отставать от темпов экономического развития в настоящее время. Институт долга стал еще одним невиданным источником экономического роста. ГКО, ГСО, ГДО, ГСКО, ЕМВИ, ЕМРЕФ, MSCI, PNGED, PPGED повсюду, в конечном счете, стимулируют некоторый паразитизм нынешних поколений по отношению к будущим поколениям. На мировых финансовых рынках облигации были когда-то самыми стабильными активами: норма дохода по ним за первое десятилетие XXI столетия ни разу не была отрицательной (Рис. 1.5). Ни один другой актив не был таким вот стабильно доходным. Поэтому мир все меньше заинтересован в привлечении ПИИ: долг помогает решать текущие проблемы с наименьшими затратами.

Правда, такое развитие таит в себе опасность: не совсем понятно, где находятся пределы и существуют ли они вообще. Как видно из данных Таблицы 1.6, наиболее надежным финансовым инструментом за последние 10 лет являлись государственные облигации. Характерно, что даже пенсионные фонды Великобритании, со своим традиционным консервативным менталитетом, в послед-

ние годы стали большинство своих активов вкладывать в государственные облигации (Таблица 1.6). Институт финансового посредничества в последнее время в капиталистических странах влияет на экономику больше, чем народнохозяйственные планы в СССР. Данные Приложения 2 показывают, что активы пенсионных фондов в некоторых странах (Голландия, Исландия, Швейцария, Британия, Австралия, США) составляют от 80 до 160% ВВП.

Наконец, невероятными темпами развиваются институты хеджирования или всего того, что принято называть «производными финансовыми инструментами» (фьючерсы, форварды и т.д.). Активы этих компаний в развитых странах всего лишь за полтора десятилетия приблизились к активам КБ (Приложение 3), а управляемые активы активистов выросли более, чем в 7 раз за 10 лет (Приложение 4).

Корреляционный анализ также показал, что банковское кредитование все еще находится на хорошем счету в финансовой системе. По справедливому замечанию аналитиков, банковская система в наши дни становится все более «придирчивой»¹⁰⁵. В частности, это выражается в усилении требований к адекватности капитала. Но, как нам представляется, опыт Европы 2010–2013гг. показал,

¹⁰⁵ Embracing the alternatives. Banks are changing. That means another providers of capital must step forward, especially in Europe. The Economist, December 15th–21st, 2012, P. 14.

что усиление ликвидности в одних финансовых институтах (например, в коммерческих банках), вызывает снижение этой же ликвидности в других институтах финансовой системы (повышение адекватности капитала банков может вызвать чрезмерное разбухание рынка государственных облигаций и т.п.). А данное делает финансовые системы разных стран и регионов различными. Например, в США в совокупном корпоративном долге компаний основным кредитором является рынок ценных бумаг (72%), и только 28% пассивов приходится на банки. В ВБ это соотношение составляет, соответственно, 26 и 74%, а странах зоны евро – 12 и 88%¹⁰⁶.

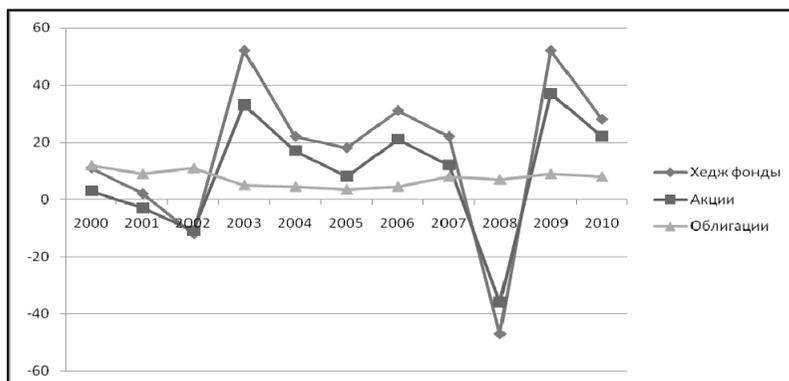


Рис. 1.5. Изменение нормы дохода на активы на мировых финансовых рынках за 2000–2010гг.

¹⁰⁶ Filling the bank-shaped hole. The Economist, December 15th–21st, 2012. P. 23.

В Армении, по нашим расчетам, эти цифры (2013г.) составляют 1.5 и 98.5%. Разница, как видим, колоссальная. Наряду с этим, в исламских странах за последнее время успешно развивается так называемый «исламский банкинг», Индия и Китай ввели государственное планирование деятельности КБ вне зависимости от формы собственности (структура кредитов строго контролируется со стороны государства), а Япония перешла к реализации программы «абеномии». Поэтому чрезмерно трудно говорить о повсеместных, универсальных тенденциях в банковской системе.

Таблица 1.6.

Пенсионные фонды Великобритании, размещение активов, в процентах к общим вложениям.¹⁰⁷

Годы	Акции	Облигации
1962	47	53
1970	60	25
1980	50	24
1990	80	12
2000	70	20
2010	40	40
2012	38	42

¹⁰⁷ The Economist, December 1st– 7th, 2012. P. 72.

Следовательно, задачей анализа развития мировой финансовой системы, как мы полагаем, является не поиск абсолютной истины, а оценка перспективы развития в динамике, понимание того, на какой стадии развития находится мировая финансовая система вообще и финансовая система данной конкретной страны в данное историческое время, в частности, и выработка на этой основе конкретных рекомендаций.

Существуют различные показатели измерения степени развитости финансового посредничества. На наш взгляд, следует выделить два показателя: уровень развития рынка так называемого «расширенного» капитала (рынок капитала, рынок долгов и активы КБ) и уровень финансового посредничества, показывающий соотношение величины активов основных финансовых посредников к ВВП.

Уровень развития рынка «расширенного» капитала в отдельных странах представлен в таблице 1.7. Как видим, в среднем уровень развития финансового капитала в мире составляет 369.1% от ВВП. В Армении, по нашим расчетам, уровень развития финансового капитала в 2012г. составлял всего лишь 120.7% от ВВП и то «за счет» публичного и частного долгов.

По показателю соотношения величины всех активов основных финансовых посредников (Таблица 2.5), видно, что в каждой стране складывается своя специфическая

ситуация: если проследить структуру активов финансовых посредников, то она строго коррелирует с уровнем развития страны: например, с показателем ВВП на душу населения. Так, величина этого показателя в 2011г. составила: Армения – 3420\$, Украина – 3576\$, Китай – 5447\$, Россия – 13284\$ и США – 48113\$ (в 2013г. существенных изменений не произошло: Армения – 3505\$, Украина – 3900\$, Китай – 6807, Россия – 14612\$ и США – 53143\$¹⁰⁸).

Таблица 1.7.

**Уровень развития рынка «расширенного»
(финансового) капитала в некоторых странах и
регионах мира в 2011г.¹⁰⁹, %.**

Страны и регионы	ВВП, млрд. дол.	Ценные бумаги, капитализация фондового рынка, млрд. дол.	Публичные и частные долговые облигации, млрд. дол.	Активы банков ¹¹⁰ , млрд. дол.	Ценные бумаги, облигации и активы банков, млрд. дол.	Ценные бумаги, облигации и активы банков к ВВП, %
1	2	3	4	5	6	7
Мир	70220	47089	98388	113735	259212	369.1
ЕС	16411	8530	31548	43465	83543	509.1
Еврозона	13107	4587	24976	30530	60093	458.5
США	15076	17553	33701	14635	63977	424.4
Япония	5897	3541	13369	13497	32407	549.5
Великобритания	2432	3266	4839	11017	19122	786.4

¹⁰⁸ <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD>

¹⁰⁹ <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2013/01/pdf/statapp.pdf> P. 11.

¹¹⁰ Включая активы инвестиционных банков и фондов.

1	2	3	4	5	6	7
Франция	2778	1412	5405	9054	15871	571.3
Германия	3607	1184	5319	5216	11720	324.9
Люксембург	59	68	100	1027	1195	2015.6
Переходные экономики:						
Азия	11306	4985	5027	18419	28431	251.5
Лат. Америка	5634	2221	2738	3409	8369	148.6
Европа	4381	1195	977	2366	4538	103.6
Армения	10.1	0.14	6.5	5.6	12.2	120.7

При этом, в 2011г. наблюдалась череда таких закономерностей:

- чем выше уровень развития страны, тем выше соотношение суммы финансовых активов к ВВП и, наоборот, величина показателя снижается по мере снижения показателя ВВП на душу населения (наиболее низкое значение показателя в Армении – 59.2%, где наиболее низкий уровень ВВП на душу населения – 3420\$, тогда как в наиболее развитой стране, в США, эти показатели, соответственно, составляют 404.5% и 48113\$);

- среди всех показателей финансовой системы наиболее демократичным является показатель капитализации рынков. В ряде случаев в развивающихся странах этот показатель может превзойти уровень аналогичного показателя в развитых государствах, что свидетельствует о динамике экономических преобразований в данной стра-

не (например, в Китае степень капитализации рынка в 2012г. была выше, чем в Германии, а в 2009г. приблизительно была на уровне США¹¹¹). Со временем, конечно, величина этого показателя (в смысле удельного веса) снижается ввиду опережающего роста остальных институтов финансовой системы;

- в долгосрочный период долги больше препятствуют, нежели способствуют экономическому росту. В этом плане в ближайшие годы особую опасность представляет проблема общего долга (так называемого государственного или суверенного долга + долги негосударственного сектора экономики). Некоторые авторы справедливо опасаются, что кризис суверенного долга в Европе может «плавно» переходить в кризис общего долга¹¹².

Когда на обслуживание всех долгов в экономике тратится больше средств, нежели инвестируется за счет тех же долгов, финансовая система страны становится похожей на падающую Пизанскую башню.

Очевидно также, что так называемые переходные экономики (Китай, Россия) демонстрируют некую «строптивость» в выборе институтов и инструментов финансового посредничества. Например, уровень развития

¹¹¹ <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>

¹¹² Багратян Г.А. Введение в мегаэкономику: теория, методология, практика: монография / Грант Багратян, Ирина Кравченко. К.: УБД НБУ, 2012. С. 145; Europe's other debt crisis. The Economist, October 26th – November 1st, 2013, P.15.

банковских активов в Китае выше, нежели в США. Но китайские инвестиционные институты развиты слабее. В то же самое время китайские банки активнее (чаще) занимаются финансированием долгосрочных инвестиционных проектов, нежели американские. Некоторые авторы провели исследования на предмет нахождения оптимальных границ финансовой системы для страны среднего уровня экономического развития. Совокупную финансовую систему (фондовый рынок + активы банков + страхование + рынок инвестиций) такой страны в наши дни они оценивают в размере 300% к ВВП. При этом они считают, что активы коммерческих банков должны быть на уровне 70% ВВП (предполагается, что в идеальном случае доступные кредитные ресурсы должны быть равными обороту компаний включая минус основных средств), активы пенсионных фондов должны быть равны 40% от ВВП (средняя продолжительность жизни 70 лет, средний срок выплаты пенсий – 7,5 лет, а соотношение пенсионеров к работающему населению – 33:67), инвестиционные фонды должны быть равны 50% ВВП, страхование жизни и имущества должно быть оценено в пределах 20% от ВВП, а величина фондового рынка – в пределах 100% ВВП¹¹³. Мы считаем, этот подход, в принципе, приемлем

¹¹³ Багратян Г.А. Введение в мегаэкономику: теория, методология, практика: монография / Г. Багратян, И. Кравченко. К.: УБД НБУ, 2012. СС. 95–96.

для Армении. Здесь особое отношение нужно проявить к средней продолжительности жизни, соотношению численности работающих и пенсионеров, активных миграционных процессов, а также к тому, что ввиду продвинутого развития банковской системы страны ресурсы для развития других секторов финансовой системы ограничены. Во втором параграфе третьей главы мы подробнее остановимся на специфике развития финансовой системы в нашей стране и ее размеров применительно к масштабам ВВП. В сущности, ориентация на среднемировой показатель может быть жизнеспособной для Армении (с учетом отставания от среднемирового уровня развития финансовой системы нашей страны в 3 раза¹¹⁴). При этом, очевидно, что в Армении необходим очень высокий темп развития институтов финансового посредничества с тем, чтобы страна в ближайшие 15–20 лет достигла среднемирового уровня развития.

Наконец, важное значение имеет умение общества сберегать, накапливать и инвестировать средства в экономику страны, поднимая уровень развития фондового рынка, инвестиционных структур и пр. Достаточно интересное исследование провело МЭР РФ, результаты которого были представлены министром А. Улюкаевым на Гайдаровском экономическом форуме в 2014г. «Россия и мир:

¹¹⁴ За исключением банковской системы.

устойчивое развитие». Согласно этим данным, сравнительный анализ экономик США и РФ выявил следующую закономерность: в обоих государствах сберегается до 30% ВВП, но норма накопления в США составляет также 30% (американцы накапливают и инвестируют то, что сберегают), тогда как в России эта цифра равна 20%¹¹⁵. На наш взгляд, именно это является одной из основных причин ежегодного оттока средств из российской экономики в объемах 80–120 млрд. долларов и тем самым замедления темпов роста российской экономики. По словам министра финансов РФ А. Силуанова, в 2011, 2012гг.¹¹⁶ уровень развития фондового рынка Армении, по данным ВБ, составляет 1.3%, тогда как в России эта цифра составляет 43.4%, в Украине – 11.7%, в – Грузии 6%, в Китае – 44.9%, в США – 114.9% (2012г.)¹¹⁷. Во многом, из-за практического отсутствия фондового рынка в 2008–2013гг. армянская экономика выросла за 6 лет всего на 8.8%¹¹⁸. И, несмотря на то, что за 2008–2013гг.

¹¹⁵ Из выступления министра экономического развития РФ А.Улюкаева на Гайдаровском Форуме 2014г. (<http://www.gaidarforum.ru/ru/first.php>).

¹¹⁶ <http://news.rambler.ru/12043734/>; <http://news.rambler.ru/12043734/>

¹¹⁷ <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>

¹¹⁸ Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ, Եր.2012, էջ 227; Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2011թ հունվար դեկտեմբերին, Եր., 2012, էջ 7;

http://armstat.am/file/article/sv_12_12a_03.pdf;

<http://armstat.am/file/doc/99479513.pdf>. Цифра 8.8% оценка. Дело в том, что по официальным данным экономика страны (ВВП) за 2008–

Армения, по нашим расчетам, извне получила 12,5 млрд. долларов (из них 8,5 млрд долларов – трансферты, 2,5 млрд. долларов – государственные заимствования на внешних финансовых рынках и еще 1,5 млрд. долларов – внешних заимствований со стороны частного сектора), ВВП страны в долларовом выражении снизился с 11.7 млрд. до 10.4 млрд. долларов¹¹⁹. В существенной мере, из-за недостаточного уровня развития финансовой системы, «приплывшие» в Армению деньги вынуждены «отплыть», не находя применения в стране. По данным некоторых зарубежных организаций, из Армении за 10 лет (2002–2011гг.) вывезено 6.2 млрд. долларов, в т.ч. в 2011г. – 1,2 млрд. долларов¹²⁰.

Часто «увлечение» финансовыми активами приводит к непонятной, вредительской и убыточной деятельности целых государств. Это особенно ярко проявляется в случаях, когда посредством механизма открытия финансовых оффшоров некоторые государства просто заняты стягиванием ресурсов. Так, по данным «Экономиста», в маленьких оффшорных центрах, где в совокупности проживает всего 2% мирового населения и производится 2,5% мирового ВВП (страны Карибского бассейна, часть

2012гг. выросла на 5.1%, а в 2013г. зафиксирован прирост совокупного продукта еще на 3.5%. Прирост ВВП за 2013г. будет опубликован позже. Однако ясно, цифра 8.8% практически не изменится.

¹¹⁹ <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?page=1>

¹²⁰ http://www.lin.am/rus/armenia_economy_39053.html

США¹²¹, некоторые страны Европы и Юго-Восточной Азии), находится 8,6% общемировых финансовых активов¹²². На Каймановые острова приходится 38% фондов хеджирования мира¹²³. Эти финансовые чрезмерности напоминают «золотую лихорадку» XIX столетия.

Таким образом, анализ эволюции современной финансовой системы и ее влияния на экономический рост показал, что (1) масштабы финансового посредничества строго коррелируются с уровнем развития страны и (2) исторические особенности развития экономик отдельных стран имеют большую специфику в выборе отдельных институтов и инструментов развития финансового посредничества. Следовательно, как мы полагаем, задача заключается в оценке перспектив развития в динамике, понимании того, на какой стадии развития находится мировая финансовая система, и выработке рекомендаций для данной конкретной страны. Экономический рост в мире в целом, и в отдельных странах в частности, все в большей мере опосредован институтами финансового посредничества. При этом в последнее время возрастает роль инвестиционных подсистем финансового посредничества и института долга.

¹²¹ Например, штат Делавер.

¹²² The Economist, February 16th–22nd, 2013. P. 4 of special reports on offshore finance.

¹²³ Там же.

ГЛАВА II

СИСТЕМА ФИНАНСОВОГО ПОСРЕДНИЧЕСТВА РЕСПУБЛИКИ АРМЕНИЯ

2.1. Финансовая система в структуре ВВП на постсоветском пространстве

За последние 25 лет на постсоветском пространстве финансовая сфера развивалась быстрыми темпами. Как и в мире (в частности, страны ОЭСР), темпы роста этой сферы существенно опережали динамику других сфер экономики. Быстрый рост финансовой сферы в целом обеспечивался за счет сравнительных преимуществ этой подсистемы экономики: отсутствие всеобъемлющих механизмов регулирования рынка ценных бумаг, наименьшее государственное вмешательство в данном секторе экономики и, следовательно, большая автономность сферы; меньшая ответственность; высокая мотивация; высокая мобильность. Достаточно отметить, что и реальная экономика, и финансовый сектор измерялись одинаковой методологией относительно структуры ВВП, их вклад в величину последнего оценивался в одинаковой размерности. В условиях все возрастающей ограниченности ре-

сурсов финансовый сектор никак не мог компенсировать относительно возрастающую дефицитность ресурсной обеспеченности реального сектора экономики. Финансовый сектор как бы игнорировал относительное сокращение ресурсов, ухищрялся расти несравненно быстрее, чем цены на сырье и материалы. Как уже отмечалось ранее, к концу XX столетия, когда граница между коммерческими и инвестиционными банками стала стираться, банковское законодательство становилось все более либеральным: банки начали широко инвестировать средства в ценные бумаги, в реальный сектор экономики¹²⁴. На постсоветском пространстве, как и в мире в целом, это обстоятельство стало сильно стимулировать рост финансовой системы.

Темпы роста финансового сектора в странах СНГ и на постсоветском пространстве за 2001–2013гг. поразительны (Таблица 2.1). Буквально за десятилетие банковский сектор этих государств вышел на среднемировой уровень развития, тогда как по основным экономическим показателям (например, ВВП на душу населения) эти страны отстают от среднемирового уровня развития в 2–3 раза. Из данных Таблицы 2.1 мы также видим, что за десятилетие активы и кредиты только банковского сектора

¹²⁴ *Ширинская Е.Б.* Операции коммерческих банков: российский и зарубежный опыт. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 1995. С. 22.

с незначительного процента выросли в среднем до уровня 30–40% от ВВП. В некоторых странах постсоветского пространства за это время рассматриваемый показатель вырос до уровня развитых государств ОЭСР. В настоящее время в Китае, например, соотношение кредитов к ВВП приближается к рубежу в 150% (см.: Рис. 2.1).

Таблица 2.1.

**Банковские кредиты к ВВП в странах СНГ,
2001–2013гг., %.¹²⁵**

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Азербайджан	9.8	8.7	9.4	10.9	11.2	13.1	17.2	16.2	22.5	23.0	19.2	24.7	26.7
Армения	9.3	7.4	5.6	6.7	8.8	8.1	12.1	18.6	21.5	27.8	36.4	44.4	44.8
Беларусь	17.6	18.0	22.2	21.2	21.8	27.2	26.8	32.7	34.1	45.3	31.7	32.2	-

¹²⁵ Таблица составлена по данным: Абалкина А. Развитие банковских систем стран СНГ: особенности финансового посредничества и открытость // «Казахский экономический вестник», № 2–3, 2013. С. 71; Межгосударственного Статистического Комитета СНГ; Հայաստանի հանրապետության Կենտրոնական Բանկ: Տարեկան հաշվետվություն, 2012, էջ 33; http://bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=36807&cat_id=36798 <http://ukrstat.gov.ua/>; http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/finance/# http://geostat.ge/index.php?action=page&p_id=317&lang=eng http://www.stat.gov.az/source/system_nat_accounts/indexen.php; <http://www.stat.gov.az/source/finance/indexen.php>

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Грузия ¹²⁶	20.0	20.1	20.0	18.9	21.5	23.7	31.1	32.7	32.9	33.2	34.1	35.0	42.3
Казахстан	11.6	13.1	14.8	21.1	24.7	32.5	41.0	54.2	54.6	45.4	40.6	41.8	-
Кыргыз-н	10.0	11.6	11.6	8.4	9.4	11.6	14.0	-	-	-	-	12.5	-
Молдова	27.5	29.1	29.5	32.0	31.5	34.5	40.2	39.8	41.4	37.2	39.4	42.2	-
Россия	25.7	26.9	27.9	25.7	22.1	22.5	24.4	23.9	33.7	37.4	38.6	41.1	49.3
Тадж-ан	22.3	18.0	15.2	6.9	13.0	13.8	17.0	19.9	9.0	6.8	11.3	13.1	-
Украина	24.2	28.1	33.1	31.7	33.2	45.7	61.1	82.9	89.1	68.6	62.7	57.8	62.6

На постсоветском пространстве так же, как и во всем мире, рост финансового сектора в 1,5–2 раза опережал рост цен на нефть и другие виды ресурсов. Буквально за два десятилетия средняя оплата труда в финансовой сфере стала самой высокой и опередила другие сферы экономики в 2–4 раза. В Украине, например, за январь–ноябрь 2013г. средняя оплата труда в финансовой и страховой деятельности составила 6239 гривен, тогда как средняя оплата труда в экономике в целом – 3234 гривен¹²⁷. Опережение, как видим, составляет 1,9. В этой стране только в авиационном транспорте получают больше – 10386 гривен¹²⁸. В 2012г. в России в сфере финансовой деятельности средняя оплата труда составила 58999 руб., тогда как средняя заработная плата в экономике страны соста-

¹²⁶ С октября 2008г. Грузия вышла из СНГ.

¹²⁷ <http://www.ukrstat.gov.ua/>

¹²⁸ Там же.

вила 26629 руб. опережение финансовой сферы, при этом, составило 2,2. В России эта сфера была самой высокооплачиваемой, опережая даже добычу топливно-энергетических полезных ископаемых (50400 руб.)¹²⁹. В Армении средняя оплата труда в финансовой сфере и страховой деятельности (368759 драмов) по состоянию на конец 2013г. в 2.3 раза превосходил уровень оплаты труда в среднем по экономике (159952 драмов) и в 3.7 раза – оплату труда в сельском хозяйстве (100186 драмов). Даже в горнорудной промышленности средняя оплата труда (304237 драма) на 17.5% ниже, чем в финансовой и страховой деятельности. Эти соотношения сохраняются в последние несколько лет¹³⁰.

В совокупности развития финансовой системы особенно выделялась быстрая динамика финансового посредничества. На Рис. 2.2 видно, что только по показателям «активы КБ к ВВП» и «депозиты КБ к ВВП» за первое десятилетие XXI века в странах СНГ и постсоветского пространства произошел рост системы в 30 раз в абсолютном измерении и в 2,5–4 раза в относительном измерении (имеется в виду увеличение удельного веса сферы финансового посредничества в ВВП или иного макроэкономического показателя).

¹²⁹ http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/wages/
http://www.gks.ru/bgd/regl/b08_11/IssWWW.exe/Stg/d01/07-07.htm

¹³⁰ http://armstat.am/file/article/sv_12_13a_142.pdf

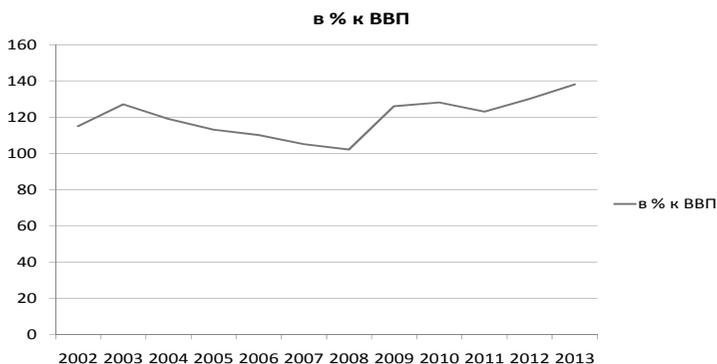


Рисунок 2.1. Динамика кредитов банков к ВВП в Китае в 2002–2013 гг.¹³¹

В экономической теории и на практике оценка величины финансового посредничества и его динамики являются одной из нерешенных проблем. Например, ЦБ РА финансовое посредничество оценивает просто: соотношением активов или пассивов КБ к ВВП (Рис. 2.2). Согласно этому подходу, в 2012г. среди стран СНГ и ЕАЭС Армения занимала среднее положение: активы КБ к ВВП – 62%, кредиты КБ к ВВП – 44.4% и, наконец, депозиты/ВВП на уровне 28%¹³². При этом, среди 10 стран СНГ Армения занимает 4-е место по показателю «акти-

<http://search.worldbank.org/data?qterm=banking%20assets%20to%20GDP&language=EN>; The long weekend, The Economist, 2013, November 2nd–8th, 2013. P. 51.

¹³² См. также: <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS>

вы/ВВП» (после Украины, РФ и Молдовы), 5-е место по показателю «депозиты/ВВП» (после Украины, РФ, Молдовы и Казахстана) и 5-е место по показателю «кредиты/ВВП»¹³³ (после Украины, РФ, Молдовы и Казахстана). По показателям «активы/ВВП» и «кредиты/ВВП», Украина прочно занимает первое место. Только по показателю «депозиты/ВВП», Молдова опережает остальные страны-члены СНГ. В 2013г. показатель «активы/ВВП» в Армении продолжал повышаться (до 68.9%¹³⁴), а показатель «кредиты/ВВП» (44.8%) практически не изменился. В целом, несмотря на замедление роста финансового сектора, Армения продолжает удерживать среднее положение среди стран СНГ и ЕАЭС.

Для измерения вклада финансового сектора в экономику МВФ отдает предпочтение показателю «финансовый капитал»/ВВП. В третьем параграфе первой главы было показано, что, по показателю «финансовый капитал»/ВВП (120.7%), Армения далеко отстает от среднемирового уровня (359.1%), но опять-таки занимает среднее положение среди развивающихся государств. Если же учитывать, что этот показатель был рассчитан со стороны МВФ с учетом публичного и частного долгов и, если

¹³³ На Рис. 2.1. ЦБ Армении не отразил данные по республике Беларусь, но по данным ВБ здесь, например, показатель «кредиты/ВВП» в 2012г. составил 32.2% (<http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS>).

¹³⁴ www.cba.am

абстрагироваться от них, то величина данного показателя для Армении составляет всего лишь 54.4%.

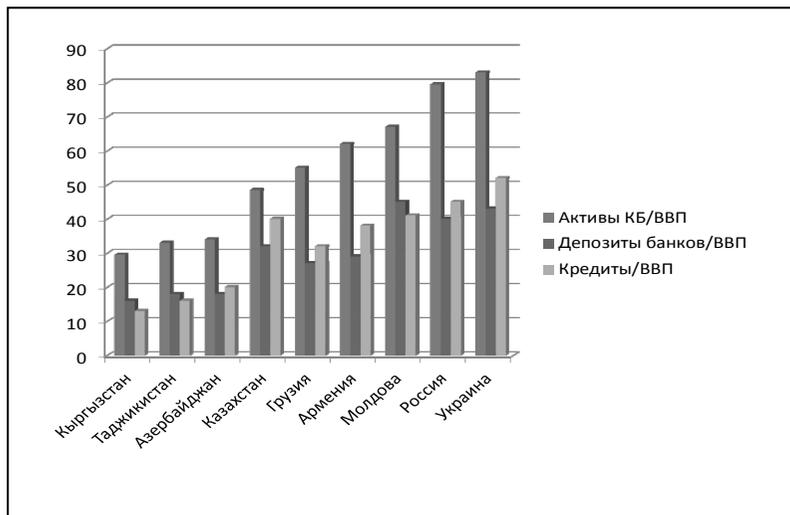


Рис. 2.2. Уровень развития финансового посредничества (банковская система) в странах СНГ в 2012г.¹³⁵

Собственно, банковская система за последние годы в Армении развивалась успешно. Динамика общих макроэкономических показателей этого сектора экономики по Армении приведена в Таблице 2.2. За 2000–2013гг. показатель «кредиты/ВВП» в БСА поднялся с 11.5% до 44,8%, а кредитные вложения в экономику составили 1913 млрд. драмов. Несмотря на некоторое замедление

¹³⁵ Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական Բանկ: Տարեկան հաշվետվություն, 2012, էջ 33:

процесса в 2009г., совершенно очевидно, что в Армении эта подсистема финансового посредничества близится к насыщению. Одновременно, показатель «активы/ВВП» вырос до уровня 68.9%. Таким образом, впредь вряд ли следует стимулировать рост кредитных вложений банков в экономику. Пора задумываться над другими инструментами финансового посредничества, стимулирующими долгосрочные инвестиционные проекты. Например, РФ еще в 1998г. по показателю «активы/ВВП» (44,9%) существенно опережала Армению. Однако в 2012г. величина показателя этой страны составила 42,5%. При этом, в годы кризиса показатель снизился до 30%¹³⁶ и ниже. Но, вместе с тем, в посткризисный период в РФ стремительно развиваются институты «длинных» денег, институты, превращающие сбережения в инвестиции. В целом, Армению можно оценивать как среднеразвитую страну среди стран-членов СНГ по показателям развития банковской подсистемы финансового посредничества.

За отмеченный промежуток времени (1998–2013гг.) быстрыми темпами развивалась также система страхования. Так, за 15 лет (1998–2013гг.) страховые взносы в Армении увеличились в 41.3 раза (с 866 млн. до 35753 млн. драмов), сумма страховых выплат – в 180.9 раза (со 109 млн. до 19719 млн. драмов) и объем обязательств – в 27,4

¹³⁶ Тосунян Г. Уроки уходящего года // «Национальный банковский журнал NBJ», № 12, 2008. С. 10.

раза (достигнув 8160 млрд. драмов – Таблица 2.3). Развитие страхового дела означало поворот институтов финансового посредничества: экономическая действительность выдвинула спрос на генерацию длинных денег. В декабре 2010г. НС РА были приняты законы «О накопительных пенсиях»¹³⁷ и «Об инвестиционных фондах»¹³⁸.

Таблица 2.2.

**Кредитные вложения и активы банков Армении
к ВВП за 2008–2013гг.**¹³⁹

Показатели	2008	2009	2010	2011	2012	2013
ВВП, млрд. драмов	3568	3141	3460	3776	3981	4267
Общие активы банков, млрд. драмов	1036	1346	1560	2067	2478	2942
Кредиты/ВВП, %	18.6	21.5	27.5	36	44.4	41.4
Активы/ВВП, %	36	43	45	55	62	68.9

¹³⁷ <http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=4055&lang=arm>

¹³⁸ <http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=4040&lang=arm>

¹³⁹ Таблица составлена по данным:

<https://www.cba.am/AM/SitePages/fscfointroduction.aspx>

<http://www.armstat.am/am/?nid=126&id=01001;>

<http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS>

<http://armstat.am/am/?nid=126&type=1>

Первый Закон включал как добровольную накопительную систему (введена в действие с 2011г.), так и обязательный накопительный компонент. Добровольная накопительная система за 4 года существования не сработала (зарегистрированных организаций, взносов и выплат нет). Обязательная накопительная система введена с 01.01.2014г. Она, в частности, предусматривает в отношении работников в 40 и менее лет обязательное перечисление в размере от 5% заработной платы (если величина последней не превосходит 500000 драмов в месяц¹⁴⁰) в соответствующий НПФ. Государство добавляет такую же сумму (но не более 25000 драмов в месяц) и, таким образом, сумма взноса доводит до уровня 10% заработной платы работника. В случаях, когда заработная плата работника превосходит уровень 500000 драмов, в фонд выплачивается опять-таки 10%, но «вклад» государства не может превосходить уровень 25000 драмов в месяц или 300000 драмов в год. В таких случаях, разумеется, выплата работника в НПФ должна быть больше уровня в 5%.

¹⁴⁰ См. ст. 7 Закона «О накопительных пенсиях».
(<http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=4055&lang=arm>)

Таблица 2.3.

**Деятельность страховых компаний в Армении за
1998–2013гг.¹⁴¹**

Показа тели	1998	2008	2009	2010	2011¹⁴²	2012	2013
1	2	3	4	5	6	7	8
Число лицен- зированных страховых компаний, единиц	21	12	12	11	8	7	8
Уставной ка- питал лицен зированных страховых компа- ний, млн. драмов	964	6616	10938	12117	11933	14054	14732

¹⁴¹ Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ, Եր., 2003, էջ 422, Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ, Եր., 2009, էջ 390; Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ, Եր., 2011, էջ 408, <http://www.armstat.am/file/doc/99471508.pdf>, Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ, Եր., 2012, էջ 400; Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ, Եր., 2013, 406 էջ;

<https://www.cba.am/am/SitePages/statmonetaryfinancial.aspx>;

https://www.cba.am/AM/periodicals/vich_tex_14.pdf, էջ. 91–92.

¹⁴² Резкий рост объемных показателей страховых компаний в 2011г. объясняется внедрением системы ԱՊՊԱ (Армянское ОСАГО).

1	2	3	4	5	6	7	8
Количество действующих договоров, единиц	47761	49639	50768	50484	207246	406728	-
Страховые взносы, млн. драмов	866	7769	8103	8253	22393	35524	35753
Сумма страховых выплат, млн. драмов	109	1375	1901	1743	8141	14487	19719
Страховые резервы, млн. драмов	638	2153	2719	2917	8599	15612	17219
Объем обязательств по всем действующим договорам, млн. драмов	297669	2354746	3390633	3052439	3696072	6295988	8160515

Несмотря на то, что правительство страны объявило о том, что переход к ОНПС повсеместно должен быть осуществлен с 01.01.2014г., новая система пенсионирования вызвала множество споров, протестов, судебных (в т.ч. конституционных) разбирательств, экономических и политических дискуссий. Вопрос был рассмотрен КС РА, который 30 марта 2014г. принял решение об антиконституционности обязательного характера пенсионных взно-

сов со стороны граждан. 14 мая 2014г. ВС РА принял поправки к Закону «О накопительных пенсиях»: 76-я статья закона была приостановлена. Окончательное решение при поддержке правительства ВС РА принял 21 июня 2014г. Содержательно «реформа» не изменилась, формально обязательные накопительные платежи были переименованы в «социальные выплаты», а в частном секторе экономики проведение «реформы» было отложено на 3 года¹⁴³.

Нами произведен анализ НПФ в более чем 30 государствах. Некоторые итоги этого анализа приведены в Приложении 5. Он показал, что сберегательный потенциал стран и народов жестко коррелирует с уровнем экономического развития. По нашему мнению, чем больше уровень ВВП на душу населения, тем больше может быть процент отчислений и срок накопления. В случае с Арменией все было сделано наоборот: этот срок в перспективе составит 45 лет, а для некоторой, только что подключившейся части населения – 23 года. И наоборот, чем меньше ВВП на душу населения, тем меньше составляет процент отчислений и срок накопления. Наряду с этим, в случаях низкого уровня экономического развития страны, в результате чего предельный продукт капитальных затрат находится на высоком уровне, более предпочтитель-

¹⁴³ <http://parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=4992&lang=arm>

ным является развитие институтов непосредственного вложения денег гражданами в инвестпроекты. Если же появляются институты «длинных» денег, в т.ч. накопительные пенсионные системы, государственное регулирование структуры активов НПФ обязательно. С учетом сказанного, во втором параграфе третьей главы мы приводим предложения по совершенствованию ОНПС в Армении.

Теперь проанализируем динамику доли финансовой системы в структуре ВВП и совокупного выпуска на постсоветском пространстве. В Таблице 2.4 проанализирована динамика отраслей финансовой деятельности и косвенно измеряемых услуг финансового посредничества в совокупном выпуске экономики Армении за 2002–2013гг. Как видно из данных Таблицы, за 2002–2013гг. удельный вес отрасли «финансовая деятельность» (сюда включена также страховая деятельность) в ВВП вырос с 2 до 4.7%, а в совокупном выпуске – с 1.2% до 3.5% (2002–2011гг.). Это значит, что темпы прироста этой отрасли в экономике опережали другие отрасли в 3 раза. Рост удельного веса финансовой деятельности в структуре ВВП или совокупного выпуска приводит также к росту «косвенно измеряемых услуг финансового посредничества». За рассматриваемый период (2002–2011гг.) времени доля этой статьи в совокупном выпуске увеличилась около 2.6 раз и в 2011г. составила 1.76%. Прирост «косвенно

измеряемых услуг финансового посредничества» за рассматриваемый период времени опережал прирост других сфер и отраслей в 2 раза. Однако, на наш взгляд, быстрый рост доли отраслей финансового посредничества в ВВП или в совокупном выпуске оправдан только в случаях, когда, наряду с этим, обеспечиваются высокие и, главное, не снижающиеся темпы прироста экономики. С этой точки зрения, за последние 12 лет траектория экономического развития РА была довольно противоречивой. Если за 2002–2007гг. прирост ВВП составил 109.2% (в среднем 13.1% за год)¹⁴⁴, то в 2008–2013гг. прирост ВВП составил всего лишь на 8.8% (за 6 лет). Среднегодовые темпы прироста экономики Армении за 2008–2013гг. составили всего лишь 1.43%¹⁴⁵, тогда как темпы прироста объемов финансовой деятельности были больше в 5–15 раз. Это значит, как мы полагаем, что в 2008–2013гг. финансовая система Армении больше поглощала ресурсы, отбирала их из экономики. Финансовое посредничество было заня-

¹⁴⁴ Рассчитано по: Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ, Եր., 2007, էջ 207; Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ, Եր., 2010, էջ 233:

¹⁴⁵ Рассчитано по: Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ, Եր., 2012, էջ 227; <http://www.armstat.am/am/?nid=82&id=1418>: 2013թ համար տնտեսական աճը գնահատված է 4.1%, նկատի ունենալով 2013թ նոյեմբերին ՀՀ ԱԺ-ում 2014թ պետական բյուջեի նախագիծը ներկայացնելիս ՀՀ կառավարության բյուջետային ուղերձը (<http://www.minfin.am/index.php?cat=9&lang=1>, ուղերձի մաս 2 ա):

то самовозрастанием, а не трансфертами активов из одних форм в другие. Характерным симптомом сказанного стал рост ненадежных активов, невозврат, высокий уровень сомнительных и безнадежных кредитов. Несмотря на официальное объяснение ЦБ РА относительно благополучной картины по сомнительным и безнадежным кредитам, реальная картина предстает гораздо хуже. За 2009–2011 гг. объем безнадежных кредитов вырос с 18.1 до 29 млрд. драмов, что составляет 2.3% кредитных вложений КБ Армении¹⁴⁶. В действительности, последствия кризиса не удастся полностью преодолеть. ЦБ РА приходится часто вмешиваться в деятельность КБ с помощью системных кредитов, выделяя временную помощь. Из-за этого за последнее десятилетие ЦБ РА, как правило, работает убыточно и не перечисляет средства в бюджет государства. Участились случаи перекредитования, что приводило к искусственному разбуханию активов КБ и кредитных учреждений. На наш взгляд, любое перекредитование финансирования инвестиций и вложений трансформируется в потребление. Наряду с этим, за 2008–2013 гг. произошло абсолютное снижение валовых накоплений на 34% и почти двухкратное снижение ИИ (см. данные Приложения 9). Правительству пришлось применять много усилий и занимать деньги на развитие

¹⁴⁶ Рассчитано по: Арминфо, № 65, 10.02.2011; № 69, 15.02.2012.

экономики. Это, конечно, правильная стратегия. Но очень часто отбор инвестиционных проектов не тестировался на предмет мультипликативного эффекта вложений. Нередко в итоге реализации этих проектов деньги просто уходили (уходят) из страны без полной отдачи (в качестве примера можно отметить строительство автодороги «Север-Юг»). В результате отмеченных процессов коэффициент АСФА неуклонно снижался. Если его величина в 2002–2007гг. колебалась в пределах 1.8–2.2, то за 2008–2013гг. произошло резкое снижение значения коэффициента. В этом промежутке времени величина коэффициента стала ниже единицы.

Отмеченные тенденции опережающегося развития отрасли «финансовая деятельность» были свойственны также другим экономикам постсоветского пространства. Так, в Украине отрасль «финансовая деятельность» за 2002–2011гг. выросла в 7.9 раза, с 58.2 млрд. гривен до 460.8 млрд. гривен. В совокупном выпуске доля этой отрасли экономики за отмеченный промежуток времени возросла с 11% до 14.9%. В отношении ВВП доля этой отрасли выросла с 15.6% в 2002г. (с 35148 млрд. гривен против 225810 млрд. гривен ВВП в 2002г. до 274308 млрд. гривен против 1302079 в 2011г.)¹⁴⁷. Этот показатель выше аналогичного показателя многих западных экономик. В России также за последнее десятилетие имело

¹⁴⁷ Рассчитано по: <http://www.ukrstat.gov.ua/>

место резкое повышение доли отрасли «финансовая деятельность» в ВВП страны. Так, за 2002–2012гг. удельный вес этой отрасли в ВВП повысился с 2.6% (280 млрд. руб. против 10830 млрд. руб. ВВП в 2002г.) до 3.8% (2373 млрд. руб. против 61811 млрд. рублей ВВП в 2012г.)¹⁴⁸. С учетом всей совокупности финансового посредничества (в т.ч. страхования), в РФ доля этой подотрасли в ВВП можно определить в 6%.

Теперь проанализируем роль и значение финансовой системы в структуре ВВП РА. Динамика показателя удельного веса финансовой и страховой деятельности в структуре ВВП РА впечатляет. В Таблице 2.5., составленной по КАЭВД, приведена динамика этой структуры за 2000–2013гг. Как видим, финансовая сфера (финансовая и страховая деятельность) была самой динамичной в структуре ВВП страны. С 1.9% в 2000г. ее удельный вес увеличился до 4.7% в 2012г. Этот показатель в 1.5 раза ниже российского и среднемирового и в 2–2,2 раза ниже уровня высокоразвитых государств (стран-членов ОЭСР) и около 4 раз ниже показателей Украины. Например, в США доля отрасли «финансы и страхование» в 2012г. составила 7,9%¹⁴⁹. В Армении в сфере экономики рост

¹⁴⁸ http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts/#

¹⁴⁹ Додонов В. Меры монетарного регулирования и их роль в формировании предпосылок возникновения нового кризиса // «Казахский экономический вестник», №№ 2–3, 2013. С. 51.

доли финансов и страховой деятельности является самым существенным изменением в структуре ВВП. При этом следует иметь в виду, что строка «финансовая и страховая деятельность» не полностью отражает объемы отрасли финансового посредничества. В частности, к последней следует причислять также государственную деятельность по финансовому посредничеству, а также финансово-посредническая деятельность нефинансовых компаний (сальдо косвенно измеряемых услуг финансового посредничества). В целом, в настоящее время вклад всего финансового посредничества в ВВП Армении составляет около 6%. Однако за исключением банковской сферы, другие отрасли финансового посредничества в Армении развиты крайне слабо. Следует отметить также, что из других сфер и отраслей только сфера услуг и отрасль «информация и связь» развивались быстрыми темпами. Впрочем, темпы прироста этих отраслей все равно уступали динамике отрасли «финансовая деятельность».

Итак, на постсоветском пространстве отрасль «финансовая деятельность и страхование» в целом развивается быстрыми темпами. Некоторые страны этого пространства (Украина) по показателю доли отрасли «финансовая деятельность и страхование» в ВВП дошли до уровня стран-ОЭСР. Тем не менее, можно констатировать, что отрасли финансового посредничества еще далеки от насыщения. Ряд подотрас-

лей финансового посредничества (страхование, инвестирование, пенсионирование и т.д.) развиты крайне слабо. Экономика этих стран еще не насыщена финансовыми услугами. Поэтому доля (удельный вес) финансового посредничества в ВВП или совокупном выпуске в ближайшее десятилетие продолжит свой рост. В ближайшие 12–15 лет, на наш взгляд, в постсоветских странах произойдет усиленный рост этих подотраслей, пока не наступит определенное насыщение экономики финансовыми услугами. Для нашей страны, как мы полагаем, проблема не только и не столько в ускоренном развитии отраслей финансового посредничества, но также в эффективной структуре самой финансовой системы.

Таблица 2.4.

**Динамика показателей ВВП, выпуска и доли отраслей
финансового посредничества в нем в Армении
за 2002–2013гг., млн. драмов.¹⁵⁰**

Годы	ВВП	Выпуск (в основ- ных ценах)	Финансовая деятельность		Косвенно измеряемые услуги финансового посредничества	
			млн. драмов	в % к ВВП	млн. драмов	в % к выпуску
1	2	3	4	5	6	7
2002	1357000	2219599	27421	2.02	н/д	н/д
2003	1618577	н/д	н/д	н/д	н/д	н/д
2004	1907900	3096600	40234	2.11	21169	0.68
2005	2242900	3466300	51606	2.30	26249	0.76
2006	2656200	4056583	68447	2.58	28036	0.69
2007	3149300	4720076	96916	3.08	44391	0.94
2008	3568200	5198641	145340	4.07	55013	1.06
2009	3147700	4422761	148654	4.72	50579	1.14
2010	3501600	4892600	156221	4.46	64229	1.31
2011	3776400	5485200	190841	5.05	96186	1.76
2012	3997631	-	180641	4.52	109014	-
2013	4272893	-	201391	4.71	123628	-

¹⁵⁰ Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ, Եր., 2003, էջ 215; Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ, Եր., 2009, էջ. 210, 211, 217, 219; Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ, Եր., 2011, էջ. 234, 241, 243; Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2003թ. հունվար դեկտեմբերին, Եր., 2004, էջ 7; Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ, Եր., 2004, էջ 233; Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ, Եր., 2013, էջ 228:

<http://www.armstat.am/file/doc/99471478.pdf>;

<http://www.armstat.am/am/?nid=126&id=01001>;

<http://www.cba.am/am/SitePages/statrealsector.aspx>

Таблица 2.5.

**Динамика структуры ВВП Армении
за 2000–2013гг., %.**¹⁵¹

КАЭВД	Название отраслей	Структура ВВП					
		2000	2008	2010	2011	2012	2013
1	2	3	4	5	6	7	8
	ВВП	100	100	100	100	100	100
	Налоги на продукты (за вычетом субсидий)	9.1	11.3	11.2	10.9	11.5	11.8
A	Сельское хозяйство, лесное хозяйство и рыболовство	23.2	16.3	17.0	20.3	19.1	19.3
B	Добыча полезных ископаемых и эксплуатация открытых рудников	-	1.6	2.6	2.7	2.9	2.4
C	Обрабатывающая промышленность	-	8.8	9.7	10.6	9.9	10.1
D	Поставка электричества, газа, пара и высококачественного воздуха	4.9 ¹⁵²	2.9	2.8	3.5	4	4.4
F	Строительство	10.3	25.3	17.3	13.0	12.2	10.5
G	Оптовая и розничная торговля, ремонт автомобилей и мотоциклов	9.9	11.6	12.9	12.6	12.9	12.8
J	Информация и связь	7.2	6.8 ¹⁵³	3.8	3.6	3.5	3.7
K	Финансовая и страховая деятельность	1.9	3.4	3.6	4.0	4.5	4.7
O	Государственное управление и оборона, обязательное социальное страхование	3.3	2.7	3.7	3.8	3.8	4.0
P	Образование	3.8	2.7	3.5	3.2	3	3
Q	Здравоохранение и социальное обслуживание населения	2.2	2.7	3.2	3.7	3.8	4.2
-	Другие	24.2	3.9	8.7	8.1	8.9	9.1

¹⁵¹ www.armstat.am; Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ, Եր., 2013, էջ. 238–239; Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ, Եր., 2010, էջ. 247–248; Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ, Եր., 2004, էջ. 248–249;

<https://www.cba.am/am/SitePages/statrealsector.aspx>

¹⁵² Для 2008г. коммунальные услуги.

¹⁵³ Для 2000 и 2008гг. отрасль «информация и связь» включает также транспорт.

2.2. Оценка структуры системы финансового посредничества Республики Армения, постсоветских стран и США

Мы рассмотрели динамику финансовой системы и системы финансового посредничестве в структуре ВВП исследуемых государств. Этот анализ, однако, не показывает полной картины эволюции финансового посредничества. Для полноты анализа следует рассмотреть также эволюцию структуры самой системы финансового посредничества.

В Таблице 2.6 анализируется структура системы финансового посредничества в Армении, в некоторых странах постсоветского пространства и в США. Сравнительный анализ проведен по показателю активов отдельных подотраслей финансового посредничества. Американская финансовая система, как видно из данных Таблицы, разительно отличается от стран постсоветского пространства: по сути, в этой стране активы финансовых посредников пропорционально распределены между КБ, пенсионными фондами, страхованием, инвестиционными фондами и фондовым рынком. При этом, как было показано ранее, в системе финансового посредничества самого США происходят определенные изменения. Из данных Таблицы 1.4. видно, как повышается роль страховых фондов,

взаимных (инвестиционных) фондов и взаимных фондов денежного рынка. В то же самое время падает/стабилизируется удельный вес активов КБ¹⁵⁴, пенсионных фондов. За 30 лет произошло снижение активов банков и кредитных учреждений до уровня 1/3 ВВП. При этом, в докризисные (2008г.) годы это снижение было еще большим. Это говорит о том, что институты финансового посредничества по мобилизации сбережений в целом достигли пика своего развития. Наряду с этим произошло увеличение доли пенсионных и инвестиционных фондов в совокупной финансовой системе до уровня развития банковской системы в докризисный период и некоторое снижение их удельного веса на посткризисный период. Наблюдается еще одна специфика: заметное снижение доли взаимных фондов и взаимных фондов (или ПИФ-ов) денежного рынка, что обусловлено активизацией инновационной деятельности, технологического прогресса. Наконец, существенное расширение доли государственного финансового посредничества, в особенности по части эмиссии и размещения долговых обязательств, стимулирование инвестиционной деятельности коммерческих банков, особенно после принятия известного решения ФРС 1999г.

¹⁵⁴ Например, известно, что кредитные вложения в экономику США в 1995г. составляли 144,7% от ВВП, в 2000г. – 198,4%, в 2005г. – 225,3%, а в 2012г. 228,6%.

<http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>

Таблица 2.6.

**Структура и соотношение всех активов основных
финансовых посредников к ВВП
в некоторых странах СНГ в 2011г.¹⁵⁵**

Финансовые посредники	Армения	Украина	Россия	Китай	США
1	2	3	4	5	6
Коммерческие банки	93.3	79.6	60.2	79.72	24.7
Негос-ные пенсионные фонды	1.0	0.009	0.6	0.57	16.5
Компании по страхованию жизни	1.0	5.6	1.4	1.5	11.5
Взаимные (инвестиционные) фонды	2.3	1.1	1.6	2.69	16.5
Взаимные фонды денежного рынка	-	-	0.7	0.29	4.9
Капитализация рынка (фонд. рынок)	2.3	13.6	35.6	15.21	25.8
Всего	100	100	100	100	100
ВВП, млрд. долларов	10.1	163.4	1899	7321	14991.3

¹⁵⁵ Таблица составлена по данным приложений 5, 6, 7, таблиц 1.4, 2.1 и 2.2 и ВБ (<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>).

1	2	3	4	5	6
Активы основных финансовых посредников, млрд. долларов	6.0 ¹⁵⁶	188.9	2234.8	22272.6	60636.2
Активы основных финансовых посредников к ВВП, %	59.2	115.6	117.7	304.2	404.5

Что же касается доли фондового рынка в активах финансовой системы США, то она имеет циклическую тенденцию повышения: например, капитализация фондовых рынков к ВВП США за 1998–2012гг. имела такую динамику: от наименьшего значения в 100.7% (2011г.) до наибольшего в 172.1% (1999г.). При этом, среднее значение составило 125.1%¹⁵⁷. Опыт этой страны и других развитых государств показывает, что, на наш взгляд, показатель капитализации фондового рынка после достижения рубежа в 100% начинает циклические колебания вокруг него. При этом, наблюдается спиралообразное, постепенное увеличение значения показателя по развитым странам ОЭСР в пределах 100–200%. Исключение составляют

¹⁵⁶ Без активов не банковских кредитных учреждений, составляющих порядка 250 млн. долларов к концу 2012г.

¹⁵⁷ <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?page=3>

некоторые города-оффшоры (например, в Гонконге в 2008г. капитализация рынка составила 606%).

Таким образом, данные таблиц 1.4. и 2.6. свидетельствуют, что развитие системы финансового посредничества, в целом, повсеместно предполагает наличие следующих основополагающих закономерностей:

- чем выше уровень развития страны, тем выше доля инвестиционных фондов, страховых компаний и пенсионных фондов («длинных» денег) в совокупных активах финансовых посредников;

- чем ниже уровень развития страны, тем выше в совокупных финансовых активах доля «коротких» денег и соответствующих институтов (КБ).

С учетом сказанного, рассмотрим структуру системы финансового посредничества РА, сложившуюся к началу 2014г. (Таблица 2.7). Она, как видим, отвечает параметрам системы финансового посредничества развивающегося государства среднего уровня: развитая банковская или, вернее сказать, кредитная система (более 96%) и определенные зародыши страховых компаний, инвестиционных агентов и иных финансовых организаций (менее 5% активов). При этом, если вычесть из состава иных финансовых организаций институты с «короткими» деньгами, то получается, что реально всего лишь 3% активов системы финансового посредничества заняты кредитованием экономики на долгосрочный период. Если же взять

в учет то обстоятельство, что в действительности часть финансовых активов инвестиционных и страховых компаний размещена в качестве депозитов в КБ или иных КУ, то получается, что на начало 2014г. в действительности всего лишь 2% активов финансовых посредников были заняты с институтами по инвестированию средств на развитие экономики в долгосрочный период. А с учетом капитализации армянского фондового рынка этот показатель достиг 2.4%.

В исследуемых нами странах постсоветского пространства (Россия, Украина, Китай) картина принципиально такая же. Но, при этом, есть существенные отличия по сравнению с Арменией (см.: данные Приложений 6, 7 и 8). **Первое:** в этих странах в системе финансового посредничества хорошо развит фондовый рынок (капитализация фондового рынка составляет: в России – 35%, в Китае – 15% и на Украине – 14%). **Второе:** в России, Китае и на Украине в совокупных активах системы финансового посредничества активную роль играют также страховые компании: соответственно, 1.6, 4.9 и 5.6% активов финансовой сферы. **Третье:** исследование структуры депозитов и кредитов БСА показывает, что в депозитах удельный вес населения существенно выше вкладов крупного бизнеса. Вместе с этим, в кредитах доминирует крупный бизнес. Параллельно с этим в депозитах удельный вес Еревана и крупных городов существенно меньше, чем в креди-

тах. **Четвертое:** участие иностранного капитала в банках РФ, Украины и Китая значительно ниже, чем в Армении (у нас очень высокий уровень этого показателя – 67%)¹⁵⁸.

Наличие не очень эффективной структуры финансового посредничества в случае с Арменией полностью подтверждается корреляционно-регрессионным анализом между экономическим ростом, валовыми накоплениями, иностранными инвестициями, капитализацией фондового рынка, кредитованием экономики, объемами денежных переводов трудовых мигрантов-армян, общим и государственным внешними долгами и объемом денежной массы (см.: данные Приложения 9 и 10). Этот анализ выявил интересную закономерность (см.: данные Таблицы 2.8.): валовое накопление, объем иностранных инвестиций, показатель денежной массы и денежные переводы трудовых мигрантов тесно коррелируются с показателем экономического роста (в размере, близком к единице: от 0,9 до 0,99). При этом, коэффициент детерминации R^2 не опускался ниже 0.8 (80%). Такую же корреляцию мы посчитали, сравнивая динамику показателей инвестиций в основной капитал (за 2000–2012 гг. этот показатель колебался между 101.0 и 469.7 млрд. драмов¹⁵⁹) и объема ВВП. Исключением стал 2008 год, когда объем инвестиций в основной капитал составил 858.7 млрд. драмов – истори-

¹⁵⁸ <http://www.banks.am/am/newsfeed/7804/>.

¹⁵⁹ <http://www.cisstat.org/>.

ческий пик этого показателя в стране. В то же самое время очевидно, что такие показатели, как: кредитование экономики со стороны КБ, общий внешний долг и, в особенности, государственный внешний долг с ростом экономики корреспондируют в гораздо меньшей степени. Следует отметить, что в Армении кредитование банками экономики оказывало на экономический рост страны меньшее влияние (0.882777), чем в целом в мире (0.992129). Это обстоятельство подсказывает, что эффективность кредитования армянской экономики намного ниже аналогичного показателя в мире. По нашему мнению, очевидным становится и то, что система финансового посредничества в нашей стране негосударственных активов отражается в элементах (источниках) роста ВВП. Это значит, что государственная инвестиционная активность, привлечение внешних долгов реализовывались неэффективно. Наряду с этим, следует также заметить, что если в мире рост всеобщего долга вызывает соразмерный рост ВВП (коэффициент корреляции равен 0.977957), то в Армении накопление долга в существенно меньшей степени способствует росту экономики (коэффициент корреляции равен 0.893406).

Таблица 2.7.

Структура активов финансовой системы РА по финансовым учреждениям в 2011–2013гг., %.¹⁶⁰

Название	2011	2012	2013
Банковская система	91,1	89,7	89.5
Кредитные союзы	5,3	6,4	6.4
Страховые компании ¹⁶¹	1,1	0,9	1.5
Инвестиционные агенты	1,4	1,5	0.8
Другие финансовые организации	1,1	1,5	1.8

¹⁶⁰ Հայաստանի հանրապետության Կենտրոնական Բանկ: Տարեկան հաշվետվություն, 2011, էջ 25, Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական Բանկ: Տարեկան հաշվետվություն, 2012, էջ 32: Հայաստանի հանրապետության Կենտրոնական Բանկ: Տարեկան հաշվետվություն, 2013, էջ 25:

Данные таблицы составлены без учета величина фондового рынка РА. В 2012г. капитализация фондового рынка страны составляла 132 млн. долларов или 1.3% ВВП.

¹⁶¹ Закон «О страховании» Республики Армения был принят еще в 2007г. (см. «Ապահովագրության և ապահովագրական գործունեության մասին» Հայաստանի հանրապետության օրենքը, ընդունված ՀՀ ԱԺ կողմից 2007թ ապրիլի 9-ին,

<http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=3012&lang=arm>), но реальное увеличение активов страховых компаний произошло только в 2011г. в результате принятия изменений к вышеупомянутому Закону НС РА 18 мая 2010г., приведшего к принудительной (обязательной) страховке автомобилей.

Интересная закономерность была отмечена также между экономическим ростом, с одной стороны, и увеличением внутреннего потребления и экспорта, с другой стороны: объем внутреннего спроса за последние 15 лет намного больше повлиял на темпы экономического роста, нежели экспорт (Таблица 2.9.). В первом случае коэффициент корреляции составлял 0,985167, тогда как в случае с экспортом этот коэффициент равнялся 0.811918. Такому результату не следует удивляться, так как для небольших стран присущи подобные тенденции. Например, в 2009–2011гг. эти тенденции были свойственны также экономике Швеции¹⁶². Мы проанализировали также аналогичные показатели экономики Украины за 2000–2013гг. (данные приведены в Приложении 10). Результаты показали поразительное сходство с ситуацией в Армении. В наибольшей степени воздействовали на рост ВВП Украины ДТМ, денежные доходы населения, экспорт и рост денежной массы (коэффициенты корреляции, соответственно, составили 0,981258; 0,994463; 0,981875 и 0,997586). В то же самое время показатели капитальных инвестиций, прямых иностранных инвестиций, кредитования экономики банками и общего внешнего долга (соответственно, 0,872609; 0,721911; 0,937420 и 0,844670)

¹⁶² Swedish fiscal policy. Report of the swedish fiscal policy council 2012. Fiscal policy council, Box 3273, SE – 103 65 Stockholm, Kungsgatan 12–14. P. 12.

в меньшей степени влияли на рост экономики, хотя проявляли достаточно высокую взаимосвязь с темпами этого роста. Что же касается показателя капитализации фондового рынка страны, то здесь взаимосвязь с ростом экономики была незначительной (коэффициент корреляции, при этом, равен 0,315377). Это значит, что в украинской экономике, как и в армянской, мероприятия по расширению совокупного спроса за 2000–2013гг. в гораздо большей степени стимулировали рост экономики, нежели мероприятия по расширению совокупного предложения.

Достаточно интересные результаты были получены при анализе динамики показателя АСФА по Армении за 1997–2012гг. Так, в конце 90-х прошлого столетия, при норме валовых накоплений в пределах 16–18% к ВВП (см.: данные Приложения 9), темпы экономического роста составляли 4–6%. В частности, например, в 1997г. валовые накопления (130 млрд. драмов) составили 16.2% от ВВП (804 млрд долларов) и обеспечили экономический рост в 3.3%. В последующие годы соотношение валовых накоплений к ВВП повысилось. В 2006–2007гг. это соотношение достигло 35–36%. Темпы прироста ВВП достигли своего апогея – 13.8% в 2007г. В 2008г. валовые накопления к ВВП составили 38.9% (1419 млрд. драмов к 3646 млрд. ВВП). Но произошло снижение темпов прироста ВВП до 6.8%. Некоторое влияние на снижение тем-

пов оказало, конечно, начало мирового экономического кризиса в конце 2008г. Но в целом, как нам кажется, здесь сработало другое: превышение уровня накопления свыше 35% к ВВП привело к чрезмерному относительно-му сокращению потребления, что, в свою очередь, обусловило резкое падение эффективности инвестиций. Для Армении пиковым является соотношение 1:3, т.е. когда единица инвестиций обеспечивает прирост ВВП на 0.33 единицы. Такая закономерность наблюдается в диапазоне, когда соотношение инвестиции (накопления) / ВВП находится в промежутке от 20 до 30%. Именно поэтому, по нашим расчетам, значение показателя АСФА в Армении составляет 1.8–2.2 при определенном соотношении «накопления/ВВП» и падает ниже этого уровня при чрезмерном повышении или понижении норм потребления.

Таблица 2.8.

Корреляция, парная регрессия и коэффициент детерминации между ростом экономики, инструментами финансового посредничества и ДТМ в Армении за 1997–2013гг.¹⁶³

Инструменты финансового посредничества	Корреляция с ростом экономики	Парная регрессия	Коэффициент детерминации R ²
1	2	3	4
Валовое накопление основного капитала	0.922450	$y=0.336x - 125.9$	0.850
Иностраные инвестиции	0.843547	$y=0.065x - 26.8$	0.711
Капитализация рынка	0.946599	$y=0.059x - 76.9$	0.896
Кредитование экономики банками	0.882777	$y=99.67x - 401.0$	0.781
Объем денежных переводов трудовых мигрантов	0.919774	$y=0.537x - 557.9$	0.846
Общий внешний долг	0.893406	$y=1.803x - 1076$	0.798
Государственный внешний долг	0.869891	$y=0.888x - 368.2$	0.772
Денежная масса	0.949898	$y=0.362x - 311.2$	0.902

¹⁶³ Корреляция рассчитана на основе данных Приложения 7.

Таблица 2.9.

Корреляция, парная регрессия и коэффициент детерминации между ростом экономики и экспортом товаров и услуг, конечным потреблением домашних хозяйств и конечным потреблением государственных учреждений за 1997–2013гг.¹⁶⁴

Показатели	Корреляция с ростом экономики	Парная регрессия	Коэффициент детерминации R ²
1	2	3	4
Экспорт товаров и услуг	0.811918	$y=0.140x - 154.0$	0.659
Объем конечного потребления домашних хозяйств	0.985167	$y=0.690x - 252.5$	0.970
Объем конечного потребления государственных учреждений	0.968998	$y=0.121x - 16.67$	0.939

¹⁶⁴ Корреляция рассчитана на основе данных Приложения 9. Данные по конечному потреблению домашних хозяйств и государственных учреждений проанализированы за 1997–2011гг.

В целом, специалисты предполагают по Армении более быстрый, по сравнению с КБ, рост основных показателей страховых компаний на ближайшие годы. Тем не менее, по некоторым прогнозам, за 2012–2014гг. объем страховых выплат этих компаний (основной показатель деятельности страховых компаний) вырастет на 66%¹⁶⁵, тогда как активы КБ – на 63%¹⁶⁶. Это свидетельствует о том, что эксперты ЦБ РА не намерены серьезно нарушать монополию КБ в генерации сбережений в стране. И, действительно, прогнозы по динамике активов страховых компаний более пессимистичны – 34.1%¹⁶⁷. Еще хуже

¹⁶⁵ ՀՀ ապահովագրական համակարգի հնարավոր զարգացումները 2012–2014թթ. (ըստ ապահովագրական ընկերությունների 2012–2014թթ. զարգացման ծրագրերի), ՀՀ ԿԲ ֆինանսական համակարգի կայունության և զարգացման վարչություն. Եր., 2012, էջ 10:

(<https://www.cba.am/AM/panalyticalmaterialsresearches/INSURANCE%20STRATEGY%202012-2014.pdf>).

¹⁶⁶ ՀՀ բանկային համակարգի հնարավոր զարգացումները 2012–2014թթ. (ըստ բանկերի 2012-2014թթ. զարգացման ծրագրերի), ՀՀ ԿԲ ֆինանսական համակարգի կայունության և զարգացման վարչություն. Եր., 2012, էջ 18:

(<https://www.cba.am/AM/panalyticalmaterialsresearches/Banks%20Strategy%202012-2014.pdf>).

¹⁶⁷ ՀՀ ապահովագրական համակարգի հնարավոր զարգացումները 2012–2014թթ. (ըստ ապահովագրական ընկերությունների 2012–2014թթ. զարգացման ծրագրերի), ՀՀ ԿԲ ֆինանսական համակարգի կայունության և զարգացման վարչություն. Եր., 2012, էջ 11:

(<https://www.cba.am/AM/panalyticalmaterialsresearches/INSURANCE%20STRATEGY%202012-2014.pdf>).

обстоят дела по прогнозам структуры этих активов. Так, если по состоянию на 31.12.2011 47.3% активов страховых компаний были размещены в виде депозитов в КБ, то прогнозируется, что в 2014г. эта цифра увеличится до 49.9%¹⁶⁸. Таким образом, происходят искажение и девальвация страхового рынка: размещая в большинстве своем свои активы в виде депозитов, армянские страховые компании вновь превращают «длинные» деньги, долгосрочные сбережения в короткие финансовые ресурсы и становятся придатками КБ. Теряется весь смысл страхового рынка как инструмента финансового посредничества. Как мы уже заметили, лишь небольшая часть (опыт передовых, финансово развитых государств показывает до 20%) активов страховых компаний должна быть размещена в виде депозитов в КБ исключительно в целях обеспечения многосторонней диверсифицированности финансовых рынков.

Строго говоря, укорачивание «длинных» денег посредством депонирования средств страховых инвестиционных компаний, перекредитование, наличие больших депозитов одних КБ в других, рост удельного веса средств КБ на корреспондентских счетах ЦБ – инструменты, посредством использования которых БСА Армении продолжает удерживать позиции КБ, сдерживать

¹⁶⁸ Там же. С. 11.

рост иных активов системы финансового посредничества в стране. Так, на 31.12.2011г. 4% активов банков составляли депозиты в других банках¹⁶⁹. Более того, если учитывать, что 16% активов КБ составляют корреспондентские счета в ЦБ и других банках, то получается, что депозиты и корреспондентские счета одних КБ в других КБ и ЦБ составляют двузначную цифру¹⁷⁰. Совершенно очевидно, что через эти инструменты БСА постоянно «переливает» в свою пользу средства небанковских институтов системы финансового посредничества.

Анализ развития фондового рынка в постсоветских странах показывает, что и в этом случае подтверждается высказанная ранее мысль о спиралообразном и циклическом развитиях фондового рынка. Так, в Китае за 1998–2012гг. наивысший уровень капитализации фондового рынка наблюдался в 2007г. – 178.9%, а наименьший в 1998г. – 22.7%, среднее значение за 15 лет – 58.9%. Для РФ эти цифры, соответственно, составили: 115.6% (2007г.), 7.6% (1998г.) и 50.7%, а для Украины – 78.3%

¹⁶⁹ ՀՀ բանկային համակարգի հնարավոր զարգացումները 2012–2014թթ. (ըստ բանկերի 2012–2014թթ. զարգացման ծրագրերի), ՀՀ ՎԲ ֆինանսական համակարգի կայունության և զարգացման վարչություն. Եր., 2012, էջ. 19
(<https://www.cba.am/AM/panalyticalmaterialsresearches/Banks%20Strategy%202012-2014.pdf>).

¹⁷⁰ Там же.

(2007г.), 1.4% (1998г.) и 18.7%¹⁷¹. Армения является одной из наиболее отсталых стран СНГ. Соответственные цифры по нашей стране составили: 1.6% (2009г.), 0.1% (2001г.) и 1%; по Грузии – 9.1% (2010г.), 0.8% (2000г.) и 5.6%; по Казахстану 53.9% (2006г.), 5.4% (2001г.) и 21.1% и т.д. Ниже Армении по странам СНГ было только в РБ. Можно констатировать, что упразднение КЦБ РА¹⁷² в 2006г. и последующая передача ее функций ЦБ, как нам кажется, стала ошибкой: банковская подсистема, как институт системы финансового посредничества, не может способствовать развитию другой, конкурентной подсистемы – института фондового рынка. За 2007–2012гг., после передачи функций надзора и регулирования ЦБ РА, уровень капитализации рынка «вырос» с 1.1 до 1.3%, т.е. прирост составил всего лишь 0.2%, тогда как за предыдущие 6 лет (2001–2006гг.) этот прирост был 0.8%¹⁷³.

Таким образом, несмотря на противоречивые тенденции, в настоящее время в мире наибольшее развитие получают институты, превращающие сбережения в инвестиции и институты, быстро видоизменяющие активы. Армения далеко отстает от этих процессов. Считавшейся традиционно сильной банковской система РА стала

¹⁷¹ <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>.

¹⁷² КЦБ РА была создана в соответствии со статьей 3 Закона РА 2000г. «О регулировании рынка ценных бумаг»

(<http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=1762>).

¹⁷³ <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?page=2>

настоящей преградой на пути развития страны. Система должна быть реформирована: акцент должен быть сделан на стимулирование роста специализированных и динамичных КБ.

Анализ развития системы финансового посредничества в постсоветских странах и сопоставление динамики этого развития с США показывает, что, несмотря на наличие современных тенденций (в смысле быстрого роста) динамики финансового посредничества, на постсоветском пространстве это развитие происходит на фоне явного доминирования банковской системы, кредитных учреждений. Мы полагаем, что, при этом, имеет место «эффект бумеранга»: чем больше ресурсов из экономики стекается в банковскую систему, стимулируя в среднесрочную перспективу развитие этой подотрасли финансового посредничества, тем меньше ресурсов остается для роста других подотраслей финансового посредничества (институты «длинных» денег: пенсионное обеспечение, страхование, инвестиционные фонды, фондовый рынок и т.д.) в долгосрочную перспективу. Следовательно, на наш взгляд, соблюдение баланса в развитии различных подотраслей финансового посредничества является гарантией для устойчивого развития всей финансовой системы. Если структура системы финансового посредничества не гармонична, перегнута в какую-то сторону, например, как чрезмерно развитая банковская система, то воспроиз-

водство экономики дорожает, темпы роста снижаются, АСФА падает.

С учетом вышесказанного, основными недостатками развития финансовой системы в Армении являются:

- **отсутствие мощностей по производству и воспроизводству «длинных» денег;**
- **недостаточное разнообразие инструментов накопления;**
- **ограниченное поле сбережений;**
- **чрезмерная концентрация инвестиций в руках крупного бизнеса и, отсюда, социальное противоречие между сбережениями граждан, представителей МСБ и инвестиционной деятельностью крупных компаний;**
- **переток сбережений населения из сел и небольших населенных пунктов в крупные города, чрезмерная концентрация инвестиций в ереванском мегаполисе.**

2.3. Проблемы макроэкономического регулирования и надзора системы финансового посредничества Республики Армения

Итак, проведенный в предыдущем параграфе анализ выявил основной недостаток развития системы финансового посредничества на постсоветском пространстве: превалирование банковской системы (подсистемы) над остальными подсистемами финансового посредничества. Именно из-за этого в Армении имело место резкое снижение темпов экономического развития за 2008–2014гг., снижение коэффициента АСФА, падение предельного продукта по инвестициям, вывоз капитала из страны и т.д. В связи с этим, нам предстоит выяснить: какие существуют проблемы макроэкономического регулирования и надзора финансовой системы РА. В дальнейшем, в третьей главе работы будут выдвинуты предложения по решению этих проблем.

Прежде всего, следует остановиться на особенностях государственной политики развития финансовой системы в наши дни. И здесь, в первую очередь, нужно упомянуть о повсеместно установившейся тенденции разделения регулирования и надзора деятельности этих структур. Эта тенденция началась еще в континентальной Европе, далее перешла в США и, наконец, установилась также в такой консервативно управляемой стране, как Ве-

ликобритания¹⁷⁴. В настоящее время она широко проникает и в страны Восточной Европы. В Украине также приступили к разделению функций регулирования и надзора финансовых институтов. Регулятивные функции осуществляются Национальным Банком Украины, а надзор постепенно переходит к ФГВФЛ. При этом, отмеченный фонд должен гарантировать вклады не только физических, но также юридических лиц¹⁷⁵. Такая же проблема стоит перед РФ, так как здесь агентство страхования вкладов также создано для страхования вкладов физических лиц¹⁷⁶. Опыт многих стран свидетельствует, что для осуществления объективного, беспристрастного надзора роль независимых от ЦБ институтов должна быть существенной. Так, в США банковским надзором помимо ФРС, занимаются МФ, правительства штатов, ФКСД, в Канаде это – прерогатива МФ, в Японии – МФ и Банка Японии, в Италии регулируется межминистерским комитетом по кредитам и сбережениям, Банком Италии и Национальной комиссией по контролю за финансовыми

¹⁷⁴ См.: Investment Management Certificate, Unit 1: Investment Environment Manual, Edition 18.2, 7city Learning, 2013, Regulation of investment institutions. PP. 32–33.

¹⁷⁵ См. также: Огієнко В.І., Система гарантування депозитів фізичних осіб в Україні: Монографія За наук. Ред.. д-ра екон. наук, проф. Т.С. Смовженко. Львів: ЛБІ НБУ, 2006. С. 141.

¹⁷⁶ См. статьи 6, 43, 44 Федерального Закона «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации» 23 декабря 2003г. № 177-ФЗ.

компаниями и фондовой биржей, во Франции банковский надзор возложен на Банковскую комиссию – государственный административный орган, независимый от Банка Франции, но тесно с ним взаимодействующий, в Турции создано отдельное Агентство банковского регулирования и надзора¹⁷⁷.

ФКСД США, например, определяет закрытие проблемных банков, принимает решения о передаче активов¹⁷⁸. Такое изменение политики надзора продиктовано мировыми тенденциями: факт в том, что практически нигде не признается исключительность и монопольное право ЦБ в деле финансового надзора, и, соответственно, производится перераспределение этих функций. Следует, при этом, добавить, что в некоторых странах ЕС созданы единые государственные органы финансового надзора (Австрия, Великобритания, Германия, Венгрия, Швеция). При этом, как правило, ЦБ всего лишь принимают участие в надзоре. В Дании и Люксембурге ЦБ вообще не принимают участия в надзорской деятельности. Правда, в некоторых странах надзорская деятельность сконцентрирована в рамках ЦБ (Ирландия, Испания, Польша, Порту-

¹⁷⁷ Поляков В.П., Московкина Л.А. Структура и функции центральных банков. Зарубежный опыт: учебное пособие М.: ИНФРА-М, 1996. СС. 141–149.

¹⁷⁸ См.: например, сообщение “The Wall Street Journal” о банкротстве крупнейшего регионального банка США “Colonial BancGroup” в августе 2009г. (<http://news.mail.ru/economics/2826686/>).

галия. Чехия и др.). В третьих странах (Италия, Нидерланды) возобладала концепция «двух вершин»: распределение обязанностей по финансовому надзору между двумя органами. При этом, один из этих органов обеспечивает пруденциальную надежность финансовых посредников, а другой занимается прозрачностью ведения бизнеса¹⁷⁹. В настоящее время ЕС находится в поисках создания единого европейского финансового регулятора и надзорного органа¹⁸⁰. Можно констатировать, что в 2014–2015гг. этот процесс завершится. Как нам кажется, тот, кто занимается регулированием, не может заниматься надзором. Наша позиция предельно ясна: если, предположим, в финансовой системе произошла ошибка из-за неправильного регулирования, то регулирующий орган оказывается в зоне конфликта интересов. Именно поэтому, как нам представляется, в мире постепенно надзорские функции переходят финансовым независимым от ЦБ органам.

В Армении государственное управление системой финансового посредничества за последнее десятилетие

¹⁷⁹ Банковский надзор: европейский опыт и российская практика. Пособие, подготовленное в рамках «Обучение персонала Банка России. Этап III». // Под ред. Микаэа Олсена, 2005. СС. 24–26.

¹⁸⁰ Известно, что ЕЦБ, в отличие от ФРС или НБУ, регуляторские и неадзорные функции не реализовывал. Теперь в Европе подумывают о создании такого органа, правда, вне рамок ЕЦБ.

(<http://mail.google.com/mail/?ui=2&ik=4ad14f44da&view=att&th=125588fc62378ed0&attid=0.1&disp=vah&zw>).

развивалось противоречиво: определенные эволюционные успехи не всегда сопровождались правильными управленческо-организационными решениями. Особо спорными, на наш взгляд, являются два события. **Первое:** ЦБ РА были переданы абсолютно все права по экономическому и административному регулированию деятельности всех институтов финансового посредничества. Например, только за последнее десятилетие в распоряжение ЦБ законодательно были переданы все права по регулированию деятельности (помимо КБ, кредитных учреждений, обменных пунктов, ломбардов) рынка ценных бумаг, компаний, занимающихся обязательным государственным страхованием автомобилей (УТТУ), всей системы обязательной накопительной пенсионной системы и т.д. При этом, решения, постановления и иные нормативные акты ЦБ по регулированию деятельности отмеченных институтов (например, утверждение СЭНР) в судебном порядке не могут быть обжалованы. Исключение составляют лишь случаи, предусматривающие возможность обжалования этих нормативных актов на предмет их соответствия Конституции страны в КС РА. **Второе:** ЦБ РА, наряду с регулированием, занимается также надзором деятельности регулируемых им институтов (КБ, КУ и КС, фондовый и страховой рынок, НПФ, инвестиционные фонды и т.д.). Как уже отмечалось выше, историческое развитие системы финансового посредничества привело к

тому, что на начало XX века повсеместно, за некоторыми исключениями, функции регулирования и надзора финансовых макрорегуляторов разделяются. Основной причиной такого подхода стал кризис 2008–2009 гг., который показал, что совмещение отмеченных двух функций в лице одного мегарегулятора вызывает конфликт интересов и снижает эффективность управления. Эти уроки в Армении не были учтены. Принятый в 2004 г. Законом «О гарантировании банковских вкладов физических лиц» макрорегулятор (ЦБ) стал учредителем ФГКВ (статья 17)¹⁸¹.

Как было отмечено во втором параграфе первой главы, мировой финансовый кризис 2008–2009 гг. разразился именно из-за того, что КБ было разрешено инвестировать средства в бизнес-проекты (эрозия, а затем полная отмена Закона Гласса-Стигалла в 1999 г.). Между тем, одной из причин российского дефолта 1998 г. была Инструкция Банка России № 1 от 1 октября 1997 г. «О порядке регулирования деятельности банков»¹⁸², которая разрешила банкам использовать ценные бумаги в портфеле активов. По нашему мнению, армянские законодатели также не учли негативных последствий такого слияния банковского и других видов бизнеса, когда в законах «О Центральном банке» и «О банках и банковской деятельности» от 1999 г. допустили подобную же возможность. Так, в зако-

¹⁸¹ <http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=2148&lang=arm>

¹⁸² Вестник Банка России, 1997, № 66.

не «О банках и банковской деятельности», принятом 30-го июня 1996г. армянскими законодателями, была предусмотрена 35-ая статья об инвестиционной и подписочной деятельности банков¹⁸³. На основе этого Совет ЦБ Армении решением N 237-Ն от 20-го сентября 2004г. утвердил Регулирование 2, где во второй главе предусматривал инвестиционную деятельность КБ и регулировал подписку акций со стороны последних¹⁸⁴.

Вместе с тем, необходимо иметь в виду, что на дальнейшее развитие структуры финансового посредничества в мире в целом и в Армении, в частности, будут влиять также ряд других факторов. Это внешние, по отношению к самой системе финансового посредничества, сигналы. **Первое**, по мнению многих экспертов, на усиление роли институтов финансового посредничества серьезное влияние будет оказывать постоянное повышение требований к капиталу банков со стороны «Базеля-III». В настоящее время эти требования серьезно влияют на цену кредитов КБ. Только за 2012г. 6 наиболее крупных банков Германии (Unicreditbank, Commerzbank, Deutsche

¹⁸³ См: Закон РА «О банках и банковской деятельности», принят 30 июня 1996г. ВС РА, Բանկային տեղեկագիր, հ.1. Եր.: Լոգիկա-ակունք ՄՊԸ, 2006թ., էջ 63:

¹⁸⁴ Բանկերի գործունեության կարգավորումը, բանկային գործունեության հիմնական սնտեսական նորմատիվները, Վանոնակարգ 2: Բանկային տեղեկագիր, հ.2. Եր.: Լոգիկա-ակունք ՄՊԸ, 2006թ., էջ 66:

bank, Bayern LB, LBBW, iTraxx Senior Financials) более чем удвоили (с 14 до 32 млрд. евро) свои расходы по пополнению капитала¹⁸⁵. В Армении приблизительно такая же картина. За 2008–2013гг. прирост общего капитала составил 90.5%, а уставного – 65.9% (Таблица 2.10). Иногда эти процессы принимают чрезмерные формы. Например, решение ЦБ РА в конце 2015г. об увеличении величины капитала КБ до 30 млрд. драмов с 01.01.2016г. является необоснованным. Капитал банка в Армении установлен в таких размерах, что в несколько десятков раз превышает аналогичный показатель РФ. Такой не очень разумный подход резко сокращает объемы кредитования со стороны КБ, делая кредиты более дорогими. Именно это произошло в 2015г. в банковской системе РА.

Второе: на структуру и объемы системы финансового посредничества большое влияние оказывает также структура доходов бюджета страны: чем больше доля прямых налогов, тем больший простор раскрывается для развития институтов финансового посредничества, так как при доминировании прямых налогов доля добавленной стоимости в совокупном выпуске растет. И, наоборот, при доминировании косвенных налогов простор для разворачивания институтов финансового посредничества уменьшается. Сказанное четко вырисовывается при изу-

¹⁸⁵ Viele regulatorische Baustellen, Wirtschaftsblatt, Mittwoch 29 Mai 2013, seite 13.

чении структуры бюджета ЕС. Поначалу (1958г.) здесь преобладали финансовые взносы стран-членов, затем (60-е и 70-е годы) ощущалось доминирование как взносов, так и собственных ресурсов (таможенные сборы), в 80-е годы и до середины 90-х более важное значение приобрели отчисления от НДС и, наконец, в XX веке начали преобладать отчисления от валового национального дохода¹⁸⁶. Это позволило увеличить роль стран-членов в функциях надзора над финансовыми институтами, несмотря на критику о якобы исчезнувшей гармонии в управлении институтами финансового посредничества в ЕС. Наконец, **третье**: на изменение структуры финансовой системы непосредственное влияние окажет развитие новых институтов финансового посредничества. В первую очередь, при этом следует упоминать фонды хеджирования, управления активами и богатством. В Приложении 3 мы представляем, что активы этих фондов уже приближаются к номинальной величине ВВП США. В Европе и Азии их диффузия пока еще отстает от показателей США, но темпы ошеломляют. Приложение 4 иллюстрирует быстрый рост глобальных активистов или так называемых активистов-инвесторов по управлению активами – в 7 раз за 10 лет.

¹⁸⁶ Administrative performance differences between member states recovering traditional own resources of the European Union, European Parliament, Directorate general for internal policies. Policy department D: budgetary affairs, Study, 2013. P. 32.

Таблица 2.10.

**Динамика показателей общего и уставного капиталов
в БСА на период 2008–2013 годы по состоянию на
31 декабря соответствующего года, млн. драмов.¹⁸⁷**

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1	2	3	4	5	6	7
Общий капитал	239290	286807	330299	375094	409509	456032
Уставной капитал	152461	189235	203799	233945	244126	253061
Совокуп. депозиты	491051	717245	758863	1053772	-	-
Общие обязат-ва	797658	1059297	1237183	1698955	2002660	2487701
Общие активы	1036250	1346105	1567483	2074049	2412169	2943734
Кредиты	627550	723882	1001149	1337246	1526677	1913457

Еще одной проблемой макроэкономического регулирования армянской финансовой системы является ее закрытость. Это странно, если иметь в виду, что из 8.6 млн. армян лишь 3 млн. проживает в Армении. Тем не

¹⁸⁷ Арминфо, № 65, 10.02.2011; №69, 15.02.2011; № 73, 18.01.2013; № 75, 17.07.2013.

менее, армянская финансовая система недостаточно интегрирована в мировую банковскую и финансовую систему. В первом параграфе второй главы данной работы, при исследовании динамики развития финансовой системы нашей страны, было нетрудно убедиться в том, что динамика основных финансовых показателей в Армении зачастую бывает обратной по отношению к динамике мировых тенденций, тенденций в рамках стран-СНГ. Так, показатель «кредиты/ВВП» в Армении (Таблица 2.1) снижался в период 2002–2004гг., когда во всем мире и в странах СНГ просходило увеличение значения этого показателя и, наоборот, он начал бурно расти в 2008–2010гг., когда мировая финансовая система находилась в шоковом состоянии в связи с кризисом 2008–2009гг. Данные Таблицы 2.11. показывают, что БСА не является открытой среди стран СНГ. Несмотря на определенный прогресс в последние годы, тем не менее, банковские системы Украины, Казахстана, Молдовы и Грузии на протяжении последних 10 лет являлись более открытыми. В отдельные годы лучшими по сравнению с нами были также банковские системы России и Кыргызстана.

Другим важным недостатком системы финансового посредничества в Армении является слабый уровень развития частного кредитования. В экономической литературе под этим понимаются кредиты, выданные частному

сектору со стороны депозитных банков¹⁸⁸. Как видно из Таблицы 2.12, Армения занимает предпоследнее место в странах СНГ (данные по Узбекистану, Кыргызстану, Таджикистану и Туркменистану отсутствуют). Если низкий показатель по Азербайджану понятен (основная масса финансовых ресурсов в этой стране формируется под потоки добычи и поставок углеводородного сырья), то низкий уровень частного кредитования в армянской экономике, на наш взгляд, свидетельствует, что на самом деле в нашей стране финансовые потоки жестко контролируются и во многом обусловлены активностью Правительства страны на рынках внешнего заимствования.

¹⁸⁸ Global development finance, Rethinking the role of the state in finance, 2013. P. 161 (http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2012/09/20/000356161_20120920032901/Rendered/PDF/728030PUB0Publ07926B009780821395035.pdf); Demirgüç-Kunt, Asli and Ross Levine. 2008. «Finance, financial sectors policies, and long run growth.» M.Spence growth commission background paper 11, World Bank, Washington, DC.

Таблица 2.11.

**Открытость банковских систем в странах СНГ,
2003–2012гг. (сумма иностранных активов
и/или обязательств в % к ВВП).¹⁸⁹**

Годы / Страны	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011 ¹⁹⁰	2012
Азербайджан	4.6	3.5	2.9	4.0	5.5	9.7	-	-	-	-
Армения	9.8	10.6	7.2	6.4	8.6	10.2	15.6	-	42.8	-
Беларусь	4.0	4.6	5.3	5.1	8.3	7.2	10.1	-	9	-
Грузия ¹⁹¹	-	-	7.7	10.0	17.0	20.2	19.4	-	-	-
Казахстан	17.3	22.9	34.3	52.7	59.0	42.6	45.0	-	-	-
Кыргызстан	12.1	15.1	16.1	13.8	12.0	12.3	19.7	-	14	-
Молдова	8.7	7.2	8.1	11.6	13.2	13.6	17.0	-	27.7	-
Россия	9.9	8.7	10.3	15.5	18.3	18.3	20.7	7.5	15.8	-
Украина	6.0	7.1	8.9	13.7	21.4	23.1	30.2	-	39.4	39.9

¹⁸⁹ Таблица составлена по данным: *Абалкина А.* Развитие банковских систем стран СНГ: особенности финансового посредничества и открытость. «Казахский экономический вестник», № 2–3, 2013. С. 78; Межгосударственного Статистического Комитета СНГ (http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/category?cat_id=64097; http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/class_country_10.htm&pid=svs&sid=mip_vsitobs2).

¹⁹⁰ Рассчитано по: Հայաստանի հանրապետության Կենտրոնական Բանկ: Տարեկան հաշվետվություն, 2012, էջ. 33; . James R. Barth, Gerard Caprio, Jr., Ross Levine, Bank regulation and supervision in 180 countries from 1999 to 2011, Working Paper 18733 (<http://www.nber.org/papers/w18733>).

¹⁹¹ В октябре 2008г. Грузия вышла из СНГ.

Таблица 2.12.

**Уровень частного кредитования в некоторых странах
СНГ, Китае, США, Японии и Германии
в 2008–2010гг., в % к ВВП.¹⁹²**

Страны	Частное кредитование
Армения	19.8
Азербайджан	16.0
Грузия	30.5
Беларусь	29.8
Казахстан	45.8
Россия	41.3
Украина	66.0
Китай	111.1
США	60.0
Япония	103.7
Германия	109.1

**Таким образом, дальнейшее развитие системы
финансового посредничества в Армении произойдет в
условиях резкого повышения роли и значения инсти-**

¹⁹² Global development finance, Rethinking the role of the state in finance, 2013. PP. 161–166 (http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2012/09/20/000356161_20120920032901/Rendered/PDF/728030PUB0Publ07926B009780821395035.pdf).

тутов с «длинными» деньгами. Потенциал экономического роста посредством стимулирования потребления лимитирован. Новая финансовая политика требует также решения ряда ключевых вопросов управления традиционными институтами финансового посредничества: сепарация функций регулирования и надзора, нейтрализация влияния базельских комитетов по увеличению адекватности капитала в целях недопущения удорожания активных операций финансовых агентов, ведение адекватной налогово-бюджетной политики, обеспечение открытости финансовой системы.

ГЛАВА III

ФОРМИРОВАНИЕ ДИНАМИЧНОЙ СТРУКТУРЫ ФИНАНСОВОГО ПОСРЕДНИЧЕСТВА В АРМЕНИИ И ПОВЫШЕНИЕ ЕЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ

3.1. Основные тенденции развития финансовой системы в глобальной экономике

Теоретический и практический анализ эволюции системы финансового посредничества позволяет нам обобщить тенденции развития и предугадать дальнейший ход развития.

Итак, **первой**, наиболее очевидной тенденцией современной системы финансового посредничества является то, что по мере развития экономики удельный вес институтов с «длинными» деньгами увеличивается. Это естественно: чем богаче живем, тем дальше видим, тем шире экономический горизонт. Однако само это удлинение горизонта происходит спиралеовидно. Не всегда сбереженные, трансформированные и впоследствии инвестированные деньги в целом обеспечивают больший прирост экономики, нежели средства, непосредственно потраченные на потребление. И не всегда более развитые государства

нуждаются в большем сбережении, нежели менее развитые. В целом, специфическим изменением мировой финансовой системы является снижение доли кредитов и ссуд в структуре активов КБ и иных кредитных учреждений и повышение доли ценных бумаг, денежных и торгуемых активов¹⁹³.

При выборе тех или иных инструментов государственного регулирования финансовой сферы важно диагностировать полезность денег путем сопоставления эффектов потребления и инвестирования. В этом плане коэффициент АСФА может оказать хорошую услугу: становится возможным сопоставить эффекты и от потребления, и от инвестирования. Появляется теоретическая и практическая возможность выстроить ряд рекомендаций в зависимости от уровня и структуры развития экономики отдельных стран. С этой точки зрения характерными были действия правительств в период борьбы с кризисом 2008–2009гг. США сначала в качестве антикризисных мер взяли на вооружение рекомендации министра финансов Г. Полсона: около 700 млрд. долларов предусматривалось потратить на поддержание предложения. Это решение оказалось верным. Нужно было поддержать спрос: коэффициент АСФА в этом случае был выше. Вскоре,

¹⁹³ См. также: *Додонов В.* Меры монетарного регулирования и их роль в формировании предпосылок возникновения нового кризиса. «Казахский экономический вестник», № 2–3, 2013. С. 52.

после прихода к власти администрации Б. Обамы (февраль 2009г.) новый министр финансов Т. Гейтнер приостановил действие планов Полсона. Германия сразу правильно сориентировалась. У крупнейшего мирового экспортера в то время ожидался наибольший спад. Правительство А. Меркель выделило 50 млрд. евро на поддержку отечественного потребителя. В результате, потери от экспорта удалось снизить. РФ сначала потратил 250 млрд. рублей на поддержку курса рубля, а потом еще 2.5 трлн. рублей было выделено КБ. Кризис углубился¹⁹⁴. Лишь с апреля 2009г. Правительство РФ пошло на стимулирование спроса. Стало легче, но спад составил 7.8%¹⁹⁵. Китай с началом кризиса поделил страну на отдельные зоны (каскадный принцип): оффшоры, средняя зона и далекие районы. Затем применил различные методы поощрения. В итоге в 2009г. экономический рост оказался более чем солидным для времен кризиса – 9.4%. Действия армянского правительства были также направлены на поддержку предложения. На это были потрачены бюджетные средства и кредит РФ на сумму 500 млн. долларов. Результатом этого оказался спад в 14.1%¹⁹⁶. Впоследствии (2010–2013гг.) армянское правительство неод-

¹⁹⁴ http://www.dp.ru/a/2009/02/20/Boris_Nemcov_U_krizisa_i/
<http://news.mail.ru/economics/2378156/>

¹⁹⁵ <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>

¹⁹⁶ Там же.

нократно старалось поддерживать предложение, но не могло управлять эффективностью инвестиций. Опыт показывает: если таких инструментов нет, расширение инвестиций может ухудшить ситуацию. Таким образом, потребление и инвестиции в глобальном мире оказываются в циклической взаимозависимости: эффективность влияния этих компонентов воспроизводства на экономический рост меняется, что обуславливает циклические изменения в инструментах регулирования деятельности институтов финансового посредничества.

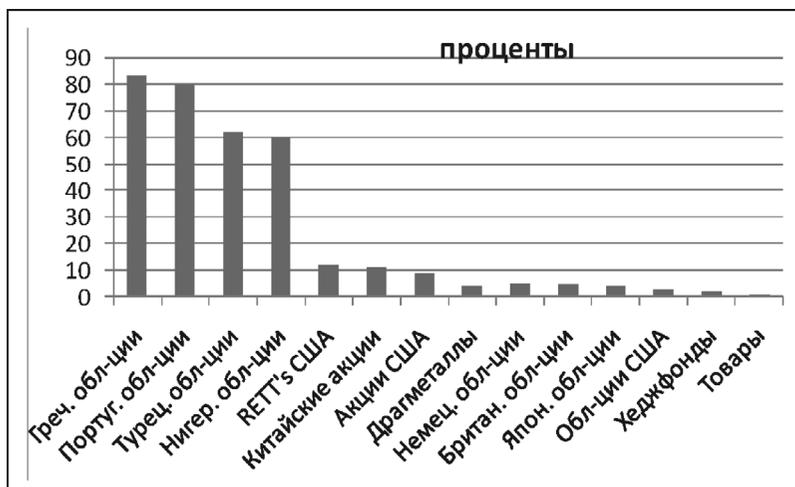


Рис. 3.1. Доходность государственных облигаций и других активов за январь–декабрь 2012г.¹⁹⁷

¹⁹⁷ Selected total returns, Jan 1st–Dec 18th, asset performance, \$ terms, %, The Economist, December 22nd 2012, January 4th 2013. P. 139.

Следующей, **второй**, очевидной тенденцией современной финансовой системы является активная роль государств на рынке ценных бумаг и манипулирование доходностью государственными казначейскими облигациями и иными бумагами. На Рис. 3.1. мы видим, что, в отличие от таких показателей, как средний уровень тарифов (в рамках ВТО), уровень бюджетного дефицита по странам, темпы экономического роста, инфляция и т.п., уровень доходности государственных облигаций разительно отличается даже между странами, находящимися в монетарном союзе. Так, разница в уровне доходности немецких (с одной стороны) и греческих, португальских, с другой, государственных облигаций составляет разницу в 15–16 раз. Если же сравнить облигации различных государств различными валютами, то уровень доходности колеблется в 100 раз. Наряду с этим, неуклонный рост процентной ставки по отдельным ценным бумагам, особенно по долгосрочным (десятилетним) казначейским векселям, является, пожалуй, самой подчеркнутой спецификой последних десятилетий. Эти тенденции стали ярко проявляться еще 15 лет назад (см. Приложение 12). Из данных приложения видно, что еще 1.5 десятилетия назад доходность государственных облигаций существенно уступала бумагам коммерческих и финансовых компаний. Например, по трехмесячным облигациям эта разница достигала 5%. Но вскоре на финансовых рынках хорошо стали сра-

батывать такие инструменты, как 5-летние и 10-летние казначейские векселя. Эти инструменты финансового рынка стали самыми живучими за последние 30 лет (см.: Рис. 3.2). При этом, рекордсменами были 10-летние государственные облигации. Их доходность постоянно была высокой. В посткризисный период роль этого инструмента усилилась настолько, что, с одной стороны, в настоящее время они рассматриваются как основной индикатор, термометр экономического состояния государственных финансов и, с другой стороны, аккумулируют основные сбережения финансовых и нефинансовых корпораций, искусственно раздувают и так уже раздутые границы финансовых систем.

Данные Приложений 12, 13, 14 и 15 свидетельствуют о том, насколько непохожими являются страны ЕС в смысле доходности 10-летних государственных облигаций. Так, в Великобритании доходность этих бумаг за 2009–2011гг. колебалась в пределах 2.5–4%, причем, в 2011г. показатель снизился до минимального значения, в Германии уровень доходности был ниже 2%, тогда как в Испании, наоборот, значение показателя за последнее время стабильно находилось на уровне 5–6.2%, а в Италии оно было еще выше – 7%. В Приложении 14 уже показана динамика спреда доходности 10-летних правительственных облигаций Италии и Германии за 2009–2012гг. Эта диаграмма показывает, что в рамках монетарного



**Рис. 3.2. Доходность активов в США,
в среднем за год.¹⁹⁸**

¹⁹⁸ The Economist, October 15th–21st, 2011. P. 68.

союза за короткий промежуток времени могут произойти кардинальные перемены. В последнее время финансовая деятельность Правительства США и ФРС была настолько расширена, что весь финансовый сектор стал абсолютно зависимым от бюрократических подходов государственных структур. Порою очень сложно за этим проследить истинные рыночные обстоятельства и мотивы. Например, в середине 2013 года ФРС ежемесячно скупал облигаций на 85 млрд. долларов, что породил искусственный спрос и повысил проценты на 10-летние облигации до 3 единиц¹⁹⁹. Это, конечно, выводит финансовые рынки за рамки логического развития и создает спекулятивно-волюнтаристские сегменты спроса и предложения.

Следовательно, на наш взгляд, **наиболее основной, подчеркнутой тенденцией в развитии финансовой системы современности является интервенция государства в финансовую сферу посредством выпуска и погашения огромного массива ценных бумаг.** Как нам представляется, пользуясь этим инструментом, государства (1) управляют темпом сбережений и инвестиций; (2) превращают доходы будущего в расходы настоящего времени; (3) перераспределяют средства между различными отраслями (секторами) экономики; (4) ускоряют или замедляют экономический рост тех или иных регио-

¹⁹⁹ Hibah Yousuf, Bond bubble finally bursting? Rates creep up (<http://money.cnn.com/2013/08/19/investing/stocks-markets/index.html>).

нов страны и (5) мобилизуют внешние финансы, перераспределяют средства на развитие национальных экономик²⁰⁰. Этот инструмент управления экономикой в настоящее время в мире, в смысле экономического развития, играет более весомую роль, нежели такие традиционные макроэкономические (кейнсианские или монетаристские) инструменты, как: эмиссия денег, налоговые льготы, бюджетный дефицит, прямые государственные инвестиции, ДКП ЦБ и т.д.

Не всегда вмешательство государств может быть продиктовано в соответствии с логикой развития мировой финансовой системы. Так, в посткризисный период правительство США, вернее, ФРС накачивает ликвидностью всю финансовую систему. Аналогичным образом поступают Банк Англии, ЕЦБ, Банк Японии. Эта политика получила название QE²⁰¹. Только за 2009–2012 гг. данные организации влили в финансовую систему 6,9 трлн. долларов, что составляет около 20% суммарного ВВП США, стран Еврозоны, Японии и Великобрита-

²⁰⁰ В экономической литературе встречаются также другие дефиниции и определения на счет современной системы государственных ценных бумаг. Г.Багратян, например, считает, что путем выпуска государственных облигаций и их размещения на международном финансовом рынке страны-собственники конвертируемых международных валют тем самым свои внутренние долги трансформируют во внешние долги тех государств, которые являются покупателями этих облигаций и ценных бумаг (Багратян Г.А. Мегаэкономика и глобальные экономические проблемы, Ер.: Изд-во РАУ, 2013. С. 210).

²⁰¹ Quantitative easing – политика количественного смягчения.

ний²⁰². Однако, в первую очередь, это привело к вливанию средств со стороны банков и других участников финансового посредничества в саму же финансовую систему. Объемы кредитования экономик в странах ОЭСР в 2009–2011 гг., несмотря на такие вливания, снизились с 164% до 156% ВВП²⁰³. А вот финансирование финансовых институтов, т.е. выдача кредитов банками и кредитными учреждениями институтам финансового посредничества, резко увеличилась. Только за 2008–2012 гг. в экономике США доля сектора «финансы и страхование» возросла с 7.3% до 7.9%²⁰⁴. Это дело, похоже, ничего общего не имеет с требованиями финансового посредничества. Продолжается раздувание мыльных пузырей. Поэтому, как нам представляется, посткризисное развитие мировой финансовой системы не протекает в русле, где учтены уроки 2008–2009 гг. В связи с этим, опасность новых кризисных явлений по-прежнему сохраняется. Тем не менее, **финансирование финансовых институтов** можно считать **третьей** тенденцией развития современной системы финансов.

²⁰² Додонов В. Меры монетарного регулирования и их роль в формировании предпосылок возникновения нового кризиса // «Казахский экономический вестник», № 2–3, 2013. С. 47.

²⁰³ Додонов В. Меры монетарного регулирования и их роль в формировании предпосылок возникновения нового кризиса // «Казахский экономический вестник», № 2–3, 2013. С. 50.

²⁰⁴ Додонов В. Меры монетарного регулирования и их роль в формировании предпосылок возникновения нового кризиса // «Казахский экономический вестник», № 2–3, 2013. С. 51.

Следующая, **четвертая** по счету, тенденция развития современной финансовой системы заключается в специализации этих институтов, отказе от развития универсальных инструментов. По нашему мнению, тенденции специализации и универсализации финансовых институтов еще со времен Великой депрессии чередуются друг за другом. В настоящее время мы живем в эпоху специализации этих институтов. В экономической истории это объясняется тем, что в периоды, когда экономические институты по видам множатся, специализация деятельности становится более очевидной, нежели процессы интеграции или универсализации. Характерно, что административное давление на такую специализацию имеет место как в развитых, так и в развивающихся странах. Известно, что во вновь развивающихся экономиках практически всегда применялся подход административного воздействия на кредитование. Так, например, в период реализации политики «Корейского чуда» (1960–1985гг.) Банк Южной Кореи персонально для каждого коммерческого банка устанавливал индивидуальные потолки кредитования, резервирование депозитов, наращивание кредитного портфеля и в некоторые годы (когда нужно было охладить экономический рост) – лимиты кредитования. В ряде стран коммерческие банки направляют от 20 до 80% объема банковских кредитов на финансирование определенных отраслей экономики. На-

пример, в Пакистане до 70% кредитов выдавались в соответствии с целевыми установками НБ. В Индии до недавнего времени банки около половины своих активов должны были направлять на резервные счета или вкладывать в правительственные облигации. Опыт индийского правительства в области кредитования заслуживает особого внимания. Несколько лет назад правительство Индии объявило о дефиците государственного бюджета в размере 2.4% ВВП, хотя на самом деле дефицит капитального бюджета был в порядке 9% ВВП. Вся проблема заключается в том, что политика прямого воздействия на структуру кредитования со стороны коммерческих банков влечет за собой финансовые обязательства Правительства к банкам²⁰⁵. Такую свою политику индийское правительство объясняет тем, что национальные сбережения должны стать объектом государственного регулирования экономики. Помимо вышесказанного, в этой стране 36% кредитов КБ обязаны направить на финансирование проектов, считающихся приоритетными со стороны государства (сельское хозяйство, домашние хозяйства и т.д.). Эта политика индийского правительства подвергалась резкой критике²⁰⁶. Факт в том, что Индия, наряду с Китаем в период экономи-

²⁰⁵ *Diana Farrell, Susan Lund and Leo Puri. India's financial system: more market, less government, "The McKinsey Quarterly", 2006, Number 3. PP. 87–88.*

²⁰⁶ *Diana Farrell, Susan Lund and Leo Puri. India's financial system: more market, less government, "The McKinsey Quarterly", 2006, Number 3. P. 87.*

ческого кризиса 2008–2009гг., не только не допустила спада темпов экономического роста, но даже увеличила их с 7% до 9,5%. По нашему мнению, индийское правительство правомерно оценивает нынешние времена, как эпоху индустриализации и серьезно вмешивается в процессы трансформации сбережений в инвестиции. В наши дни это лучше, нежели составление и реализация государственных планов индустриализации за счет средств бюджета (СССР, Куба, Северная Корея и т.д.) или же составления планов-надежд на индустриализацию через ДКП. Более того, индийское правительство рассчитывает не повторить ошибок индустриально развитых стран, когда в период индустриализации допускалось чрезмерное разбалансирование структур отраслевого и регионального развития. Другим примером воздействия на кредитование в стране может быть введение «портфельных ограничений»: КБ и КУ, тем самым, обязуются инвестировать часть ресурсов в государственные ценные бумаги, инвестиционные проекты. Таким рычагом пользовался Банк Италии в 70-е годы, когда страна бурно развивалась. В 1973г., например, было принято решение вынуждать КБ до 5% ресурсов направить на покупку ГЦБ с фиксированными доходами. В 1974г. цифру подняли до 12%, а в 1978г. снизили до 6,5%²⁰⁷.

Другой разновидностью такой селективной политики

²⁰⁷ Поляков В.П., Московкина Л.А. Структура и функции центральных банков. Зарубежный опыт: учебное пособие. М.: ИНФРА-М, 1996. С. 81.

является развитие специализированных банков и банков развития с участием государства. Хорошим примером является состояние дел в Китае (см.: органограмму на Рис. 3.3). Как видим, в этой стране доминируют специализированные банки: их доля в структуре активов китайских КБ (Рис. 3.4.) составляет 63%. При этом, определяющую роль играют 4 больших государственных банка. На втором месте – муниципальные и сельские кредитные учреждения – 23.5% активов. И, наконец, 7% активов банковской системы Китая – это банки национального развития. На эти банки возложены функции стратегического развития. Через них реализуется государственная макроэкономическая политика. Это – с одной стороны. С другой стороны, муниципальные и сельские КБ и КУ, где преобладают частные, коллективные или паевые владельцы, работающие на совершенных финансовых рынках, придающие жизнь и конкретность при жесткой конкуренции, локализующие стратегические экономические цели развития. Экономический рост под контролем государства, поддержка инноваций, усиленная промышленная политика, поддержка выхода национального производителя на международную арену – все это стало основой «пекинского консенсуса» конца XX столетия, в отличие от «Вашингтонского» консенсуса» (1990г.), базировавшегося на приватизации, жесткой монетарной политике, отказе от бюджетного дефицита, либерализации торговли и откры-

тости иностранных инвестиций²⁰⁸. Армения также в период перехода к рыночной экономической системе вынуждена была осуществить доиндустриализацию страны. Следовательно, селективная кредитная политика, политика по размещению активов финансовых посредников, широко распространившаяся в развивающихся странах, в определенной мере должна была быть применена также в Армении. Что касается американской финансовой системы, то, как мы полагаем, она развивалась на основе универсальной банковской системы и специализированных финансовых институтов. Впрочем, в литературе нередко утверждается, что, по сравнению с европейскими банками, американскую банковскую систему можно считать специализированной²⁰⁹. Тем не менее, на долгосрочный период. Эта та универсальная банковская система, которой разрешено все. Как уже отмечалось, в 1933г. Конгресс США принял Закон Гласса–Стигалла, который запретил КБ – банкам принимать участие в размещении или торговле (за свой собственный счет) акциями, облигациями и другими ценными

²⁰⁸ Характеристика дана Дж. Стиглицом (<http://www.kommersant.ru/doc/701720>);

Ramo J.C. The Beijing Consensus / J.C. Ramo // The Foreign Policy Centre. (<http://fpc.org.uk/fsblob/244.pdf>).

²⁰⁹ *Кидуэлл Д.С., Петерсон Р.Л., Блэкуэлл Д.У.* Финансовые институты, рынки и деньги. С-Пб: Изд-во «Питер», 2000. СС. 554–557.

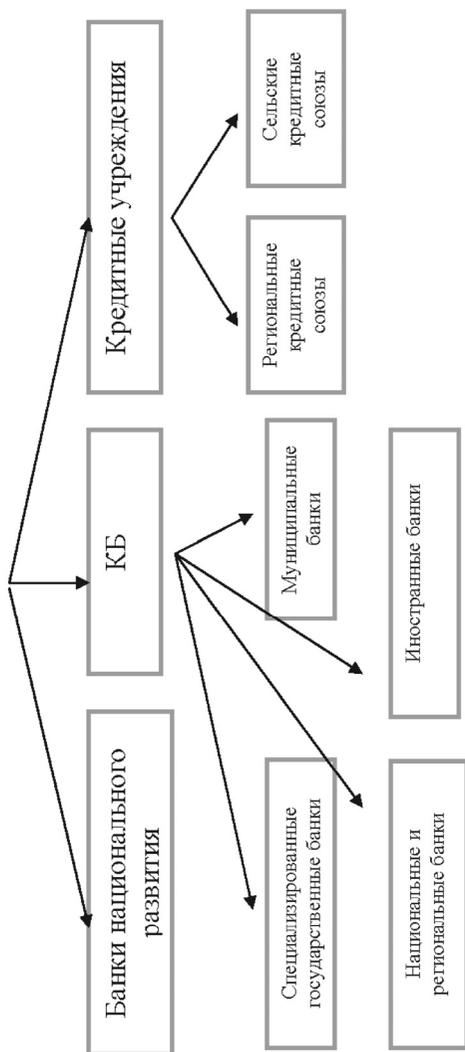


Рисунок 3.3. Организационная структура банковской системы КНР.

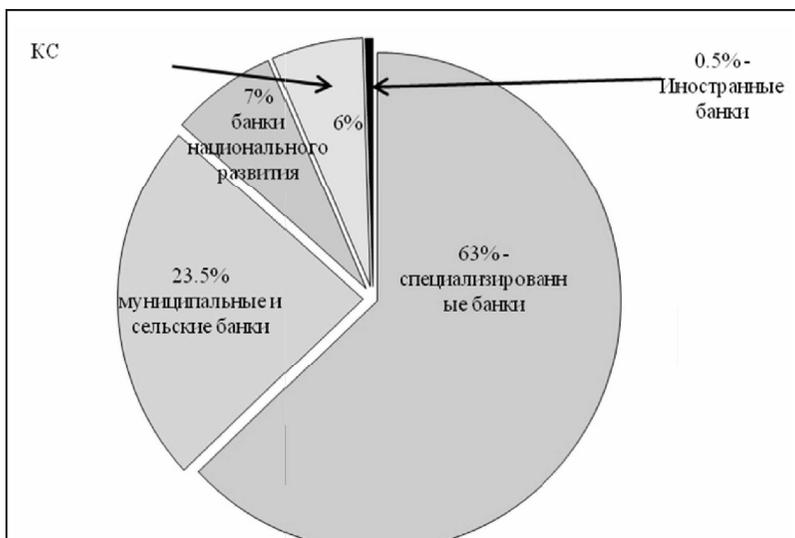


Рисунок 3.4. Структура активов КБ КНР.²¹⁰

бумагами; определил, что КБ могут приобретать (вновь за собственный счет) только те долговые обязательства, которые получили одобрение органов банковского надзора; запретил отдельным лицам и фирмам, участвующим в инвестиционной банковской деятельности, одновременно быть задействованными и в осуществлении деятельности КБ²¹¹. Армении, на наш взгляд, не следует повторять подобный опыт. Нам понадобятся десятилетия и даже сотни лет, чтобы с нуля задействовать ИБ и ИФ. Придется, по

²¹⁰ <http://www.pbc.gov.cn/publish/english/3060/index.html>

²¹¹ Кидуэлл Д.С., Петерсон Р.Л., Блэкуэлл Д.У. Финансовые институты, рынки и деньги. С-Пб: Изд-во «Питер», 2000. С. 555.

нашему мнению, перейти на систему специализированных КБ и универсальных финансовых институтов. Необходимо будет существующим структурам финансового посредничества (банки, фонды, компании) разрешить работать в многовекторном пространстве, применять системы мультинормативного управления (имеются в виду экономические нормативы регулирования деятельности финансовых организаций).

Следующая, **пятая**, специфика современной финансовой системы заключается в том, что, несмотря на повсеместное повышение роли и значения МСБ, она безудержно концентрирует бизнес в крупных компаниях. Нужно, при этом, констатировать, что даже в странах с развитой экономикой государства не совсем определились в вопросах, касающихся методов и масштабов вмешательства в процессы кредитования различных секторов экономики. Так, КБ проявляют большой (или традиционный) интерес к деятельности крупных компаний (см.: Таблицу 3.1.). Исследования некоторых авторов показали, что в период кризисов коммерческие компании больше нуждаются в сохранении и защите бизнеса, чаще прибегают к текущему или операционному кредитованию. КБ, в свою очередь, стараются в это время игнорировать МСБ, новые и молодые компании и повышают требования по надежности возврата выданных кредитов. Компаниям часто приходится мобилизовать свои средства или

же прибегать к авансовым платежам покупателей. Так, например, во Франции процент банковских заемов составлял 27%, собственные средства – 49, средства контракторов и покупателей – 14%, в Германии – соответственно, 35%, 49% и 10, в ВБ – 34%, 46% и 9%, в Польше – 32%, 31% и 28%, и в Турции 33%, 24% и 41% (остальное не выяснено)²¹². Исследования показали, что, например, в США с июня 2010г. по июнь 2013г. объем кредитов в малом бизнесе по отношению к ВВП снизился с 4 до 3.5%, в Великобритании с 3% до 2.5%, а в странах Еврозоны с 2.8% до 2.2%²¹³.

Отсюда создание механизмов финансирования МСБ со стороны банков, фондов и иных финансовых учреждений представляет собой проблему. Дальнейшее развитие экономики Армении требует ее решения путем обеспечения экономической заинтересованности кредитных и инвестиционных институтов (например, снижение норм резервирования КБ, смягчение требований адекватности капитала, облегченные требования по обеспечению кредитов, залогов и т.д.).

²¹² *Sierpinska M., Sierpinska-Sawicz A.* Credit problems of companies in Poland's economic slow down period, see in: Dilemmas of the contemporary economy facing global changes. Edited by Jaroslaw Kaczmarek, Tomasz Rojek. Cracow University of Economics, Department of Economics and Organization of Enterprises Foundation of the Cracow university of economics, Cracow 2012. P. 55.

²¹³ A creeping ascent, *The Economist*, December 21st 2013–January 3rd 2014. P. 99.

Таблица 3.1.**Отвергнутые запросы на кредиты в странах ЕС, %.²¹⁴**

Страны	МСБ	Крупные фирмы
Франция	11,3	0,0
Италия	9,3	4,0
Германия	6,5	1,6
Польша	3,9	2,4
Еврозона	11,1	3,0

Не все тенденции финансовой системы последних лет оказались устойчивыми или приемлемыми для всех государств. Спорным, в частности, является степень централизации финансовых услуг. Так, например, известно, что в США некоторые федеральные агентства: FCB, Fannie Mae, Freddie Mac, Ginnie Mae, FHA, FHLBanks, а также муниципалитеты и другие организации также эмитируют государственные ценные бумаги (в виде купонных облигаций и дисконтных векселей). Кризис 2008–2009гг. показал, что в действительности в этих структурах имеются большие проблемы, и их все равно спасало федеральное правительство. Известно также, что Рос-

²¹⁴ *Sierpiska M., Sierpiska-Sawicz A.* Credit problems of companies in Poland's economic slow down period, see in: Dilemmas of the contemporary economy facing global changes. Edited by Jaroslaw Kaczmarek, Tomasz Rojek. Cracow University of Economics, Department of Economics and Organization of Enterprises Foundation of the Cracow university of economics, Cracow 2012. P. 51.

сийский дефолт 1998г., в основном, был обусловлен тем, что многие субъекты федерации самостоятельно выпускали облигации, ничем не обеспеченные. Возможно, что и после кризиса эта тенденция может быть продолжена в некоторых больших государствах (особенно с федеральным устройством), но в целом, как нам кажется, тенденция децентрализации выпуска государственных ценных бумаг исчезнет.

На предстоящие годы целесообразно считать базовым сценарием относительно удорожание заемного капитала. Этому будет способствовать как необходимость перехода к более жесткой денежной и бюджетной политике в развитых странах, так и высокий спрос на инвестиции со стороны развивающихся стран. Формирование среди последних группы лидеров с устойчиво высокими темпами роста (в нее Россия сейчас не входит) приведет к обострению конкуренции за привлекаемый капитал. Так, общий приток капитала на развивающиеся рынки возрос в 2010г. на 44.5%. Однако основная его часть пришлась всего на 9 стран (Китай, Бразилия, Индия, Индонезия, Малайзия, Таиланд, Мексика, Южная Африка, Турция); на них же пришлась и максимальная доля прямых иностранных инвестиций. При этом, названные страны продемонстрировали рост в среднем около 7% ВВП. Тем самым, конкуренция развивающихся стран за инвестиции будет реальным вызовом десятилетия, отмечается в доку-

менте, подготовленным под эгидой Правительства РФ²¹⁵.

Важной специфической особенностью развития финансовой системы станут повышенные требования к капитализации, достаточное государственное вмешательство, тестирование и быстрое удаление опасных финансовых учреждений. Именно такой представляется финансовым аналитикам, международным институтам и структуре «Базель-III» развитие системы финансового посредничества в мире на ближайшие годы²¹⁶. Параллельно с этим эксперты обращают внимание на то, что широко будут развиты институты частного кредитования. Отмечается, что удельный вес таких кредитов к ВВП в мире в 2008–2010гг. составлял 39%, и эта цифра колеблется от 10% (Ангола, Камбоджа, Республика Йемен и т.д.) до 85% и больше (Австрия, Китай, Великобритания)²¹⁷. И, наконец,

²¹⁵ Стратегия–2020: Новая модель роста – новая социальная политика. Промежуточный доклад о результатах экспертной работы по актуальным проблемам социально-экономической стратегии России на период до 2020 года. С. 14

(<http://kommersant.ru/content/pics/doc/doc1753934.pdf>).

²¹⁶ Global development finance, Rethinking the role of the state in finance, 2013. PP. 2–7 (http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2012/09/20/000356161_20120920032901/Rendered/PDF/728030PUB0Publ07926B009780821395035.pdf).

²¹⁷ Global development finance, Rethinking the role of the state in finance, 2013. PP. 23, 24, 161 (http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2012/09/20/000356161_20120920032901/Rendered/PDF/728030PUB0Publ07926B009780821395035.pdf).

В Армении, как уже отмечалось во второй главе исследования, эта цифра составляет 19,5%.

важным вопросом представляется будущая роль БКБН. В частности, во-первых, будут ли правила регулирования и надзора распространены на все институты системы финансового посредничества (помимо КБ) и, во-вторых, в какую сторону будет развиваться система регулирования: в сторону увеличения резервов финансовых посредников или в сторону обеспечения большей свободы этих институтов при ограничении их взаимопроникновения?

Таким образом, анализ эволюции современной финансовой системы и ее влияния на экономический рост показывает, что (1) масштабы финансового посредничества строго коррелируют с уровнем экономического развития страны, и (2) исторические особенности развития экономик отдельных стран имеют большую специфику в выборе отдельных институтов и инструментов развития финансового посредничества. Следовательно, как мы полагаем, задача заключается в оценке перспектив развития в динамике, понимании того, на какой стадии развития находится мировая финансовая система, и выработке на основе этого рекомендаций для данной конкретной страны.

3.2. Модель эффективной системы финансового посредничества и основные мероприятия ее строительства

Итак, дальнейшее развитие финансовой системы в Армении будет протекать под воздействием следующих структурных перемен. Первое: наиболее быстрыми темпами должны развиваться те институты финансового посредничества, которые превращают сбережения в инвестиции (инвестиционные и взаимные фонды, пенсионные фонды, страховые компании) и путем трансферта одних видов активов в другие способствуют мобилизации средств для прогресса в прибыльных и перспективных секторах экономики. Второе, развитие институтов финансового посредничества с «длинными деньгами» (страхование и инвестиции) требует времени, а потому в Армении следует также изменить банковскую политику с тем, чтобы коммерческим банкам было бы выгодно кредитовать долгосрочные проекты роста. В частности, как уже отмечалось, целесообразно перейти от универсальной банковской системы к специализированной банковской системе, практиковать дифференцированные экономические нормы и нормативы регулирования деятельности фи-

нансовых институтов²¹⁸. В связи с этим, целесообразным является создание единого надзорного органа деятельности всех субъектов финансового посредничества вне административной ответственности ЦБ или МФ РА. Третье, наиболее отсталым звеном финансовой системы страны является отсутствие институтов, трансформирующих одни виды активов в другие. Речь, в частности, идет о фондовой бирже, о специализированных структурах, торгующих облигациями и об учете ценных бумаг (векселя, облигации) на финансовом рынке.

Таким образом, при построении модели развития армянской финансовой системы необходимо будет не просто повторять фактически достигнутые мировые стандарты, но также учесть недостатки, угрозы и ошибки. В частности, не следует забывать о том, что в мире развитая финансовая система в настоящее время усиливает централизацию и концентрацию экономик отдельных госу-

²¹⁸ Известно, что в смысле активов продуктом банков являются кредиты. И хотя часто принято говорить об инвестиционных кредитах, банковское кредитование в основном касается существующего бизнеса. В связи с этим в литературе распространено выражение “operating credits” (Maria Sierpiska, Agata Sierpiska-Sawicz, Credit problems of companies in Poland’s economic slow down period, see in: Dilemmas of the contemporary economy facing global changes. Edited by Jaroslaw Kaczmarek, Tomasz Rojek. Cracow University of Economics, Department of Economics and Organization of Enterprises Foundation of the Cracow university of economics, Cracow 2012. P. 44.).

дарств, в оффшорах поглощается существенная часть национальных сбережений.

В третьем параграфе первой главы было отмечено, что, согласно одному из подходов, современная усредненная модель финансового посредничества может выглядеть так: активы КБ должны быть на уровне 70% ВВП, активы пенсионных фондов должны быть на уровне 40%, инвестиционные фонды на уровне – 50%, страхование жизни и имущества на уровне 20% и, наконец, фондовый рынок на уровне 100% ВВП. В целом, для среднего по уровню развития страны активы институтов финансового посредничества оцениваются в 300% к ВВП. Задачу экономического развития Армении на ближайшие 15 лет можно сформулировать следующим образом: достичь среднемирового уровня развития. Но на предстоящие 15 лет мир не будет стоять на одном месте. Поэтому модель системы финансового посредничества РА на период до 2030г., на наш взгляд, могла быть охарактеризована следующими параметрами: активы КБ должны быть на уровне 100% ВВП, активы пенсионных фондов должны быть на уровне 60% (при средней продолжительности жизни в 77 лет, среднего пенсионного возраста 67 лет и соотношения пенсионеров к работающему населению – 37:63), инвестиционные фонды на уровне – 75%, страхование жизни и имущества на уровне 40% и, наконец, фондовый рынок на уровне 130% ВВП. В целом для среднего по уров-

ню развития страны активы институтов финансового посредничества к тому времени можно оценить в 405% к ВВП. В ближайшие годы, по нашим оценкам, по мере внедрения ОНПС и ОМС, расширения роли активов КС, повышения экономической активности ПИФ-ов в Армении произойдет резкое изменение структуры системы финансового посредничества. Ниже предлагаются мероприятия по государственной политике поощрения роста институтов финансового посредничества.

Как на практике достичь этих параметров? Нетрудно заметить, что наиболее слабым местом в системе финансового посредничества в Армении являются институты с «длинными» деньгами. Особенно это касается тех институтов, которые, как нам кажется, трансформируют накопления в сбережения и сбережения в инвестиции. Можно констатировать, что, благодаря более или менее развитой банковской системе, мы располагаем институтом, трансформирующим заработки в накопления и сбережения.

Итак, для Армении ключевое значение должно иметь развитие институтов сбережения и инвестирования. Конечно, можно стимулировать инвестиционную активность КБ путем применения специализированных банков и применения динамичных, многозначимых (неодинаковых для всех банков) экономических нормативов регулирования. И это необходимо делать. Но тем не менее

без взаимных и инвестиционных фондов дальнейшее экономическое развитие страны ставится под угрозу. Эти институты способны быстрее остальных финансовых учреждений переводить активы из одной формы в другую и, при этом, обеспечить транзакцию с наименьшими затратами. Наряду с этим, по мере роста экономики и увеличения доли и объемов сбережений экспансия инвестиционных фондов неизбежна: многие граждане, естественно, предпочтут более активную инвестиционную среду, нежели обычные депозиты в банках.

Совершенно очевидно, что всю эту систему «длинных» денег придется создавать за десятилетие. Поэтому, прежде всего, придется за счет специальной программы регулирования структуры кредитования (СПРСК) воздействовать на дальнейшее развитие существующей системы КБ. В связи с этим, мы вводим понятие «режим» кредитования. Суть подхода в том, что макроэкономическим регулятором учитываются особенности КП КБ. Далее вводится коэффициент “ β ”, устанавливающий облегченный режим для инвестиционных проектов. ЦБ РА, тем самым, как бы определяет «цену» кредита. Наступает эра развития специализированной банковской системы. Применение этого подхода на долгосрочный период приведет к созданию системы специализированного кредитования. Благодаря коэффициенту “ β ” произойдет перелив средств на кредитование инвестиционных проектов.

Далее, СПРСК предполагает регулирование структуры кредитования по отраслям экономики. Здесь невозможно обойтись без введения дифференцированных процентных ставок (коэффициент “ δ ”). Подход предельно прост: по мере развития специализированных банков количество режимов может быть увеличено. Но, при этом, очевидно, что внедрение СПРСК со временем позволит ЦБ значительно ослабить давление экономических нормативов и ставки рефинансирования на экономику и высвободить, тем самым, ресурсы финансирования для развития экономики. ЦБ РА достаточно активно пользовался ставкой рефинансирования за последние годы. Тем не менее, несмотря на эволюцию экономической системы, ставка рефинансирования за последнее десятилетие оставалась на уровне 7.75–11%²¹⁹. Такая же динамика была свойственна ставкам привлечения денежных средств и ломбардным репо. Как нам кажется, эта динамика показывает, что без коренных изменений БСА никогда не будет в состоянии участвовать в деле финансирования экономического развития нашей страны. Высокая ставка рефинансирования не способствует также развитию других, кроме КБ, институтов финансового посредничества.

Следующим, третьим, шагом СПРСК является субсидирование процента (или его части) кредитов со стороны

²¹⁹ <https://www.cba.am/am/sitepages/default.aspx>

правительства. Тем самым, может быть простимулирована реализация правительственных программ по развитию экономики (прогрессивные технологии, телекоммуникации, аэрокосмическая промышленность, нанотехнологии, фармацевтика, сферы образования и здравоохранения и т.д.). Удобным инструментом реализации таких государственных программ является субсидирование со стороны бюджета (полное или частичное) процента соответствующих кредитов. На наш взгляд, это – прогрессивный и не очень рискованный вариант развития партнерства между государством и частным сектором. Обозначим процент субсидирования кредитов со стороны государства буквой “ ε ”. Субсидирование процента может быть удачно сочтено дифференцированными нормами резервирования. Установление меньших норм резервирования для представительств и филиалов коммерческих банков в приоритетных областях экономики позволит не допустить перелива средств в центр, не провоцировать еще большее кредитование проектов в центре, крупных городах за счет ресурсов (депозитов) населения менее развитых, отсталых регионов. Коэффициент “ η ” показывает снижение нормы резервирования в зависимости от политики ЦБ. Таким образом, предлагаемый нами коэффициент “ μ ”, показывающий общее снижение требований к величине нормативов данного КБ, определяется:

$$\mu = \beta \cdot \delta \cdot [(100 - \varepsilon)/100] \cdot \eta \quad (3).$$

Коэффициент “ μ ”, тем самым, показывает степень облегчения регулятивных требований ЦБ РА к КБ, когда последние работают в инвестиционном режиме. Наш анализ показывает, что для отдельных банков значение “ μ ” может составить от 0,5 до 0,7.

Четвертое. По нашему мнению, ЦБ должно ввести рамочное регулирование процентных ставок на кредиты. Данное предложение не является преградой, лимитирующей экономическую свободу КБ. Те или иные методы регулирования до сих пор успешно применяются в развитых в банковском отношении странах. Например, в США банкам запрещено конкурировать, применяя процентные ставки ниже разрешенного законом минимально допустимого уровня²²⁰. По сути дела, теми же инструментами пользовался Банк Японии, реализовывая в 80-е годы прошлого столетия свои функции государственного регулирования КБ²²¹. В период становления институтов рыночной экономики применение этого опыта обеспечит более прозрачную систему кредитования. При этом, в основу ставки на очередной программируемый период (месяц, квартал, год) ставится фактическое значение показателя за предыдущий период. Как, например, можно до-

²²⁰ Экономика США: Учебник для вузов. С. 50.

²²¹ *Роде Э.* Банки, биржи, валюты современного капитализма / Перевод с немецкого А.О. Ничипорука, А.В. Цимайло, О.В. Шенаева, М., Финансы и статистика, 1986. С. 62.

биться снижения процентных ставок по ипотечному кредитованию без прямого, постепенного и последовательного воздействия на проценты на кредиты? И эта проблема является всеобщей тенденцией на всем постсоветском пространстве²²². В случае ипотеки ограничения на проценты эффективно срабатывают.

Пятое. Важным условием эффективного функционирования коммерческих банков является недопущение увеличения спреда (маржи) между ставками по кредитам и ставками по депозитам. При этом, наличествует такое противоречие: если каждому отдельно взятому банку увеличение этого спреда сулит дополнительную прибыль, то на макроуровне такое перманентное увеличение рано или поздно приводит к разрыву между ресурсами (депозитами) и выданными кредитами и может вызвать массовый дефолт. Разрыв между депозитными и кредитными ставками, по мнению некоторых экономистов, оказал сильное влияние на российский кризис августа 1998г.²²³. В целом, в банковской системе Армении за 2003–2013гг. произошло существенное снижение величины спреда с 14.5% до 4.6% (Приложение 16). Тем не менее, это не произошло в

²²² См. также: Локомотив развития. Ставки по ипотечному кредитованию будут снижаться // ВТБ «Энергия успеха», июль 2006, № 14. С. 23.

²²³ Дробышевский С.М., Кадочников П.А. Эконометрический анализ финансового кризиса 1998г. / В сб. Экономика переходного периода, ИЭПП. М.: Дело, 2003. С. 247.

среде низких ставок на кредиты и депозиты. Имело место определенное снижение ставок на кредиты (с 21.9% до 15%), но, вместе с тем, за 10 лет средние депозитные ставки на драмовом уровне выросли на 62.5% (с 6.4% до 10.4%). В такой монетарной среде сложно себе представить развертывание небанковских институтов финансового посредничества. Итак, несмотря на временные успехи к началу 2014г., ситуацию исправить не удастся. В таких нестабильных условиях ни один хозяйствующий субъект не в состоянии предпринимать шаги по развитию экономики. Поэтому, начиная с определенного момента, ЦБ должен принудить КБ работать в режиме гибких индивидуальных нормативов (вводится соответствующий коэффициент). Банк России, например, к осени 2009г. осознал необходимость регулирования ставок на депозиты на уровне 16%²²⁴.

Шестое. Наряду с ЦБ, в Армении определенную регулятивную роль должны играть также МФ РА и ФГКВ. Дальнейшее ускоренное развитие институтов финансового посредничества требует серьезного вмешательства государства. МФА в лице Правительства РА, которое должно сыграть определенную роль в конкретизации государственных программ и приоритетов развития, определении возможных объемов их финансирования и оценке

²²⁴ http://www.infox.ru/business/finances/2009/09/08/Alyeksyey_Simanovski.phtml

рисков. В обязательном порядке должна стать констатация соответствия вложений с государственными программами экономического развития. Вместе с тем, вся надзорская деятельность должна быть сконцентрирована в ФГКВ. В связи с этим, на наш взгляд, этот фонд должен гарантировать вклады как физических, так и юридических лиц. Эта проблема не раз была поднята в ВС РА. Она успешно решена уже в некоторых странах мира. Так, в США банковским надзором, помимо ФРС, занимаются МФ, правительства штатов, ФКСД, в Канаде – это дело МФ, в Японии – МФ и Банка Японии, в Италии такие работы ведутся Межминистерским комитетом по кредитам и сбережениям, Банком Италии и Национальной комиссией по контролю за финансовыми компаниями и фондовой биржей. Во Франции банковский надзор возложен на Банковскую комиссию – государственный административный орган, независимый от Банка Франции, но тесно с ним взаимодействующий, а в Турции создано отдельное агентство банковского регулирования и надзора²²⁵. ФКСД США, например, предписывает закрытие проблемных банков, принимает решения о передаче активов²²⁶. Дея-

²²⁵ Поляков В.П., Московкина Л.А. Структура и функции центральных банков. Зарубежный опыт: учебное пособие. М.: ИНФРА-М, 1996. СС. 141–149.

²²⁶ См.: например, сообщение “The Wall Street Journal” о банкротстве крупнейшего регионального банка США “Colonial BancGroup” в августе 2009г. (<http://news.mail.ru/economics/2826686/>).

тельность ФРС США, опыт других стран по преодолению финансового кризиса 2008г. показали, что в период кризиса ЦБ бросились спасать банки и иные финансовые учреждения. Первыми такими мероприятиями, как уже было сказано, были: выделение 770 млрд. долларов в октябре 2008г. финансовым институтам США, 6 млрд. евро банкам Франции, 50 млрд. фунтов – Великобритании, 750 млрд. рублей – РФ. Скоро всем стало ясно: шаги эти оказались непродуманными, так как поначалу (в самом конце 2008г.) стало еще хуже. Более того, финансовый кризис перерос в глобальный экономический кризис²²⁷. Практически действия всех ЦБ по всему миру привели к тому, что виновники финансового кризиса (банки и финансовые институты), по сути дела, были вознаграждены. А этого не случилось бы, если бы органы банковского надзора были бы объективными и независимыми.

В развитых странах Запада немедленно приступили к формированию единых независимых от регуляторов надзорных органов. Эти процессы протекают сложно и неоднозначно. Например, в некоторых странах ЕС созданы единые государственные органы надзора (Австрия, Великобритания, Германия, Венгрия, Швеция). При этом,

²²⁷ Одобренный Конгрессом США в феврале 2009г. план «спасения американской экономики» в 787 млрд. долларов (план Обамы) констатировал, что неудачный первоначальный план просто усугубил кризис в экономике (Т. Гейтнер).

ЦБ лишь принимают участие в надзоре. В Дании и Люксембурге ЦБ вообще не принимают участия в надзорской деятельности. В других странах за последнее время надзорская деятельность все большее сконцентрирована в рамках ЦБ (Ирландия, Испания, Польша, Португалия, Чехия и др.). В третьих странах (Италия, Нидерланды) возобладала концепция «двух вершин»: распределение обязанностей по банковскому надзору между двумя органами. При этом, один из этих органов обеспечивает пруденциальную надежность финансовых посредников, а другой занимается прозрачностью ведения бизнеса²²⁸. В настоящее время ЕС находится в поисках создания единого европейского финансового регулятора и надзорного органа²²⁹. В Украине также функции надзора переданы ФГВФЛ. Со временем ФГВФЛ может послужить базой для создания единого надзорного органа Украины. Украинские ученые отмечают, что со временем ФГВФЛ должен будет гарантировать вклады не только физических, но также юридических лиц и переименован в

²²⁸ Банковский надзор: европейский опыт и российская практика. Пособие, подготовленное в рамках «Обучение персонала Банка России. Этап III» / Под ред. Микаэла Олсена, 2005. СС. 24–26.

²²⁹ Известно, что ЕЦБ, в отличие от ФРС или НБУ, регуляторские и неадзорные функции не реализовывал. Теперь в Европе подумывают о создании такого органа, правда, вне рамок ЕЦБ (<http://mail.google.com/mail/?ui=2&ik=4ad14f44da&view=att&th=125588fc62378ed0&attid=0.1&disp=vah&zw>).

ФГВ²³⁰. Такая же проблема стоит перед РФ, так как здесь также АСВ создано для страхования вкладов физических лиц²³¹. В РФ эти процессы на данный момент не действуют в полной мере. Дело в том, что здесь существенная часть банковской системы (по капиталу) является государственной собственностью. Так, по состоянию на 01.01.2014г., больше половины вкладов банковской системы РФ (9.2 трлн. руб.) приходится на долю 2 крупнейших государственных банков: Сбербанк и ВТБ 24 (ЗАО)²³². Такая же картина наблюдается по активам.

Нам представляется, что в ближайшие годы разделение регулирования и надзора и создание единого органа надзора деятельности участников системы финансового посредничества будет краеугольным камнем в реформировании армянской финансовой системы. В частности, в Армении, на наш взгляд, ФГКВ должен быть отделен от ЦБ, преобразован в ФГВУФП. При этом, должны быть гарантированы вклады (как физических, так и юридических лиц) и активы участников всей системы финансового посредничества. ЦБ РА не может стать учредителем этого фонда. Фонд должен быть единым надзорным органом

²³⁰ См. также: *Огієнко В.І.* Система гарантування депозитів фізичних осіб в Україні: Монографія за наук. Ред.. д-ра екон. наук, проф. Т.С. Смовженко. Львів: ЛБІ НБУ, 2006. С. 141.

²³¹ См. статьи 6, 43, 44 Федерального Закона «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации» 23 декабря 2003г. № 177-ФЗ.

²³² http://vid1.rian.ru/ig/ratings/banki_06_01_14.pdf

в отношении всех институтов финансового посредничества за исключением фондового рынка, где надзорные функции должны быть возложены на вновь созданную КЦБ РА.

После того, как будут реализованы отмеченные мероприятия в банковской системе, возможно увеличатся темпы развития институтов «длинных» денег, а именно: пенсионных, страховых и инвестиционных фондов. В случае же отсутствия мероприятий по реформированию банковской системы, как нам кажется, усилия по ускорению развития остальных институтов финансового посредничества станут тщетными: при сохранении нынешнего статуса КБ институты с «длинными» деньгами не могут быть привлекательными. В настоящее время Правительством РА предпринимаются стратегически правильные шаги по развитию страхового дела, негосударственной пенсионной системы и т.п. За 2010–2014гг. в связи с этим были внедрены 3 важных института: обязательное страхование автомобилей, некоторые элементы социального страхования (страхование медицинских услуг, отдыха) и ОНПС. Но здесь были допущены, на наш взгляд, следующие ошибки. Во-первых, внедрение отмеченных институтов «длинных» денег не сопровождалось соответствующими мерами по обеспечению должного уровня их рентабельности (выгодности). Во-вторых, как правило, в качестве метода реализации было выбрано принуди-

тельное склонение граждан к сбережениям. В случае отсутствия у граждан дополнительной выгоды такие методы внедрения часто приводят к обратному результату. Неслучайно, как уже было показано, страховые компании большую часть своих активов вкладывают в форме депозитов. В условиях низкого уровня доходов населения возникает большая необходимость принуждать население сберегать капитал. Но это может дать результат только в случае параллельного внедрения механизмов поощрения. В случаях с отмеченными реформами, проводившимися в Армении за 2010–2014 гг., эти поощрительные механизмы отсутствовали. Исключение составило ОНПС, когда государство удваивает накопительный взнос участников. Однако, при этом, как мы полагаем, был выбран рекордно длинный горизонт выплат – 45 лет. Это значительно снизило заинтересованность участников и стало одной из причин протеста. В-третьих, не было предпринято ничего для ослабления выгоды вложений в КБ: в действительности, в любой стране объем финансовых ресурсов (сбережений) ограничен, и чрезмерное развитие одних институтов финансового посредничества, по сравнению с другими, может произойти только за счет последних.

Правительство и ЦБ РА, на наш взгляд, должны осуществить 3 группы мероприятий: обеспечить персональную заинтересованность участников страховых организаций и ОНПС (в частности, льготы на подоходный на-

лог, гарантирование определенного уровня доходности вложений); провести серьезные мероприятия по функционированию фондового рынка (в особенности, мероприятия антимонопольного характера) и снизить проценты на депозиты и кредиты. При реализации отмеченных рекомендаций совокупная величина активов финансовых посредников к 2020г. может достичь 110%: КБ – 73%, пенсионной страхование – 6%, медицинское страхование и страхование жизни – 8%, КС – 7%, ПИФ-ы – 6% и фондовый рынок – 10% (расчеты произведены с учетом динамики аналогичных данных по странам Центральной и Восточной Европы). Но этого будет, конечно, мало, чтобы к 2030г. обеспечить необходимый уровень развития данных инструментов. Для среднеразвитого государства в наши дни средний уровень развития финансового посредничества по активам к ВВП составляет 400%. Это нужно сделать, чтобы не допустить снижения конкурентоспособности страны. Поэтому Правительству следует усилить ускорение развития институтов финансового посредничества. В частности, по ОНПС мы предлагаем реализацию следующих шагов макроэкономической политики:

- предоставить работнику в случае взносов до 5 процентов частичную льготу по выплате подоходного налога (отсюда, как нам кажется, введение ОНПС бессмысленно при отсутствии всеобщей системы декларирования доходов);

-
- размещать 80% активов НПФ в Армении по реализации проектов развития производственной инфраструктуры: при этом, государство гарантирует доходность этих инвестиций в 5% годовых в реальном исчислении;
 - определить максимальный срок обязательных выплат один раз в 10 лет (в настоящее время 45 лет) и предоставить гражданам право свободно распоряжаться этими средствами по истечению этого 10-летнего срока;
 - установить, что за пределы Армении можно инвестировать только до 20% средств НПФ (крупнейший пенсионный фонд в мире – японский GPIF около 80% своих активов размещает в Японии²³³);
 - не допускать инвестирования средств НПФ в депозиты банков и кредитных организаций более чем в 15% (тот же GPIF всего лишь 2% средств вкладывает в качестве краткосрочных активов²³⁴);
 - определить минимальную величину уставного капитала управляющего пенсионным фондом на уровне 5% от минимального уставного капитала КБ.

В Армении, при наличии большой диаспоры во

²³³ The world's largest pension fund is changing the way of invests, with big consequences for the market, *The Economist*, March 15th-21st, 2014. P. 63.

²³⁴ Там же.

всем мире, развитие страховых и хеджевых фондов могло быть поощрено потребностью защиты инвестиций наших соотечественников вне пределов исторической родины. Армянское государство могло бы стимулировать стратегию национального хеджирования с целью объединения и повышения ликвидности этнических армян-инвесторов вне пределов страны. На наш взгляд, это позволило бы увязать инвестиционную деятельность представителей армянской диаспоры с нуждами развития финансовых институтов на родине. На территории Армении можно было бы успешно развивать, скажем, частные пенсионные программы для тех представителей диаспоры, которые собираются провести свою старость на исторической родине. Для них, в частности, можно было бы предусмотреть определенные льготы, как это делается принятым в США в 1974г. законом ERISA. В связи с этим, можно было бы учредить «Государственное страховое агенство». Как нам представляется, оно бы способствовало повышению доверия армян диаспоры к институтам финансового посредничества в Армении.

Следующий институт финансового посредничества, который подлежит интенсивному развитию – это фондовый рынок. В Армении развитие фондового рынка является проблемой. Рыночная капитализация компаний, находящихся на листинге в 2012г. составила 1.3%²³⁵. По

²³⁵ <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>

оценкам ВБ, 19% рынков страны контролируют монополии (наихудший показатель в регионе, где этот уровень равен 6%), а на 60% рынков компании имеют преобладающие позиции (четвертый наилучший показатель в регионе после Азербайджана, Кыргызстана и Венгрии)²³⁶. Следовательно, основной преградой на пути развития фондового рынка являются монополизация и олигополизация рынков страны. В связи с этим, как уже анализировалось ранее, вывод фондового рынка из-под непосредственного управления ЦБ, создание (вновь) независимого органа по управлению им, принятие принудительных мер законодательного порядка по преобразованию многих монополий и олигополий, институтов финансового посредничества с ООО в ОАО с требованием обязательной котировки на фондовом рынке, – представляются необходимыми шагами властей Армении по дальнейшему развитию финансового посредничества.

Наконец, по мере реализации указанных выше действий представляется возможным развитие самих инвестиционных фондов, трансформирование сбережений в инвестиции. В Армении так же, как и везде, основная часть активов этих фондов будет связана с акциями. Механизм обратного выкупа акций, вложенный в суть инвестиционных фондов, как нам кажется, будет популяр-

²³⁶ Ссылку на доклад ВБ см.: <http://www.tert.am/am/news/2013/11/29/tmpph/>

ным среди потенциальных инвесторов. Что же касается развития ВФДР, то эволюция последних будет тесно связана с политикой ЦБ и КБ по процентным ставкам и депозитам. При удержании инфляции и ставок на депозиты на низком уровне, потребность в краткосрочных, но дорогих деньгах сможет стимулировать стремительный рост ВФДР. При этом, в случае, если ЦБ Армении попробует косвенно или непосредственно влиять на величину депозитов, регулировать спрэд между ставками по кредитам и ставками на депозиты, а также будет облагать налогом доходы от депозитов, то потребность ВФДР резко возрастет. Не следует также забывать, что ВФДР, в отличие от КБ, не нуждаются в резервировании существенной части своих ресурсов.

Большое внимание следует уделить предложениям некоторых экономистов по стимулированию общеармянского инвестиционного фонда (фондов) с участием государства. По сути дела речь идет о двух источниках такого фонда: трансферты армянских трудовых мигрантов, ежегодно обеспечивающих приток средств на сумму до 20% ВВП, и сбережения этнических армян Диаспоры, а также иных субъектов, проявивших интерес к вложениям в РА.

Как известно, армяне Диаспоры повсеместно имеют репутацию предприимчивых и трудолюбивых людей. Надо сказать, что в последнее время в мире для глобальных

инвестиций существенное значение приобрели облигации для Диаспоры. По данным национального опроса еврейского населения (NJPS) и Бюро США Census, в 2000г. уровень годового дохода американской семьи еврейского происхождения составил 60,1 тыс. долларов, индийского – 54,0 тыс. долларов, при значении среднего показателя по США 38,9 тыс. долларов²³⁷. Неслучайно, что и Израиль, и Индия, а также Китай и Япония разработали обширную систему финансового посредничества по выпуску национальных бондов и привлечению денег своих соотечественников на развитие национальной экономики. При этом, широко используются сберегательные облигации (впервые разработанные в Канаде в 1946г.). С 1951 по 2011гг. Израиль таким образом привлек в страну 35 млрд. долларов²³⁸. Мы полагаем, что общеармянский инвестиционный фонд, с участием РА, гарантированием минимальной доходности (о таком фонде, в частности, говорится в Программе экономической политики НКР, опубликованном в 2014г.) мог бы стать очень эффективным инструментом аккумуляции инвестиций для РА. При этом инвестор, имея гарантированную доходность, вправе выбрать конкретные инвестиционные проекты, заполучив акции в соответствии с суммой вложенных денег.

²³⁷ *Гайдуцкий А.П.* Банки и миграционный капитал. К.: ООО «Информационные системы», 2013. С. 279.

²³⁸ Там же. С. 282.

Наряду или параллельно с этим, государство в лице ЦБ могло бы стерилизовать часть поступивших в страну трансфертов. Эти деньги, на наш взгляд, могли бы послужить в качестве кредитного ресурса для КБ, источника софинансирования со стороны государства для стратегических, программных инвестиционных проектов, а также для накопления средств на будущее развития страны.

Таким образом, модель эффективной системы финансового посредничества СПРСК предусматривает мероприятия по реформированию банковской системы страны, стимулированию страхового дела и негосударственного пенсионирования и резкого повышения инвестиционной активности граждан Армении, представителей диаспоры на основе тесного партнерства и гарантий РА.

ВЫВОДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ

1. Институты системы финансового посредничества в смысле профессиональных субъектов призваны трансформировать одни виды требований в другие. При этом, всю совокупность институтов финансового посредничества можно разделить на 4 группы: структуры, трансформирующие доходы в накопления и сбережения; структуры, трансформирующие сбережения в инвестиции и доходы; структуры, трансформирующие будущие доходы в расходы настоящего времени и структуры, трансформирующие одни виды активов в другие.

2. Процессы специализации и развития системы финансового посредничества наблюдаются, начиная с конца XVI и начала XVII веков. Это развитие происходило в 4 этапа. Первые институты финансового посредничества решали задачу аккумуляции и трансмиссии разбросанных во времени сбережений в большие экономические проекты настоящего при участии государства. Этот этап развития финансовой системы длился до середины XIX столетия и завершился разделением функций центральных и коммерческих банков, огосударствлением функции эмиссии банкнот, созданием акционерных ком-

паний и фондовых бирж. Второй этап развития мировой финансовой системы охватывает период с середины XIX столетия до Великой Депрессии 1929–1933гг. и Бреттон-Вудской конференции 1944г. При этом, были введены контроль за резервными требованиями со стороны органов регулирования, упорядочены операции на открытом рынке и вопросы рефинансирования. Третий этап начался с 1944г. и длился до 2008г., когда были сформированы системы экономических нормативов деятельности финансовых посредников и КБ, регулирования и надзора финансовых посредников. Произошло окончательное разделение ЦБ и КБ, была придумана модель «Базель-II». Наконец, четвертый этап начался после кризиса 2008–2009гг. и был направлен на динамичные финансовые институты (динамичные экономические нормативы регулирования деятельности финансовых организаций), международизацию требований к финансовым институтам и усиление роли специализированных финансовых посредников и банков.

3. Влияние финансовой системы на экономический рост можно оценить путем расчета коэффициента «оценки арендной стоимости ее активов» (АСФА). В самом общем виде любая финансовая «инъекция» связана со сбережениями, инвестициями и отложением текущего спроса. Следовательно, АСФА может быть определена как разница между общеэкономическим эффектом (1) ин-

вестирования и (2) потребления сбереженных средств. Тем самым, АСФА также влияет на процессы накопления и их превращения в сбережения и инвестиции.

4. Статистический анализ (методы корреляции и регрессии) между институтами финансового посредничества и ростом мировой экономики показал, что наиболее тесная взаимосвязь наблюдается с ДТМ. Вторым показателем, тесно сработавшим с экономическим ростом, является кредитование экономики. Третьим наиболее значимым фактором был институт всеобщего долга.

5. Опыт показывает, что по мере динамики уровня экономического развития страны норма сбережений растет. Однако это может привести к спаду инвестиционной активности, если сбережения не превращаются в накопления и не инвестируются в экономику. Отрицательная величина сбережений в Армении из-за высокого уровня трансфертов и заимствования средств Правительством привели к практическому исчезнованию структур инвестирования, отсутствия информации на предмет возврата в капитал, одной из самых плохо развитых фондовых рынков в мире.

6. основополагающими принципами развития системы финансового посредничества являются следующие закономерности:

- чем выше уровень развития страны, тем выше доля инвестиционных фондов, страховых компаний

-
- и пенсионных фондов («длинных» денег) в совокупных активах финансовых посредников;
 - чем ниже уровень развития страны, тем выше в совокупных финансовых активах доля КБ: коротких денег.

В связи с этим, основными недостатками развития финансовой системы в Армении являются:

- отсутствие мощностей по производству и воспроизводству «длинных» денег;
- недостаточное разнообразие инструментов накопления;
- ограниченное поле сбережений;
- чрезмерная концентрация инвестиций в руках крупного бизнеса («сберегает» население, а инвестирует крупный бизнес);
- переток сбережений населения из сел и маленьких населенных пунктов в крупные города, чрезмерная концентрация инвестиций в ереванском мегаполисе.

7. Развитие финансового посредничества оправдано только в случаях, когда, наряду с этим, обеспечиваются высокие темпы прироста экономики. С этой точки зрения, за последние 12 лет траектория экономического развития РА была противоречивой. Если за 2002–2007гг. прирост ВВП составил 109.2% (в среднем 13.1% за год),

то в 2008–2013гг. прирост ВВП составил всего лишь на 9% (за 6 лет). Среднегодовые темпы прироста экономики Армении за 2008–2013гг. составили всего лишь 1.41%, тогда как темпы прироста объемов финансовой деятельности по отдельным годам были больше в 5–15 раз. Это значит, что в 2008–2013гг. финансовая система Армении больше поглощала ресурсы, отбирала их у экономики. Финансовое посредничество было занято самовозрастанием, а не трансфертами активов из одних форм в другие. Правительство тратило много усилий и занимало денег на развитие экономики. Но очень часто отбор инвестиционных проектов не тестировался на предмет мультипликативного эффекта вложений. В результате отмеченных процессов коэффициент АСФА, показывающий выгодность инвестирования или сбережения, неуклонно падал. Если его величина в 2002–2007гг. колебалась в пределах 1.8–2.2, то за 2008–2013гг. величина коэффициента была ниже единицы.

8. Постоянное повышение уровня накопления свыше 35% к ВВП повсеместно приводит к чрезмерному относительному сокращению потребления, что, в свою очередь, обуславливает падение эффективности инвестиций. Для Армении пиковым является соотношение 1:3, т.е. когда единица инвестиций обеспечивает прирост ВВП на 0.33. Такая закономерность наблюдается в диапазоне, когда соотношение инвестиции (накопления) / ВВП нахо-

дится в промежутке от 20% до 30%. Поэтому значение показателя АСФА в Армении составляет 1.8–2.2 при определенном соотношении «накопления/ВВП» и падает ниже этого уровня при чрезмерном повышении или понижении нормы потребления.

9. Системы страхования и пенсионного обеспечения строго коррелируются с уровнем развития страны: чем больше уровень ВВП на душу населения, тем больше может быть процент отчислений и срок накопления. В случае с Арменией было сделано наоборот: этот срок в перспективе составлял 45 лет, а для некоторой, только что подключившейся части населения – 23 года. И, наоборот, чем меньше ВВП на душу населения, тем меньше процент отчислений и срок накопления. В случаях низкого уровня экономического развития страны, из-за чего предельный продукт капитальных затрат находится на высоком уровне, более предпочтительным является развитие институтов непосредственного вложения денег гражданами в инвестпроекты. Если же появляются институты длинных денег, в т.ч. накопительные пенсионные системы, государственное регулирование структуры активов НПФ считается обязательным.

10. Опыт показывает, что показатель капитализации фондового рынка после достижения рубежа в 100% начинает циклические колебания вокруг него. В настоящее время рубеж 100% можно считать институциональным

пределом данного показателя. Сказанное подтверждается анализом развития фондового рынка в США, постсоветских странах (Россия, Украина). Упразднение КЦБ РА в 2006г. и последующая передача ее функций ЦБ были ошибкой: банковская подсистема не может способствовать развитию другой, конкурентной подсистемы финансового посредничества – института фондового рынка. Наряду с этим, анализ структуры активов страховых компаний показывает, что происходят искажение и девальвация страхового рынка: размещая в большинстве своем активы в виде депозитов, армянские страховые компании вновь превращают «длинные» деньги долгосрочные сбережения в короткие финансовые ресурсы и становятся придатками КБ. Одновременно, чем больше ресурсов из экономики стекается в банковскую систему, тем меньше ресурсов остается для роста других подотраслей финансового посредничества в долгосрочную перспективу. Следовательно, соблюдение баланса в развитии различных подотраслей финансового посредничества является гарантией для устойчивого развития всей финансовой системы.

11. В высокоразвитых экономиках удельный вес институтов с «длинными» деньгами увеличивается. Однако само это удлинение горизонта происходит спиралеобразно. Опыт показывает: если нет инструментов инвестирования, расширение инвестиций может ухудшить ситуацию. Тем самым, в глобальном мире потребление и ин-

вестиции оказываются в циклической взаимозависимости: эффективность влияния компонентов воспроизводства на экономический рост меняется, что обуславливает циклические изменения в инструментах регулирования деятельности институтов финансового посредничества.

12. Самой подчеркнутой тенденцией в развитии финансовой системы современности является интервенция государства в финансовую сферу посредством выпуска и погашения огромного массива ценных бумаг. Пользуясь этим инструментом, государства (1) управляют темпом сбережений и инвестиций; (2) превращают доходы будущего в расходы настоящего времени; (3) перераспределяют средства между различными отраслями (секторами) экономики; (4) ускоряют или замедляют экономический рост тех или иных регионов страны и (5) мобилизуют внешние финансы, перераспределяют средства на развитие национальных экономик.

13. Развитие мировой финансовой системы за 2010–2013гг. не в полной мере учитывает уроки кризиса 2008–2009гг. И ФРС, и ЕЦБ в 2009–2013гг. были заняты наращиванием ликвидности в финансовую сферу (программа QE). Таким образом, финансирование финансовых институтов можно считать другой тенденцией развития современной системы финансов. Вместе с тем, преобладающими становятся тенденции специализации финансовых институтов, взамен преобладавшим ранее тенденциям

универсализации. В развивающихся странах экономический рост все в большей мере сопровождается вмешательством государства. Армения также в период перехода к рыночной экономической системе вынуждена осуществить доиндустриализацию страны. Следовательно, селективная кредитная политика, политика по размещению активов финансовых посредников, широко распространившаяся в развивающихся странах, в определенной мере должна быть применена также в Армении.

14. Дальнейшее развитие армянской финансовой системы должно учитывать фактически достигнутые мировые стандарты, недостатки, угрозы и ошибки. Современная усредненная модель финансового посредничества может быть охарактеризована следующими параметрами: активы КБ должны быть на уровне 70% ВВП, активы пенсионных фондов должны быть на уровне 40%, инвестиционные фонды на уровне – 50%, страхование жизни и имущества на уровне – 20% и, наконец, фондовый рынок на уровне – 100%. К 2030г. эти цифры будут, соответственно, выглядеть так: 100%, 60% (при средней продолжительности жизни в 77 лет, среднего пенсионного возраста в 67 лет и соотношения пенсионеров к работающему населению – 37:63), 75%, 40% и 130% ВВП. В целом, для среднего по уровню развития страны активы институтов финансового посредничества к 2030г. составят 405% к ВВП. Для достижения этой цели предлагается

программа СПРСК: введение режима кредитования для КБ с целью перехода на специализированную банковскую систему; государственное субсидирование процента на заимствования денег, идущих на финансирование инвестиционных проектов; установление меньших норм резервирования на эту часть деятельности КУ; регулирование спреда между ставками по кредитам и ставками по депозитам; передача функций надзора, а также некоторых функций регулирования органам, не подчиняющимся ЦБ РА.

15. Реформирование «традиционной» подсистемы финансов (КБ) позволит приступить к увеличению темпов развития институтов «длинных» денег, а именно пенсионных, страховых и инвестиционных фондов. В настоящее время Правительством РА предпринимаются стратегически правильные шаги по внедрению 3 институтов: обязательное страхование автомобилей, некоторые элементы социального страхования (страхование медицинских услуг, отдыха) и ОНПС. При этом наблюдаются следующие недоработки: внедрение отмеченных институтов «длинных» денег не сопровождалось соответствующими мерами по обеспечению должного уровня их рентабельности; в качестве метода реализации было выбрано принужденное склонение граждан к сбережениям; не было предпринято ничего для ослабления выгодности вложений в КБ. В условиях низкого уровня доходов населения возникает большая необходимость принуждать насе-

ление сберегать капитал. Но это может дать результат только в случаях параллельного внедрения механизмов поощрения. В случаях с отмеченными реформами, проводившимися в Армении за 2010–2014гг., эти поощрительные механизмы отсутствовали. Исключение составило ОНПС, когда государство удваивает накопительный взнос участников. Однако, при этом, был выбран рекордно длинный горизонт выплат – 45 лет.

16. Переход на накопительную пенсионную систему требует проведения дополнительных шагов макроэкономической политики:

- предоставить в случае взносов до 5 процентов работнику частичную льготу по выплате подоходного налога);
- размещать 80% активов НПФ в Армении на реализацию проектов по развитию производственной инфраструктуры: при этом государство гарантирует доходность этих инвестиций в 5% годовых в реальном исчислении;
- определить максимальный срок обязательных выплат один раз и в 10 лет (в настоящее время – 45 лет) и предоставить гражданам право свободно распоряжаться этими средствами по истечению этого 10-летнего срока;
- установить, что за пределы Армении можно инвестировать только до 20% средств НПФ;

-
- не допускать инвестирования средств НПФ в качестве депозитов банков и кредитных организаций более чем 15%;
 - минимальную величину уставного капитала управляющего пенсионным фондом определить на уровне 5% от минимального уставного капитала КБ.

17. Развитие фондового рынка в Армении является проблематичным: капитализация рынка – 1.3%. По оценкам ВБ, 19% рынков страны контролируют монополии, а на 60% рынков компании имеют преобладающие позиции. Следовательно, основной преградой на пути развития фондового рынка являются монополизация и олигополизация рынков страны. В связи с этим, вывод фондового рынка из-под непосредственного управления ЦБ, создание (вновь) независимого органа по управлению им, принятие принудительных мер законодательного порядка по преобразованию многих монополий и олигополий, институтов финансового посредничества с ООО в ОАО с требованием обязательной котировки на фондовом рынке – представляются необходимыми шагами властей Армении по дальнейшему развитию финансового посредничества.

18. Заслуживает внимания предложения некоторых экономистов по созданию и стимулированию общеармянского инвестиционного фонда (фондов) с участием государства. По сути дела, речь идет о двух источниках такого

фонда: трансферты армянских трудовых мигрантов, обеспечивающих ежегодно приток средств на сумму до 20% ВВП и сбережения этнических армян Диаспоры, а также иных субъектов, проявивших интерес во вложениях в РА. Надо сказать также, что в последнее время существенное значение для глобальных инвестиций приобрели облигации для диаспоры. При этом, широко используются сберегательные облигации. С 1951 по 2011 гг. Израиль таким образом привлек в страну 35 млрд. долларов. Общеармянский инвестиционный фонд с участием РА гарантированием минимальной доходности мог бы стать очень эффективным инструментом аккумуляции инвестиций для РА. При этом, инвестор, имея гарантированную доходность, вправе выбрать конкретные инвестиционные проекты, за получив акции в соответствии с суммой вложенных денег. Наряду или параллельно с этим, государство в лице ЦБ могло бы стерилизовать часть поступивших в страну трансфертов. Эти деньги могли бы послужить в качестве кредитного ресурса для КБ, источника софинансирования со стороны государства для стратегических, программных инвестиционных проектов, а также для накопления средств на будущее развития страны.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. *Абалкина А.* Развитие банковских систем стран СНГ: особенности финансового посредничества и открытость // «Казахский экономический вестник», № 2–3, 2013. СС. 70–78.
2. *Аганбегян А.Г.* Об особенностях современного мирового финансового кризиса и его последствий для России // «Деньги и кредит», № 12, 2008. СС. 3–9.
3. *Багратян Г.А.* Мегаэкономика и глобальные экономические проблемы. Ер.: Изд-во РАУ, 2013. 252 с.
4. *Багратян Г.* Введение в мегаэкономiku: теория, методология, практика: монография / Грант Багратян, Ирина Кравченко. К.: УБД НБУ, 2012. 158 с.
5. Банковский надзор: европейский опыт и российская практика. Пособие, подготовленное в рамках «Обучение персонала Банка России. Этап III» // Под ред. Микаэла Олсена, 2005, 356 с.
6. *Бернарди А.Г.* Организация и операции банковских учреждений. С-Пб., 1913.
7. *Братко А.Г.* Центральный банк в банковской системе России. М.: Спарк, 2001. 335 с.

-
8. *Варшавский Л.М.* Банки и банковские конторы российской империи. Т. 1–2, Одесса, 1896.
 9. *Гайдуцкий А.П.* Банки и миграционный капитал. К.: ООО «Информационные системы», 2013. 460 с.
 10. *Гринберг Р.С.* На пороге новых решений. М.: Магистр: ИНФРА-М, 2011. 498 с.
 11. *Гринберг Р.С.* Среди рисков и шансов. М.: Институт экономики РАН, 2008. 432 с.
 12. *Дарбинян А.Р., Сандоян Э.М.* Институты финансового посредничества в современной экономике. ISSN 2074–5370. Бюлетень Міжнародного Нобелівського економічного форуму. 2010. № 1 (3). Т. 1. СС. 89–99 (<https://app.box.com/shared/01xhfgq54t>).
 13. *Додонов В.* Меры монетарного регулирования и их роль в формировании предпосылок возникновения нового кризиса // «Казахский экономический вестник», N2–3, 2013. СС. 41–56.
 14. *Евзлин З.П.* Банки и банкирские конторы в России. С-Пб., 1904.
 15. Иллюзорная опасность развивающихся рынков, Марк Гедхарт, Питер Хейден, «Вестник Mckinsey», № 12, 2005. СС. 77–85.
 16. *Кидуэлл Д.С., Петерсон Р.Л., Блэкуэлл Д.У.* Финансовые институты, рынки и деньги. С-Пб: Изд-во «Питер», 2000, 752 с.

-
17. *Козюк В.В.* Незалежність центральних банків. Тернопіль, Карт-бланш, 2003. 244 с.
 18. *Кравченко І., Багратян Г.* Криза та регулювання фінансової системи: уроки и перспективи, «Вісник Національного банку України», № 1, Січень 2009. СС. 19–23.
 19. *Левичева И.Н.* История создания государственного банка в России. М., 1995.
 20. Локомотив развития. Ставки по ипотечному кредитованию будут снижаться // «Энергия успеха», июль 2006, № 3. СС. 20–25.
 21. *Любунь О.С., Раєвський К.Є.* Банківський нагляд: Підручник. К.: Центр навчальної літератури, 2005. 416 с.
 22. *Любунь О.С., Любунь В.С., Іванець І.В.* Національний банк Україні: основні функції, грошово-кредитна політика, регулювання банківської діяльності: Навчальний посібник. К.: Центр навчальної літератури, 2004. 351 с.
 23. *Миллер Р.Л., Ван-хуз Д.Д.* Современные деньги и банковское дело. Пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 2000. 856 с.
 24. *Огієнко В.І.* Система гарантування депозитів фізичних осіб в Україні: Монографія За наук. Ред. д-ра екон. наук, проф. Т.С.Смовженко. Львів: ЛБІ НБУ, 2006. 178 с.

-
25. *Поляков В.П., Московкина Л.А.* Структура и функции центральных банков. Зарубежный опыт: учебное пособие. М.: ИНФРА-М, 1996. 192 с.
 26. *Помогаева Е.А.* Банк в системе финансового посредничества. Автореферат диссертации на соискание ученой степени к.э.н., С-Пб, 2008 (<http://economy-lib.com/bank-v-sisteme-finansovogo-posrednichestva>).
 27. *Роде Э.* Банки, биржи, валюты современного капитализма. Пер. с нем. А.О. Ничипорука, А.В. Цимайло., О.В. Шенаева. М.: Финансы и статистика, 1986, 341 с.
 28. *Романишин В.О., Уманців Ю.М.* Центральний банк та грошово-кредитна політика. К.: Атіка, 2005. 480 с.
 29. Россия в глобализирующемся мире: стратегия конкурентоспособности. Отв. ред. Д.С. Львов, Д.Е. Сорочкин: «Наука», 2005.
 30. Российский статистический ежегодник. 2004: Стат. Сб/Росстат. М., 2004. 725 с.
 31. *Сандоян Э.М.* Проблемы модернизации системы банковского регулирования в Армении. Ер.: Изд-во РАУ, 2007, 162 с.
 32. *Симановский А.Ю.* Базельские принципы эффективно-го банковского надзора и их реализация в России, «Деньги и кредит», 2001, № 3. СС. 19–24.
 33. *Сорокин Д.Е.* Стратегические ориентиры антикризисной политики (<http://shabrov.info/elbrus/sorok.pdf>). СС. 52–56.

-
34. Стратегия-2020: Новая модель роста – новая социальная политика. Промежуточный доклад о результатах экспертной работы по актуальным проблемам социально-экономической стратегии России на период до 2020 года, 517 с.
<http://kommersant.ru/content/pics/doc/doc1753934.pdf>
35. Тосунян Г. Уроки уходящего года // «Национальный банковский журнал NBJ», № 12, 2008. СС. 6–12.
36. Усоскин В.М. Современный коммерческий банк: управление и операции, М.: ИПЦ «Вазар-Ферро», 1994, 320 с.
37. Фабоцци Ф. Управление инвестициями: Пер. с англ. М.: ИНФРА-М, 2000. 932 с.
38. Финансы / Под ред. Дж. Итуэлла, М. Милгейта, П. Ньюмена. Пер. с англ. Научный редактор академик РАН Р. М. Энтов. М.: Изд-во ГУ ВШЭ, 2007, 450 с.
39. Федеральный Закон «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации» 23 декабря 2003г. № 177-ФЗ.
40. Центральний банк та грошово-кредитна політика: Підручник / За ред А.М. Мороза і М.Ф. Пуховкіної. К.: КНЕУ, 2005. 556 с.
41. Ширинская Е.Б. Операции коммерческих банков: российский и зарубежный опыт. 2-е изд., перераб. и доп. М.: Финансы и статистика, 1995. 160 с.

-
42. Экономика переходного периода: Сборник избранных работ. 1999–2002. ИЭПП. М.: Дело, 2003, 960 с.
 43. Экономика США: Учебник для вузов / Под ред. В.Б. Супяна. С-Пб.: Питер, 2003, 651 с.
 44. *Эпштейн Е.* Эмиссионные «Кредитные банки» в новейшей эволюции народного хозяйства. С-Пб., 1913.
 45. A creeping ascent, *The Economist*, December 21st 2013–January 3rd 2014. P. 99.
 46. Administrative performance differences between member states recovering traditional own resources of the European Union, European Parliament, Directorate general for internal policies. Policy department D: budgetary affairs, Study, 2013, 115 p.
 47. Alesina A., Summers L. Central Bank Independence and Macroeconomic performance: some comparative evidence // *Journal of Money, Credit and Banking*. 1993. № 25. PP. 151–162.
 48. An explanatory note on the Basel II IRB risk weight 0
 49. A twist or two of Basel. “*The Economist*”, February 24th – March 2nd 2007. PP. 77–78.
 50. *Bagratyan H.* Megaeconomics and global macroeconomic problems / Hrant Bagratyan, Iryna Kravchenko. K.: UB NBU, 2013. 247 p.
 51. Basel Committee on banking supervision. The standardized approach to credit risk, January 2001, 45 p. Bank for international settlements.

-
52. *Capie F.* The Evolution of general banking// Financial History: Lessons of the Past for Reforms of the Present. World Bank Seminar. 1995. PP. 4–5.
53. *Capie F., Goodhart Ch., Fisher St., Schnadt N.* Future of central banking. Cambridge: Cambridge University Press, 1994. PP. 24–72.
54. Current Legal Issues Affecting Central Banks, Volume 1, Edited by Robert C. Effros, International Monetary Fund, May 1992, 642 p.
55. *Farrell D., Lund S., and Puri L.* India's financial system: more market, less government, “The McKinsey Quarterly”, 2006, Number 3. PP. 86–89.
56. *Demirgüç-Kunt, Asli and Ross Levine.* 2008. Finance, financial sectors policies, and long run growth. M.Spence growth commision background paper 11, World Bank, Wahington, DC.
57. *Demirgüç-Kunt, Asli, Enrica Detragiache, and Tierry Tressel.* 2008. Banking on the principles: compliance with Basel core principles and bak soundness. Journal of financial intermediation 17 (4): 511–42.
58. Dilemmas of the contemporary economy facing global changes. Edited by Jaroslaw Kaczmarek, Tomasz Rojek. Cracow University of Economics, Department of Economics and Organization of Enterprises Foundation of the Cracow university of economics, Cracow 2012. 901 p.

-
59. *Sandoyan E., Syvaryan A., Sahakyan D.* Rating System as a Banking Performance Regulator in the Conditions of Transition Economy, *Journal Transition studies review*, Volume 12, issue 2. PP. 222–230 (<http://link.springer.com/article/10.1007%2Fs11300-005-0059-7>).
60. Embracing the alternatives. Banks are changing. That means another providers of capital must step forward, especially in Europe. *The Economist*, December 15th–21st, 2012. P. 14.
61. Europe’s other debt crisis. *The Economist*, October 26th – November 1st, 2013. PP. 15–16.
62. *Bouvard F., Dohrman Th., and Lovegrove N.* The case for government reform now, “*McKinsey Quarterly*”, 2009, Number 3. PP. 29–38.
63. *Frank J.* Fabozzi, CFA, *Bond markets, analysis and strategies*, third edition, Yale University, Prentice Hall, Upper saddle river, NJ 07458, 1996, 595 p.
64. *Fredman, Milton.* *Capitalism and Freedom*, 1962, 166 p., <http://www.pdf-archive.com/2011/12/28/friedman-milton-capitalism-and-freedom>
65. Filling the bank-shaped hole. *The Economist*, December 15th–21st, 2012. PP. 22–24.
66. From reform to Growth. *Managing economic crisis in Europe*. Edited by Vit Novotny, Eburon Delft , 2013. 543 p.

-
67. Global development finance, 2011, 341p.
(<http://issuu.com/world.bank.publications/docs/9780821386736?e=1107022/3746425#search>).
 68. Global development finance, Rethinking the role of the state in finance, 2013, 220p. (http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2012/09/20/000356161_20120920032901/Rendered/PDF/728030PUB0Publ07926B009780821395035.pdf).
 69. *Goldsmith R.W.* 1969. Financial structure and development. New Haven: Yale University press.
 70. *Goldsmith R.W.* 1985. Comparative national balance sheets: a study of twenty countries, 1688–1978. Chicago: university of Chicago press.
 71. *Goodhart C.* Evolution of central banks. London: London School of Economics and political Science, 1985.
 72. *Grilli V., Mascizndro D., Tabellini G.* Political and Monetary Institutions and Public finance policies in the industrial countries// *Economic Policy*. 1991. 13 (October). PP. 341–392.
 73. *Goodhart C.* Evolution of central banks. London: London School of Economics and political Science, 1985.
 74. *Gurley J.G. and Shaw E.S.* 1969. Money in a theory of finance. Wahsington, DC: Brookings Institution.
 75. *Harris P.* An Aleppo Merchant Letter Book. *The British Museum Quarterly*, 1960, v.22.

-
76. *Hibah Yousuf*. Bond bubble finally bursting? Rates creep up (<http://money.cnn.com/2013/08/19/investing/stocks-markets/index.html>).
 77. *Hicks J.R.* 1946. Value and Capital. 2nd edn, London: Oxford University press.
 78. Investment Management Certificate, Unit 1: Investment Environment Manual, Edition 18.2, 7city Learning, 2013, 392 p.
 79. Investment Management Certificate, Unit 2: Investment Practice Manual, Edition 18.2, 7city Learning, 2013, 487 p.
 80. *James R. Barth, Gerard Caprio, Jr., Ross Levine*. Bank regulation and supervision in 180 countries from 1999 to 2011, Working Paper 18733, (<http://www.nber.org/papers/w18733>).
 81. *Krugman Paul*. The Conscience of a liberal, W.W.Norton & Company, NY, London, 2007, 296 p.
 82. Let's do it ma way, The Economist, May 25th–31st, 2013. P. 71.
 83. *Levine R*. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature, 35: 688–726. 1997.
 84. *Mallaby S*. The world's banker. The penguin press, NY, 2004. 462 p.
 85. *Marc H. Goedhart, Rishi Raj, and Abhishek Saxena* Equity analysts: Still to bullish, McKinsey Quarterly, Number 3, 2010. PP. 22–24.

-
86. *Markowitz H.M.* 1959. Portfolio selection: efficient diversification of investments. NY: Wiley.
87. *Merton R.C.* 1973b. Theory of rational option pricing. *Bell Journal of Economics and management science* 4 (1), Spring, 141–83.
88. *Modigliani F. and Miller M.N.* 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American economic review* 48 (3), June 26–97.
89. Olyver Wyman Four views on the US financial system, December 4, 2012
(<http://www.brookings.edu/~media/events/2012/12/04%20financial%20industry%20structure/04%20financial%20industry%20structure%20lester%20presentation.pdf>).
90. *Butler P.* Learning from financial regulation’s mistakes, “McKinsey Quarterly”, 2009, Number 3. PP. 68–74.
91. *Ramo J.C.* The Beijing Consensus / J.C.Ramo // The Foreign Policy Centre. 74 p.
(<http://fpc.org.uk/fsblob/244.pdf>).
92. Revisiting an old argument about the impact of capitalism, *The Economist*, January 4th– 10th, 2014. P. 57.
93. *Richard G. Lipsey, Peter O. Steiner, Douglas D. Purvis, Paul N. Courant.* *Macroeconomics*, HarperCollinsPublishers, NY, Grand Rapids, Philadelphia, St.Louis, San Francisco, London, Singapore, Sydney, Tokyo, 1990, 592 p.

-
94. *Ross S.A.* 1976a. Return, risk and arbitrage. In risk and return in finance, ed. I.Friend and J.Bicksler, Cambridge, Mass.: Ballinger.
 95. *Scale Tale*. The Economist, June 20th – 26th, 2009. P. 76.
 96. *Schumpeter J.A.* 1911. The theory of economic development. Cambridge, Mass.: Harvard university press, 1934.
 97. Size of financial markets, The Economist, May 14th – 20th, 2011. P. 4.
 98. Swedish fiscal policy. Report of the swedish fiscal policy council 2012. Fiscal policy council, Box 3273, SE – 103 65 Stockholm, Kungsgatan 12–14. 154 p.
 99. *Tobin J.* 1958. Liquidity preference as behavior towards risk. Review of economic studies 25, February. 65–86.
 100. *Herbert Th.* Travels in Persia, NY, 1929.
 101. The long weekend, The Economist, 2013, November 2nd–8th, 2013. PP. 51–52.
 102. The Economist, November 16th–22nd 2013. P. 85.
 103. The world’s largest pension fund is changing the way of invests, with big consequences for the market. The Economist, March 15th–21st, 2014. PP. 63–64.
 104. Viele regulatorische Baustellen, Wirtschaftsblatt, Mittwoch 29 Mai 2013, seite 13.
 105. What keeps bankers awake at night? “The Economist”, February 3rd–9th 2007. PP. 69–70.

-
106. «Ապահովագրության և ապահովագրական գործունեության մասին» Հայաստանի հանրապետության օրենքը, ընդունված ՀՀ ԱԺ կողմից 2007թ. ապրիլի 9-ին, (<http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=3012&lang=arm>).
107. *Բագրատյան Ա., Բալասանյան Ա.* Բանկային գործ. Եր.: Նաիրի, 2003, 308 էջ:
108. Բանկային տեղեկագիր. Եր., 2006, № 1, 499 էջ:
109. Բանկային տեղեկագիր. Եր., 2006, № 2, 507 էջ:
110. «Բանկերի և բանկային գործունեության մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենքը, ընդունված է ՀՀ ԱԺ կողմից 1996թ հունիսի 30-ին, Բանկային տեղեկագիր, հ.1. Եր.: Լոգիկա-ակունք ՍՊԸ, 2006թ., էջ. 36–101:
111. Բանկերի գործունեության կարգավորումը, բանկային գործունեության հիմնական տնտեսական նորմատիվները, Կանոնակարգ 2: Բանկային տեղեկագիր, հ.2. Եր.: Լոգիկա-ակունք ՍՊԸ, 2006թ., էջ. 66–87:
112. *Բայբուրդեան Վ.* Համաշխարհային առևտուրը եւ իրանահայությունը 17-րդ դարում, Թեհրան, 1997, C/O Jadid Printing House Keshavarz Blvd., 47, North Felestin St., P.C. 14158 Tehran. Iran, 247 էջ:

-
113. Հայաստանի հանրապետության Կենտրոնական
Բանկ: Տարեկան հաշվետվություն, 2011, 138 էջ:
114. Հայաստանի հանրապետության Կենտրոնական
Բանկ: Տարեկան հաշվետվություն, 2012, 128 էջ:
115. Հայաստանի հանրապետության Կենտրոնական
Բանկ: Տարեկան հաշվետվություն, 2013, 160 էջ:
116. Հայաստանի Հանրապետության պետական
պարտքը, տարեկան հաշվետվություն, 2007. Եր.:
2008, 67 էջ:
117. Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-
տնտեսական վիճակը 2003թ հունվար
դեկտեմբերին. Եր., 2004, 241 էջ:
118. Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-
տնտեսական վիճակը 2011թ հունվար
դեկտեմբերին. Եր., 2012, 281 էջ:
119. Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ
ԱՎԾ. Եր., 2001, 508 էջ:
120. Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ
ԱՎԾ. Եր., 2003, 582 էջ:
121. Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ
ԱՎԾ. Եր., 2004, 583 էջ:
122. Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ
ԱՎԾ. Եր., 2007, 550 էջ:

-
123. Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ. Եր., 2009, 590 էջ:
 124. Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ. Եր., 2010, 608 էջ:
 125. Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ. Եր., 2011, 625 էջ:
 126. Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ. Եր., 2012, 596 էջ:
 127. Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱՎԾ. Եր., 2013, 599 էջ:
 128. ՀՀ ապահովագրական համակարգի հնարավոր զարգացումները 2012–2014թթ. (ըստ ապահովագրական ընկերությունների 2012–2014թթ զարգացման ծրագրերի), ՀՀ ԿԲ Ֆինանսական համակարգի կայունության և զարգացման վարչություն. Եր., 2012, 25 էջ (<https://www.cba.am/AM/panalyticalmaterialsresearches/INSURANCE%20STRATEGY%202012-2014.pdf>):
 129. ՀՀ բանկային համակարգի հնարավոր զարգացումները 2012–2014թթ. (ըստ բանկերի 2012–2014թթ զարգացման ծրագրերի), ՀՀ ԿԲ Ֆինանսական համակարգի կայունության և

կարգացման վարչություն, Եր., 2012, 40 էջ
([https://www.cba.am/AM/panalyticalmaterialsresearches/
Banks%20Strategy%202012-2014.pdf](https://www.cba.am/AM/panalyticalmaterialsresearches/Banks%20Strategy%202012-2014.pdf)):

130. «Արժեթղթերի շուկայի կարգավորման մասին»
Հայաստանի Հանրապետության օրենքը,
ընդունված ՀՀ ԱԺ կողմից 2000թ. հուլիսի 6-ին
([http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&I
D=1762](http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=1762)):
131. «Կուտակային կենսաթոշակների մասին»
Հայաստանի Հանրապետության օրենքը, ընդուն-
ված ՀՀ ԱԺ կողմից 2010թ. դեկտեմբերի 22-ին
([http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&I
D=4055&lang=arm](http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=4055&lang=arm)):
132. «Ֆիզիկական անձանց բանկային ավանդները
հատուցելու մասին» Հայաստանի
Հանրապետության օրենքը, ընդունված ՀՀ ԱԺ
կողմից 2004թ. նոյեմբերի 24-ին
([http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&I
D=2148&lang=arm](http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=2148&lang=arm)):
133. *Խաչիկյան Շ.* Նոր Ջուղայի հայ վաճառականու-
թյունը և նրա առևտրատնտեսական կապերը
Ռուսաստանի հետ XVII–XVIII դարերում. Եր.,
1988:

-
134. «Ներդրումային ֆոնդերի մասին» Հայաստանի
Հանրապետության օրենքը, ընդունված ՀՀ ԱԺ
կողմից 2010թ. դեկտեմբերի 22-ին
(<http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=4040&lang=arm>):
135. *Քեյնս Ջ. Մ.* Ջրաղվածության, տոկոսի և փողի
ընդհանուր տեսություն. Եր.: Տիգրան Մեծ, 2006,
392 էջ:
136. <http://data.worldbank.org>
137. <http://www.ukrstat.gov.ua/>
138. <http://www.gks.ru/>
139. http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/wages/
140. http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts/#
141. <http://www.worldbank.org/data/wdi>
142. <http://www.euronews.net/>
143. <http://www.armstat.am/>
144. http://www.armstat.am/file/article/sv_12_12a_142.pdf
145. <http://www.minfin.gov.ua/>
146. <http://news.mail.ru/economics/2826686/>
147. <http://www.government.ru/>
148. <http://www.cba.am/>
149. <http://www.bank.gov.ua/>
150. <http://www.cisstat.org/>

-
151. <http://www.cbr.ru/>
 152. http://www.infox.ru/business/finances/2009/09/08/Alye_ksyey_Simanovski.phtml
 153. <http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=4055&lang=arm>
 154. <http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=3825&lang=arm>
 155. <http://www.parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=3012&lang=rus>
 156. <http://mail.google.com/mail/?ui=2&ik=4ad14f44da&view=att&th=125588fc62378ed0&attid=0.1&disp=vah&zw>
 157. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2013/01/pdf/statapp.pdf>
 158. www.money.cnn.com
 159. http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=36807&cat_id=36798
 160. <http://www.pensiamarket.ru/Ranking.aspx?rank=opn&type=npf>
 161. <http://www.armstat.am/am/?nid=82&id=1418>
 162. <http://www.armstat.am/am/?nid=45&year=2012>
 163. <http://www.gaidarforum.ru/ru/first.php>
 164. <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS?page=3>
 165. <http://news.mail.ru/economics/2826686/>
 166. <http://www.pbc.gov.cn/publish/english/3060/index.html>
 167. <http://armstat.am/am/?nid=82&id=1527>

-
168. <http://www.kommersant.ru/doc/701720>
 169. http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/finance/#
 170. http://geostat.ge/index.php?action=page&p_id=317&lang=eng
 171. http://geostat.ge/index.php?action=page&p_id=119&lang=eng
 172. http://www.stat.gov.az/source/system_nat_accounts/indexen.php
 173. <http://www.stat.gov.az/source/finance/indexen.php>
 174. <http://parliament.am/legislation.php?sel=show&ID=4992&lang=arm>
 175. <https://www.cba.am/am/SitePages/statrealsector.aspx>
 176. <http://data.worldbank.org/indicator/BX.TRF.PWKR.CD.DT>
 177. <http://data.worldbank.org/indicator/DT.DOD.DECT.CD>
 178. http://www.cbr.ru/statistics/print.aspx?file=credit_statistics/class_country_10.htm&pid=svs&sid=mip_vsitobs2
 179. <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>
 180. <http://www.banks.am/am/newsfeed/7804/>

Приложение 1

Объемы мирового ВВП, инвестиций, капитализации рынков, продажи акций, кредитования экономики, денежных переводов и количества мигрантов 1997–2013гг.

Годы	Мировое ВВП, млрд. дол. ²³⁹	ПИИ, млрд. дол. ²⁴⁰	Капитализация рынков, млрд. дол. ²⁴¹	Продажи акций, объем сделок в % к ВВП ²⁴²	Кредитование экономики банками, млрд. дол. ²⁴³	Всего долг, млрд. дол. ²⁴⁴	Объем денежных переводов мигрантами, млрд. дол. ²⁴⁵	Количество мигрантов, млн. чел. ²⁴⁶
1	2	3	4	5	6	7	8	9
1997	30332	461	23116	63.6	45346	71000	-	35.6
1998	30218	679	26924	74.8	48802	82000	-	35.6
1999	31336	962	36108	98.8	52644	94000	-	35.6
2000	32346	1319	32187	150.8	53468	109000	-	35.6
2001	32158	727	27906	133.1	54379	112000	-	38.9

²³⁹ <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>

²⁴⁰ <http://data.worldbank.org/indicator/BX.KLT.DINV.CD.WD>

²⁴¹ <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD>

²⁴² Рассчитано по : <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS>

²⁴³ Рассчитано по : <http://data.worldbank.org/indicator/FS.AST.DOMS.GD.ZS>. Учтены любые кредиты со стороны депозитных учреждений и межстарных властей.

²⁴⁴ Данные приведены с учетом базы ВБ (<http://data.worldbank.org/indicator/DT.DOD.DECT.CD>). The Economist, July 30th–August 5th, 2011. P. 35

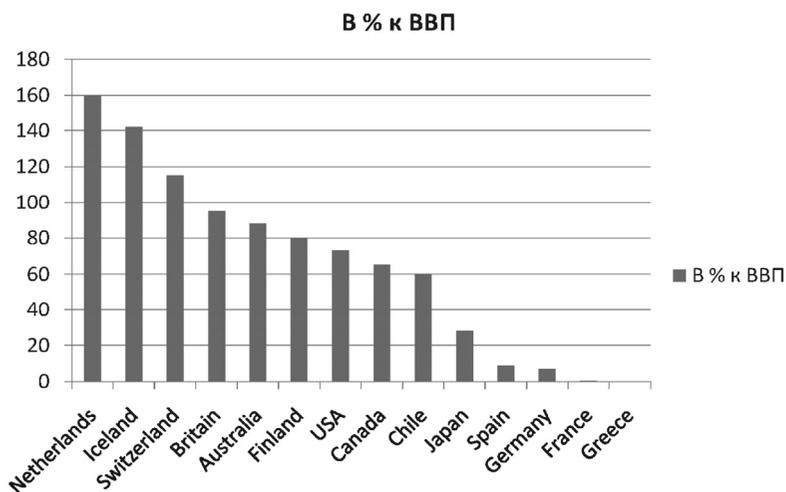
²⁴⁵ <http://search.worldbank.org/data?term=Remittances&language=EN&format=>

²⁴⁶ <http://data.worldbank.org/indicator/SM.POP.TOTL>. Данные по мигрантам ВБ приводит по пятилетиям. В связи с этим мы величину мигрантов на данный год получили путем деления суммы мигрантов за соответствующее пятилетие на 5.

1	2	3	4	5	6	7	8	9
2002	33408	629	23509	115.1	56025	119000	-	38.9
2003	37589	573	32036	80.7	65066	127000	208	38.9
2004	42293	723	38112	94.8	73378	134000	240	38.9
2005	43728	1386	43210	105.5	79978	148000	260	38.9
2006	49542	1703	53317	138.9	87541	164000	302	42.8
2007	55875	2472	64471	181.8	90238	199000	363	42.8
2008	61335	2199	34871	181.6	95683	206000	418	42.8
2009	58080	1163	47380	143.4	98097	191000	394	42.8
2010	63412	1376	54164	105.1	104502	213000	427	42.8
2011	70371	1725	46499	96.9	115408	-	479	-
2012	71664	1131	53164	72.7	121908	-	478	-
2013	74899	1436	-	-	-	-	494	-

Приложение 2

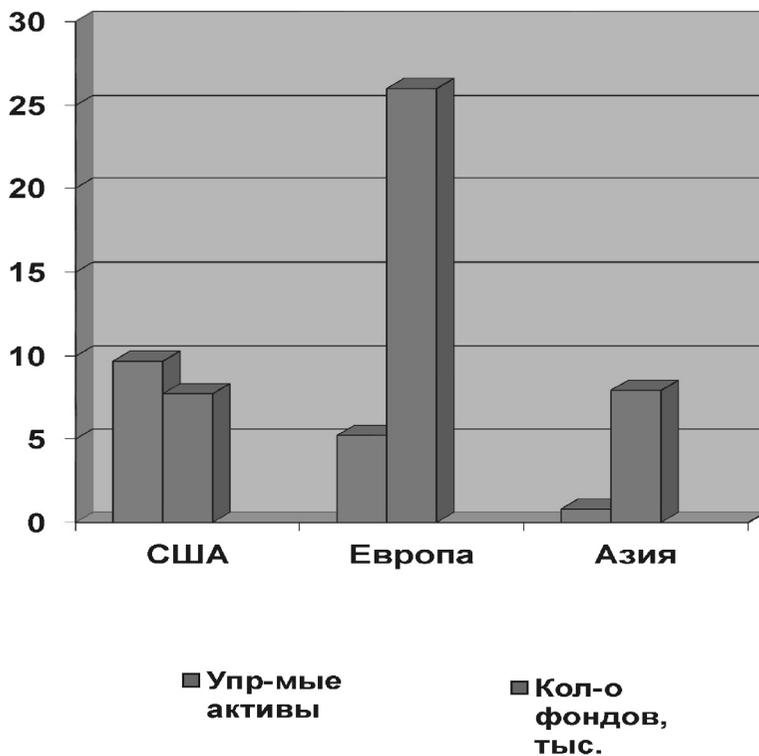
Активы пенсионных фондов в % к ВВП в некоторых странах мира в 2012г.²⁴⁷



²⁴⁷ The Economist, November 16th – 22nd 2013. P. 85.

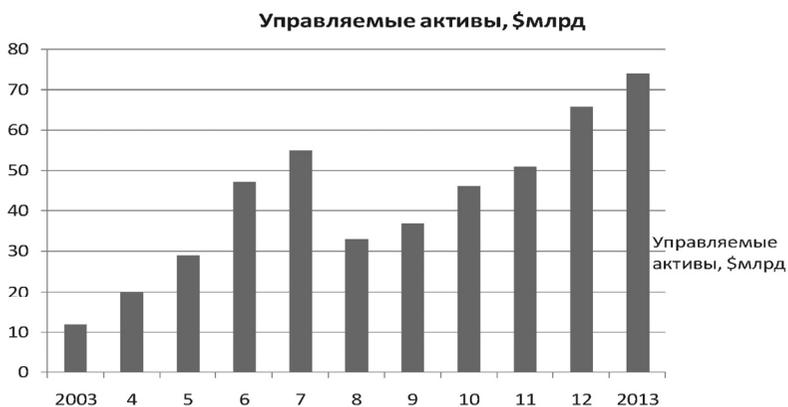
Приложение 3

Активы хеджфондов и их количество по состоянию на декабрь 2008г.²⁴⁸, трлн. долларов.



²⁴⁸ The Economist, June 20th – 26th, 2009. P. 76.

Хеджфонды глобальных активистов.²⁴⁹



²⁴⁹ Let's do it ma way, The Economist, May 25th – 31st, 2013. P. 71.

Приложение 5

Накопительные пенсионные системы в некоторых странах мира в сравнении с показателем ВВП на душу населения.²⁵⁰

Страна, год старта	Основной принцип задействования накопительных пенсионных выплат	ВВП на душу населения, дол. США, 2012	Примечания
1	2	3	4
Дания, 1964	Платят все работники по 90 датских крон в месяц, а работодатели – 180 датских крон. Итого в накопительную систему перечисляется 2.5% средней зарплаты	56326	Управление пенсионными активами осуществляет частная управляющая компания ATP
Эстония, 2001	2% работники, 4% государство (2014–2017гг. 6%), что потом компенсируется со стороны работодателей	16717	Работают как частные пенсионные фонды, так и Национальный институт социального страхования, срок не более 18 лет, расходы компенсируются налоговыми льготами

²⁵⁰ Таблица составлена в результате собственных исследований, а также по материалам исследований аспирантов Университета банковского дела Национального Банка Украины. Данные по ВВП на душу населения:

<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD>.

1	2	3	4
Россия, 2002	Платят граждане, родившиеся после 1967г., участие в программе предполагает выплат как минимум 10 лет. Платит работодатель в размере 6%. Работник может добровольно платить: в этом случае гос-во добавляет столько же, но не более 12 тыс. руб	14037	Сборы: ПФ РФ. Управление: ПФ РФ и НПФ
Латвия, 2001	Платит работник: 2001–2010 – 2%; 2011 – 4%; с 2012г. – 6% от зарплаты. Является обязательным для граждан до 30 лет, и добровольным для граждан свыше 30 лет		Сборы: государственная служба доходов; управление - НПФ
Польша, 1999	Вносит работник в размере 7.3%. Является обязательным для граждан до 30 лет, и добровольным для граждан свыше 30 лет	12708	Частные пенсионные фонды
Казахстан 1998	Платят все работники (в Казахстане традиционную систему солидарности поколений перевели на накопительную основу)	12116	Государственный накопительный пенсионный фонд и частные НПФ
Китай, 1997	Платят все работники частного сектора в размере 8% (это условно-накопительная система и напоминает армянское обязательное государственное страхование)	6091	Государственный фонд социального страхования
Армения, 2014	Платит работник 5 % и более от зарплаты и столько же государство (но не более 25000 драмов в месяц)	3351	НПФ

Приложение 6

Активы организаций финансового посредничества России и их структура в 2011–2012гг.

Финансовые учреждения	Активы, 2011/2012гг.	
	млрд. руб.	%
1	2	3
Коммерческие банки	39530 ²⁵¹ / 47436 ²⁵²	60.19 / 62.12
Негос-ые пенсионные фонды	363.7 / 661.3 ²⁵³	0.56 / 1.01
Страховые компании	900 / 1200 ²⁵⁴	1.37 / 1.57
Взаимные (инвестиционные) фонды	1023.4 / 1039 ²⁵⁵	1.56 / 1.36
Взаимные фонды денежного рынка	456 ²⁵⁶ / 353 ²⁵⁷	0.69 / 0.46

²⁵¹ Активы КБ России по состоянию на 01.07.2012г.

²⁵² <http://www.sravni.ru/banki/rating/>; Активы КБ России по состоянию на 01.07.2013г.

²⁵³ <http://www.pensiamarket.ru/Ranking.aspx?rank=opn&type=npf>

²⁵⁴ <http://npf.investfunds.ru/news/26109/>

²⁵⁵ <http://www.asn-news.ru/smi/8326>, за 2012г. активы страховых компаний приведены по состоянию на конец 1-го квартала.

²⁵⁶ Суммарная величина активов 1293 ПИФ-ов в России на 01.06.2011,

http://ru.wikipedia.org/wiki/%D0%9F%D0%B0%D0%B5%D0%B2%D0%BE%D0%B9_%D0%B8%D0%BD%D0%B2%D0%B5%D1%81%D1%82%D0%B8%D1%86%D0%B8%D0%BE%D0%BD%D0%BD%D1%8B%D0%B9_%D1%84%D0%BE%D0%BD%D0%B4

²⁵⁷ Только взаимный фонд Сбербанка России по состоянию на 08.08.2013г. (http://www.sberbank.am.ru/rus/Individuals/Mutual_Funds/Sadko/index.wbp).

1	2	3
Капитализация рынка, млрд. руб. млрд. долларов ²⁵⁸	23386.4/25678.1 796 / 874	35.62 / 33.74
Итого: активы, млрд. долларов	2234.8 / 2599.3	100 / 100
ВВП ²⁵⁹	55799.6 / 62599.1	-
ВВП млрд. долларов	1899 / 2015 ²⁶⁰	-

²⁵⁸ <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD>

²⁵⁹ http://www.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_main/rosstat/ru/statistics/accounts/#

²⁶⁰ <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>

Приложение 7

Активы организаций финансового посредничества Украины и их структура в 2011г.²⁶¹

Финансовые учреждения	Активы, 2011г.	
	млрд. гривен	%
1	2	3
Коммерческие банки	1211.5	79.6
Пенсионные фонды	0.14	0.009
Страховые компании	85.4	5.6
Взаимные (инвестиционные) фонды	17.1	1.1
Взаимные фонды денежного рынка	-	-
Капитализация рынка	207.4	13.6
Итого: активы	1521.5	100
ВВП	1316.6	-
ВВП, млрд. долларов	163.4	-

²⁶¹ <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=121942>;
<http://www.dfp.gov.ua/734.html>
http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=36807&cat_id=36798; <http://www.ukrstat.gov.ua/>
<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>;
<http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD>

Приложение 8

Активы организаций финансового посредничества Китая и их структура в 2011–2012гг.²⁶²

Финансовые учреждения	Активы, 2011/2012гг.	
	млрд. долларов	%
Коммерческие банки	17757 / 20900	79.72 / 79.74
Нег-ые пенсионные фонды	126.6 ²⁶³ /150 ²⁶⁴	0.57 / 0.57
Страховые компании	335 ²⁶⁵ / 1290 ²⁶⁶	1.5 / 4.92
Взаимные (инвестиционные) фонды	600 ²⁶⁷ / 122 ²⁶⁸	2.69 / 0.47
Взаимные фонды денежного рынка	65 ²⁶⁹ / 49.6 ²⁷⁰	0.29 / 0.19
Капитализация рынка	3389 / 3697	15.21 / 14.11
Итого: активы ВВП	22272.6 / 26208.6	100 / 100
	7321 / 8227	-

²⁶² <http://www.bfm.ru/news/206340?doctype=news> ;

<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD>

²⁶³ 776.5 китайских юаней (RMB) по состоянию на 31.12.2009 и только средства NCSSF (http://en.wikipedia.org/wiki/National_Council_for_Social_Security_Fund).

²⁶⁴ Оценка. В 2007г. активы NCSSF составили 30 млрд. долларов, в (<http://www.fundshub.ru/market/industry/5041.php>) , а в 2009г – 126.6.

²⁶⁵ На июнь 2007г (<http://delo.ua/business/strahovye-kompanii-kitajasmog-44008/>).

²⁶⁶ За первое полугодие 2013г. (<http://www.biztass.ru/news/id/78614>).

²⁶⁷ <http://russian.people.com.cn/31518/6296768.html>, 3.3 трлн юаней по состоянию на ноябрь 2007г.

²⁶⁸ <http://www.finmarket.ru/z/nws/news.asp?id=3419207>

²⁶⁹ Наша оценка с учетом спада этих активов в конце 2012 и первом полугодии 2013г.

²⁷⁰ На 01.07.2013г. (<http://www.lionstone.ru/traders/business-news/detail/75/>).

Объемы ВВП, инвестиций, ПИИ, капитализации рынков, кредитования экономики, денежных переводов, общего, государственного долгов, денежной массы, экспорта товаров и услуг и конечного потребления в Республике Армения за 1997–2013гг.²⁷¹

Годы	ВВП, млрд драмов	Валовое накопление основного капитала, млрд драмов	ПИИ, млрд драмов	Капитализация рынка, млн дол.	Кредитование эк-ки, банки, млрд драмов	Объем денежных переводов трудовыми мигрантами, млн дол.	Общий внешний долг, млн долларов	Государственный внешний долг, млн дол.	Денежная масса, млрд драмов
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1997	804	130	31	-	47	136	638	683	70
1998	955	155	12	-	59	92	804	775	96
1999	987	162	27	-	74	95	1023	815	109

²⁷¹ Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱԿՄ, Եր., 2001, էջ. 188, 193, 194, 287, 354, 370; Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱԿՄ, Եր., 2003, էջ. 215, 325, 400, 420, 421; Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱԿՄ, Եր., 2004, էջ. 214, 221, 395; Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱԿՄ, Եր., 2009, էջ. 210, 216, 366, 388, 389, 468; Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱԿՄ, Եր., 2011, էջ. 234, 397, 407, 408, 488; Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱԿՄ, Եր., 2012, էջ. 232, 400, 479; Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱԿՄ, Եր., 2013, էջ. 232, 251; Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2003թ. հունվար դեկտեմբերին, Եր., 2004, էջ. 7, 137, 139, 364, 454; Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱԿՄ, Եր., 2007, էջ. 212, 213, 434; Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2011թ. հունվար-դեկտեմբերին, Եր., 2012, էջ. 7; Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2011թ. հունվար-դեկտեմբերին, Եր., 2012, էջ. 111, 113; <http://data.worldbank.org/indicator/DT.DOD.DECT.CD?page=1>; <http://search.worldbank.org/data/qterm=migran6%27s%20remittances&language=EN>; <http://data.worldbank.org/indicator/BX.TRF.PWKR.CD.DT?page=3>; <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD>; http://www.armstat.am/file/articles/sv_12_12a_310.pdf; <http://www.armstat.am/file/doc/99471478.pdf>; <http://www.armstat.am/am/?nid=126&id=01001>; Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք, ՀՀ ԱԿՄ, Եր., 2012, էջ. 400, 233, 389; <http://data.worldbank.org/indicator/NE.EXP.GNFS.ZS?page=2>; http://www.armstat.am/file/articles/sv_12_13a_310.pdf; http://armstat.am/file/article/sv_12_13a_221.pdf; http://armstat.am/file/articles/sv_12_13a_411.pdf; https://www.eba.am/AM/pperiodicals/viech_text_14.pdf; <http://data.worldbank.org/indicator/DT.DOD.DECT.CD>.

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2000	1031	190	16	-	96	87	1009	859	151
2001	1176	208	25	2	88	94	1401	905	157
2002	1357	287	45	10	84	131	1711	1025	203
2003	1623	374	69 ²⁷²	27	107	168	1994	1098	234
2004	1908	455	136	18	137	435	2106	1183	286
2005	2243	668	104	43	191	487	1968	1099	365
2006	2656	944	187	60	237	650	2136	1206	486
2007	3149	1163	236	105	422	837	3037	1449	692
2008	3646	1419	282	176	629	1052	3541	1577	708
2009	3142	1144	275	141	725	763	5023	2967	815
2010	3502	1157	224	145	892	991	6240	3299	911
2011	3776	986	163	140	1277	1993	7383	3568	1127
2012	3998	1016	188	132	1591	1914	7607	3756	1346
2013	4267	927	143	-	1776	2192	-	3903	1545

²⁷² В 2003г. ПИИ составили 120,5 млн. долларов (Зушишвили) фրонтирлардың ташрифтэр, 22 УчО. Ер., 2004, էջ. 454), а курс драма по отношению к доллару в середине года был равен 574 драмам (там же, с. 504), в 2005г. соответственно 233 и 301, в 2006г. 450 и 415, в 2007г. 700 и 337, в 2008г. 925 и 301, в 2011г. 447,6 и 364 (Зушишвили) фրонтирлардың ташрифтэр, 22 УчО. Ер., 2009, էջ. 468, 516; Зушишвили) фրонтирлардың ташрифтэр, 22 УчО. Ер., 2012, էջ. 479, 532).

Приложение 10
(продолжение)

Объемы ВВП, инвестиций, ПИИ, капитализации рынков, кредитования экономики, денежных переводов, общего, государственного долгов денежной массы, экспорта товаров и услуг и внутреннего потребления в Республике Армения за 1997–2013гг.

Годы	Экспорт товаров и услуг, млрд. драмов	Объем конечного потребления домашних хозяйств, млрд. драмов	Объем конечного потребления государственных учреждений, млрд. драмов
1997	161	831	90
1998	181	954	106
1999	207	948	118
2000	237	998	122
2001	294	1098	133
2002	393	1207	136
2003	519	1350	166
2004	572	1570	194
2005	650	1690	237
2006	611	1917	268
2007	598	2252	320
2008	547	2549	365
2009	471	2518	419
2010	735	2829	452
2011	906	3145	488
2012	585	-	-
2013	606	-	-

Макроэкономические показатели Украины за 2000–2013 гг.²⁷³

Годы	ВВП, млрд. гривен	Кап. инвестиции, млрд. гр.	НИИ, млрд. дол.	Капитализация рынка, млрд. дол.	Кредитование экономики банками, млрд. гр.	Объем ДТМ, млрд. дол.	Валов. внешний долг, млрд. дол.	Гос. внеш. долг, млрд. дол.	Денежная масса, млрд. гр.	Экспорт, млрд. дол.	Доходы населения, млрд. гр.
2000	170	-	0,6	1,9	19,6	0,03	13,9	8,1	32,2	19,3	167
2001	204	-	0,8	1,3	-	0,15	22,2	8,1	45,8	19,8	204
2002	226	47	0,7	3,2	-	0,2	23,4	8,2	64,9	23,3	245
2003	267	59,9	1,4	4,3	-	0,3	25,7	8,8	95	29,1	293
2004	345	89	1,7	11,8	109	0,4	30,1	8,6	125,8	35	372
2005	441	111	7,8	25,0	143	2,4	33,1	8,5	194	40,4	528
2006	544	149	5,6	42,9	245	3,1	51,9	9,8	261	45,9	648
2007	721	223	10,1	111,8	485	5,3	78,4	13,6	396	58,3	844
2008	948	272	10,7	24,4	792	6,8	97,7	14	516	78,7	1143
2009	913	193	4,8	16,8	747	5,9	101,7	13	487	49,3	1198
2010	1083	189	6,5	39,5	755	6,5	103,4	16	598	63,2	1540
2011	1302	259,9	7,2	25,6	825	7,8	117,3	17,9	685	82,2	1803
2012	1411	263	7,8	20,7	815	8,6	126,2	27,5	773	82,3	2100
2013	1444	247	-	-	911	-	135	28,7	909,1	63,3	-

²⁷³ <http://ukrstat.gov.ua/>; http://www.bank.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=36807&cat_id=36798;
<http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=2384654>; <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=104460>;
<http://index.minfin.com.ua/index/debt/gov/>; <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.CD?page=1>;
<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?page=1>

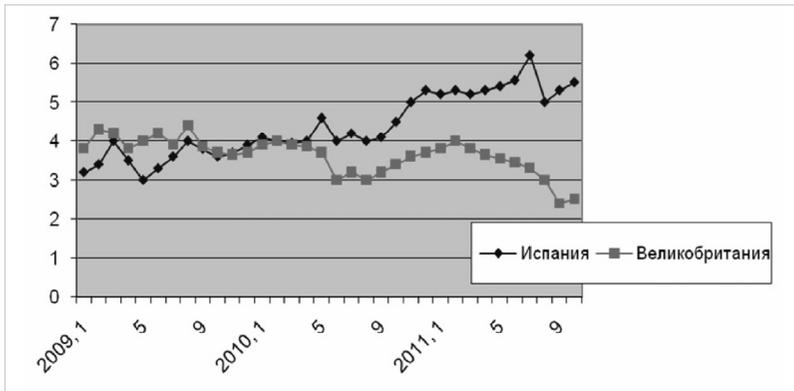
Приложение 12

Значения процентной ставки по отдельным ценным бумагам в США по состоянию на январь 1999г.²⁷⁴

Ценные бумаги	Процентная ставка
1	2
Трехмесячные коммерческие бумаги	4.77
Трехмесячные бумаги финансовых компаний	4.81
Трехмесячные векселя, акцептованные банком	4.80
Государственные ценные бумаги США:	
Трехмесячные казначейские векселя	4.45
Двенадцатимесячные казначейские векселя	4.51
Пятилетние казначейские векселя	4.60
Десятилетние казначейские векселя	4.72
Муниципальные облигации Ааа	5.02
Корпоративные облигации Ааа	6.24
Корпоративные облигации Аа	6.68
Корпоративные облигации А	6.84
Корпоративные облигации ВАА	7.29

²⁷⁴ Кидуэлл Дэвид С., Петерсон Ричард Л., Блэкуэлл Дэвид У. Финансовые институты, рынки и деньги. С-Пб: Изд-во «Питер», 2000. С. 127.

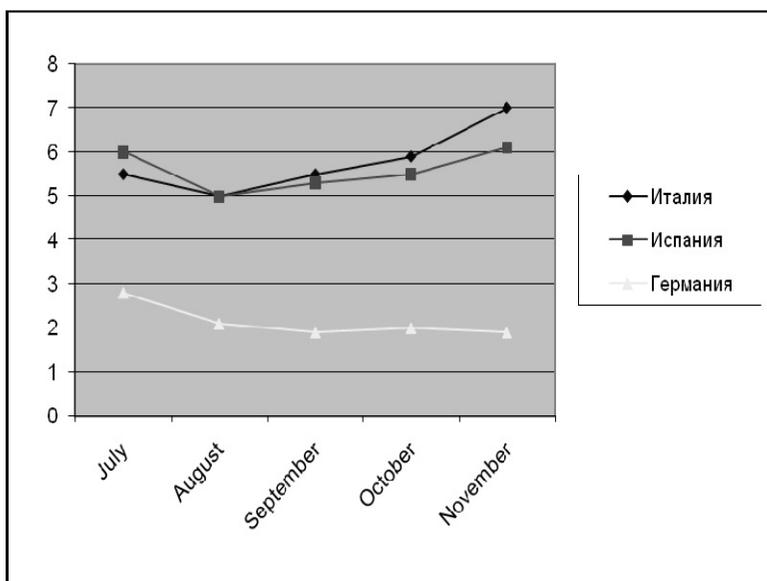
**Сравнительный анализ доходности 10-летних
правительственных облигаций, %.²⁷⁵**



²⁷⁵ The Economist, November 5th–11th, 2011. P. 88.

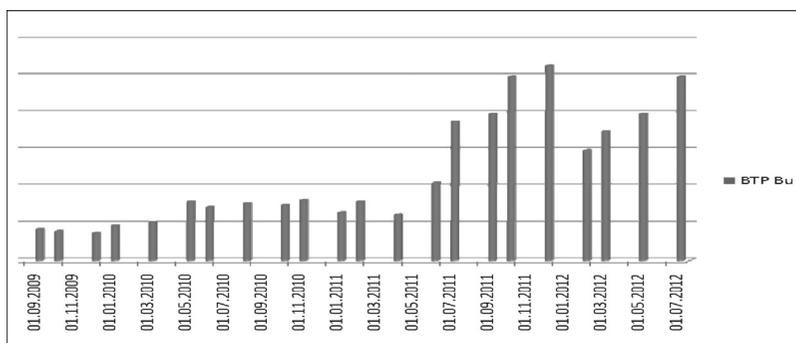
Приложение 14

Доходность 10-летних правительственных облигаций в Италии, Испании и Германии в 2011г., %.²⁷⁶



²⁷⁶ The Economist, November 19th–25th, 2011. P. 30.

**Динамика разницы между доходностью 10-летних
правительственных облигаций
Италии и Германии в 2009–2012г., %.²⁷⁷**



²⁷⁷ From reform to Growth. Managing economic crisis in Europe. Edited by Vit Novotny, Eburon Delft, 2013, 263 p.

Приложение 16

**Проценты на депозиты, кредиты и спрэд между ними
по среднесрочным депозитам и кредитам в армянских
драмах сроком 181–365 дней, 2003–2013г.
(по состоянию на декабрь соответственного года).²⁷⁸**

Годы	Проценты на кредиты	Средний % на депозиты	Спрэд
2003	20.9	6.4	14.5
2004	18.2	4.4	13.8
2005	17.3	6.4	10.9
2006	17.2	5.6	11.6
2007	16.5	6.1	10.4
2008	16.5	7.7	8.8
2009	18.8	8.1	10.7
2010	18.9	8.8	10.1
2011	17.7	10.3	7.4
2012	16.0	10.1	5.9
2013	15.0	10.4	4.6

²⁷⁸ <https://www.cba.am/am/SitePages/statmonetaryfinancial.aspx>

А.Г. БАГРАТЯН, Г.А. БАГРАТЯН

**ПУТИ РАЗВИТИЯ ЭФФЕКТИВНОЙ СТРУКТУРЫ
СИСТЕМЫ ФИНАНСОВОГО ПОСРЕДНИЧЕСТВА В РА**

*Главный редактор Издательства РАУ – М.Э. Авакян
Редактор – Э.А. Рухкян
Компьютерная верстка – А.Г. Антонян*

Адрес Редакции научных изданий
Российско-Армянского
университета:

*0051, г. Ереван, ул. Овсена Эмина, 123
тел./факс: (+374 10) 27-70-52 (внутр. 42-02)
e-mail: redaction.rau@gmail.ru*

Заказ № 4

Подписано к печати 02.02.2017г.
Формат 60x70¹/₁₆. Бумага офсетная № 1.
Объем 15.25 усл. п.л. Тираж 200 экз.