

Բանալի բառեր՝ ֆինանսական շուկա, արժեթղթերի շուկա, փոխառական կապիտալի շուկա, ապահովագրական շուկա, տնտեսական աճ:

ՅՏԴ 336.02(479.25)

ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ԱՃԻ ՎՐԱ ՀՀ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՇՈՒԿԱՅԻ ԱԶԴԵՑՈՒԹՅԱՆ ՀԻՄՆԱԿՆԵՐԻՆԵՐԸ

Ատենախոսության թեմա՝

ՀՀ արժեթղթերի շուկայի զարգացման վրա դրամավարկային բաղաբաղանդային ազդեցության բարելավման ուղիները

Հայկազ ԱՐԱՄՅԱՆ

ՀՊՏՀ, ֆինանսներ ամբիոնի ասպիրանտ

Գիտական ղեկավար՝

Աշոտ ՍԱԼՆԱԶԱՐՅԱՆ

Տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր

Տնտեսական աճի ապահովման գործում ներկայումս էապես կարևորվում է ֆինանսական շուկաների, այդ թվում՝ արժեթղթերի շուկայի դերն ու նշանակությունը՝ որը մի շարք երկրների տնտեսության զարգացման պետական բաղաբաղանդային կարևորագույն բաղադրիչն է: Մասնավորապես, այդ մասին է վկայում Եվրոպական կենտրոնական բանկի կողմից 2010թ. մայիսի 10-ին հայտարարված «Արժեթղթերի շուկաների ծրագիրը», որի հիմնական նպատակն է «շուկայի ոչ զարգացած հատվածներին հաղորդել անհրաժեշտ խորություն և իրացվելիություն՝ վերջնական նպատակ ունենալով արդեն զարգացած արժեթղթերի շուկան ծառայացնել որպես տնտեսության վրա դրամավարկային բաղաբաղանդային ազդեցության փոխանցումային մեխանիզմ»¹:

Ֆինանսական շուկաների և տնտեսական աճի փոխազդեցությունն իրենց աշխատություններում ուսումնասիրել են մի շարք անվանի տնտեսագետներ՝ Ջ. Հիքսը, Ժոզեֆ Զումպետերը, Ջ. Ռոբինսոնը, Ռ. Լևինը և այլք:

Միջազգային պրակտիկայում կատարված հետազոտությունների ուսումնասիրման արդյունքում պարզ է դառնում, որ հետազոտողների մեծ մասը փաստում են ֆինանսական շուկայի, այդ թվում արժեթղթերի շուկայի կարևոր դերակատարումը տնտեսական աճի ապահովման գործում: Ընդ որում, տնտեսագետների կարծիքները միանշանակ չեն նաև այն հարցում, թե ֆինանսական շուկայի որ հատվածն է ավելի շատ ազդում տնտեսական աճի վրա՝ բանկային հատվածը, թե արժեթղթերի շուկան:

Ընդհանուր առմամբ տնտեսական աճը համակարգային գործընթաց է, որի վրա ազդում են կապիտալի շուկայից բացի մի շարք գործոններ: Ավելին, կապիտալի շուկայի զարգացումն էլ իր հերթին մի շարք գործոնների արդյունք է: Կան որոշակի փոխադարձ կապեր այս գործոնների միջև, որը դժվարացնում է կապիտալի շուկայի զարգացման և տնտեսական աճի միջև հստակ կապ սահմանել կամ առանձնացնել:

Հիմք ընդունելով միջազգային պրակտիկայում տնտեսական աճի վրա արժեթղթերի շուկայի դերի կարևորումը և հիմնվելով այլ երկրների տնտեսագետների կողմից ֆինանսական շուկաների, այդ թվում արժեթղթերի շուկայի և տնտեսական աճի փոխազդեցության բացահայտման նպատակով կիրառված մեթոդաբանությունները, մեր կողմից կառուցվել է տնտեսավիճակագրական մոդել, որը հնարավորություն կտա գնահատելու ՀՀ-ում տնտեսության զարգացման վրա արժեթղթերի շուկայի կարևորությունը, ինչպես նաև բացահայտելու, թե ՀՀ ֆինանսական շուկայի որ հատվածի ազդեցությունն է ավելի ուժեղ տնտեսական աճի վրա: Որպես ֆինանսական շուկայի հատվածներ դիտարկվել են արժեթղթերի շուկան, ապահովագրական շուկան, փոխառական կապիտալի շուկան:

Հետազոտության իրականացման տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայության, ՀՀ Կենտրոնական բանկի, «ՆԱՍԴԱԶ ՕԷՄԵԶԱ ԱՐՄԵՆԻԱ» ԲԲԸ-ի հրապարակված վիճակագրական տվյալները, մասնավորապես, որպես տնտեսական աճը բնութագրող ցուցանիշ կիրառվել է ՀՆԱ-ն շուկայական գներով, և դիտարկվել է վերջինիս վրա ՀՆԱ-ի բաղադրիչների (Ծախսեր, ներդրումներ, զուտ արտահանում), ՀՀ պետական և կորպորատիվ արժեթղթերի շուկան (պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալ, պետական պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալ և եկամտաբերություն, կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալ, բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալ, բորսայական կապիտալացում), ապահովագրական շուկան (համախառն ապահովագրավճարներ) և փոխառական կապիտալի շուկան (բանկերի և վարկային կազմակերպությունների վարկեր) բնութագրող ցուցանիշների ազդեցությունը: Վերլուծության համար կիրառվել է վերոնշյալ ցուցանիշների 2006թ.-2016թթ. (երկրորդ եռամսյակ) եռամսյակային շարքերը:

Նախքան գործոնային վերլուծության իրականացումը հաշվարկվել է վերոնշյալ ցուցանիշների միջև առկա կոռելյացիոն կախվածությունները, որի արդյունքները ներկայացված են հավելված 1-ում:

Դիտարկելով բացատրվող և բացատրող փոփոխականների միջև առկա կոռելյացիոն կախվածությունները՝ նշենք, որ կոռելյացիոն վերլուծության համաձայն ՀՆԱ-ի վրա նշանակալի է (50 տոկոս նշանակալիության շրջանակներում) վերջինիս ծախսային բաղադրիչների՝ տնային տնտեսությունների և պետական, վարկավորման ծավալների՝ բանկային և վարկային կազմակերպությունների, ապահովագրավճարների, ՀՀ պետական արժեթղթերի շուկան բնութագրող ցուցանիշների և բորսայական կապիտալացման միջև առկա կոռելյացիոն կախվածությունները: Ընդ որում, հարկ է նշել, որ վերոնշյալ բոլոր ցուցանիշների ազդեցությունը ՀՆԱ-ի վրա դրական է:

Կոռելյացիոն վերլուծության շրջանակներում դիտարկելով ՀՀ ֆինանսական շուկայի տարբեր հատվածների ազդեցությունը ՀՆԱ-ի վրա՝ նշենք, որ ՀՆԱ-ի վրա ամենանշանակալի ազդեցությունը դրսևորում են ՀՀ փոխառական կապիտալի շուկան բնութագրող գործոնները, մասնավորապես, Համախառն վարկերի, առևտրային բանկերի վարկերի և

¹ Eric Ghysels, Julien Idier, Simone Manganelli and Olivier Vergote, “A high frequency assessment of the ECB Securities Markets Programme”, European Central Bank, 2014, p.5

վարկային կազմակերպությունների վարկերի կոռելյացիոն կապը ՅՆԱ-ի հետ կազմում է համապատասխանաբար 0.970, 0.969 և 0.977:

ՀՀ արժեթղթերի շուկան բնութագրող ցուցանիշների համեմատ (բացառությամբ բորսայական կապիտալացման) առավել նշանակալի է ՅՆԱ-ի վրա ապահովագրական շուկան բնութագրող գործոնի՝ ապահովագրավճարների ազդեցությունը, որի հետ ՅՆԱ-ի կոռելյացիոն կապը կազմում է 0.798:

Ինչ վերաբերում է արժեթղթերի շուկան բնութագրող ցուցանիշների և ՅՆԱ-ի միջև առկա կապին, ապա ամենանշանակալի կապը ՅՆԱ-ն դրսևորում է բորսայական կապիտալացման հետ՝ 0.9: Նշանակալի է նաև պետական պարտատոմսերի շուկան բնութագրող ցուցանիշների և ՅՆԱ միջև առկա կոռելյացիոն կապը, մասնավորապես, պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալների, երկրորդային շուկայում կնքված գործարքների ծավալի և եկամտաբերության կոռելյացիոն կապը ՅՆԱ-ի հետ կազմում է համապատասխանաբար 0.564, 0.680, 0.705: Իսկ ինչ վերաբերում է կորպորատիվ պարտատոմսերով և բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալին, ապա վերջիններին ազդեցությունը ՅՆԱ-ի վրա նշանակալի չէ:

Այսպիսով, կոռելյացիոն վերլուծության արդյունքում պարզ դարձավ, որ ՅՆԱ-ի վրա նշանակալի է ՀՀ ֆինանսական շուկայի փոխառված կապիտալի, ապահովագրական և պետական պարտատոմսերի շուկաները բնութագրող գործոնների ազդեցությունը, մինչդեռ ՀՀ բաժնետոմսերի և կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկաները բնութագրող գործոնների ազդեցությունը եսկան չէ: Վերջինս, թերևս հետևանքն է ՀՀ արժեթղթերի կորպորատիվ թերզարգացածության: Այնուամենայնիվ, անդրադառնալով ՀՀ արժեթղթերի շուկան բնութագրող ցուցանիշների (շուկայական կապիտալացում, բաժնետոմսերով կնքված գործարքների ծավալ, կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալ, պետական պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալ և եկամտաբերություն, պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալ) ազդեցությանը ՅՆԱ-ի վրա՝ հարկ է նշել, որ վերոնշյալ գործոնների ազդեցությունը չի կարող միանշանակ լինել, քանի որ արժեթղթերի շուկան ունի առաջնային և երկրորդային հատվածներ և հետևաբար այդ հատվածները բնութագրող ցուցանիշների ազդեցությունը ՅՆԱ-ի վրա դրսևորվում է տարբեր կերպ: Այսպես, առաջնային շուկայի ազդեցությունը ուղղակի է, քանի որ դրա միջոցով թողարկողները միջոցներ են ներգրավում և ստեղծում նոր արժեք, ինչը չի կարելի ասել երկրորդային շուկայի մասին, որի ազդեցությունը ՅՆԱ-ի վրա անուղղակի և անմիջականորեն չի ազդում ՅՆԱ-ի վրա:

Այնուամենայնիվ, պետք է նշել, որ 2016թ. երկրորդ եռամսյակի դրությամբ ՀՀ բանկային համակարգի վարկերի և ՅՆԱ-ի հարաբերակցությունը գերազանցում է 40 տոկոսը, պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալների տեսակարար կշիռը ՅՆԱ-ի մեջ կազմում է 7.3 տոկոս, մինչդեռ ապահովագրավճարների տեսակարար կշիռը կազմում է ՅՆԱ-ի միայն 0.58 տոկոսը: Իսկ ինչ վերաբերում է ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկան բնութագրող ցուցանիշներին, մասնավորապես, բաժնետոմսերով և կորպորատիվ պարտատոմսերով կնքված գործարքների ծավալին, ապա պետք է նշել, որ դրանց տեսակարար կշիռը ՅՆԱ-ի մեջ չի գերազանցում 0.1 տոկոսը: Նման պայմաններում առավել քան պարզ է ՅՆԱ-ի վրա ՀՀ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի ազդեցության բացակայությունը, բացի այդ, բավականին վիճելի է նաև ապահովագրավճարների նշանակալի կապը ՅՆԱ-ի՝ հաշվի առնելով վերջինիս ցածր տեսակարար կշիռը ՅՆԱ-ի մեջ:

Կարևոր է բացահայտել նաև գնահատել նաև, թե ՀՀ ֆինանսական շուկայի հատվածները ինչ չափով են ազդում ՀՀ ՅՆԱ-ի վրա, և որ հատվածի ազդեցությունն է ավելի ուժեղ: Այդ նպատակով կատարվել է գործոնային վերլուծություն, իսկ վերջինիս իրականացման նպատակով դիտարկվող մոդելն ունի հետևյալ տեսքը՝

$$Y = a + b_1X_1 + b_2X_2 + b_3X_3 + \dots + b_iX_i + u, \text{ որտեղ}$$

Y-ը բացատրվող փոփոխականի՝ ՅՆԱ-ի ցուցանիշն է
 $X_1, X_2, X_3, \dots, X_i$ -ն բացատրող փոփոխականներն են՝ մեր դեպքում ՅՆԱ-ի բաղադրիչների, ՀՀ ֆինանսական շուկայի տարբեր հատվածները բնութագրող ցուցանիշները:

Ստորև, աղյուսակի միջոցով ներկայացվում են կատարված ռեգրեսիոն վերլուծության հիմնական արդյունքները՝

Աղյուսակ 1. Ռեգրեսիոն վերլուծության հիմնական արդյունքները

Բացատրվող փոփոխական	Բացատրող փոփոխականներ	Հապավումը մոդելում	Գործակիցներ	P-value	R ²
ՅՆԱ	Համախառն ներդրումներ	INVEST	2.06749	0	0.95
	Չուտ վրտահանում	NX	-0.508027	0.0558	
	Համախառն վարկեր	CREDIT_VOLUME	0.251858	0	
	Ապահովագրավճարներ	INS_PREMIUM	-0.617082	0.9162	
	ՊՊ թողարկման ծավալ	GB_ISSUE_VOLUME	-3.145645	0.0085	
	ՊՊ երկրորդային շուկայում գործ. ծավալ	GB_SEC_VOLUME	3.011253	0.0035	
	ՊՊ գործարքների եկամտաբերություն	GB_SEC_YIELD	15768.93	0.0082	
	Շուկայական կապիտալացում	MARKET_CAP	-0.033444	0.9774	
	Բաժնետոմսերով բորս. գործ. ծավալ	STOCK_VOLUME	7.297897	0.0644	
	Կորպ. Պարտ. Բորս. Գործարք. ծավալ	CBOND_VOLUME	12.59048	0.3563	

Ինչպես տեսնում ենք վերոնշյալ աղյուսակից R² ցուցանիշը կազմում է 0.95, ինչը նշանակում է, որ ՅՆԱ-ն 95 տոկոսով բացատրվում է մոդելում ներառված բացատրող փոփոխականներով: Բացի այդ, մոդելի որակի մասին է խոսում նաև այն հանգամանքը, որ դիտարկվող բացատրող փոփոխականների ավելի քան 50 տոկոսի ազդեցությունը ՅՆԱ-ի վրա նշանակալի է 5.5 տոկոսային նշանակալիության պայմաններում:

Դիտարկելով մոդելի բացատրող փոփոխականների հավանականության ցուցանիշները (P-value) և ցուցանիշների նշանակալիության մակարդակ ընդունելով 5 տոկոսը՝ կարող ենք եզրակացնել, որ ՅՆԱ-ի վրա նշանակալի է Համախառն ներդրումների, զուտ արտահանման (5.5 տոկոսու նշանակալիության մակարդակում), Համախառն վարկերի, պետական պարտատոմսերի շուկան բնութագրող ցուցանիշների ազդեցությունը: Ինչ վերաբերում է ապահովագրավճարներին և ՀՀ

կորպորատիվ արժեթղթերի շուկան բնութագրող ցուցանիշներին, ապա վերջիններիս ազդեցությունը ՅՆԱ-ի վրա 5 տոկոսանոց նշանակալիության մակարդակում նշանակալի չեն ($P\text{-value} > 0.05$):

ՅՆԱ-ն բացատրող ցուցանիշների նշանակալիությունը դիտարկելուց հետո վերլուծենք այդ ցուցանիշների ազդեցության բնույթը և տանք դրանց բանական գնահատականը, որի համար, նախ, ստորև ներկայացնենք մոդելը թվային տեսքով՝
$$\text{ՅՆԱ} = 2.07 * \text{INVEST} - 0.5 * \text{NX} - 3.14 * \text{GB_ISSUE_VOLUME} + 3.01 * \text{GB_SEC_VOLUME} + 15768.93 * \text{GB_SEC_YIELD} - 0.03 * \text{MARKET_CAP} - 0.61 * \text{INS_PREMIUM} + 7.97 * \text{STOCK_VOLUME} + 12.59 * \text{CBOND_VOLUME} + 0.25 * \text{CREDIT_VOLUME}$$

Այսպես, դիտարկելով բացատրող փոփոխականների (միայն նշանակալի) գործակիցները՝ կարող ենք նշել, որ ՅՆԱ-ի վրա ամենամեծ ազդեցությունն ունեն պետական պարտատոմսերի շուկան բնութագրող ցուցանիշները, ընդ որում, պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալի ազդեցությունը բացասական է՝ -3.145 (ցուցանիշի 1 միավորով աճը կհանգեցնի ՅՆԱ-ի 3.145 միավորով նվազմանը և հակառակը), իսկ պետական պարտատոմսերի երկրորդային շուկայում կնքված գործարքների ծավալի ազդեցությունը դրական է՝ 3.011 (ցուցանիշի 1 միավորով աճը կհանգեցնի ՅՆԱ-ի 3.011 միավորով աճին և հակառակը): Բարձր գործակից ունեն նաև ՅՆԱ-ի բաղադրիչներ Յամախառն ներդրումներն ու զուտ արտահանումը. վերջիններիս մեծությունը համապատասխանաբար կազմում է 2.06 և -0.5: Ինչ վերաբերում մոդելի մյուս նշանակալի փոփոխականի՝ համախառն վարկերի գործակիցին, ապա չնայած վերջինիս բարձր նշանակալիության հանգամանքին ազդեցությունը համեմատաբար թույլ է՝ դրական է և կազմում է 0.25, այսինքն համախառն վարկերի մեկ միավոր փոփոխությունն հանգեցնում է ՅՆԱ-ի 0.25 միավորով փոփոխությանը:

Այսպիսով, ամփոփելով ՅՆԱ -ի վրա ՅՆ Ֆինանսական շուկայի տարբեր հատվածները բնութագրող ցուցանիշների ազդեցության գնահատման ռեգրեսիոն մոդելի արդյունքները կարող ենք կատարել հետևյալ եզրահանգումները՝

ՅՆ ՅՆԱ-ի վրա ամենաանշանակալի ազդեցությունը դրսևորում է ՅՆ Ֆինանսական համակարգի փոխատվական կապիտալի շուկան բնութագրող Յամախառն վարկային ներդրումներ ցուցանիշը (ունի ամենացածր հանավանականության ցուցանիշը ($P\text{-value}$ -ն) ՅՆ Ֆինանսական շուկայի մյուս հատվածները բնութագրող ցուցանիշների համեմատ): Այն նշանակալի է 5 տոկոսանոց նշանակալիության մակարդակում, գործակիցը դրական է և կազմում է 0.25 (Յամախառն վարկերի 1 միավորով փոփոխությունը կհանգեցնի 0.25 միավորով ՅՆԱ նույն ուղղությամբ փոփոխության): Վերջինս, հետևաբար է ՅՆ բանկային համակարգի զարգացածության և ՅՆԱ-ում բանկային վարկերի բարձր տեսակարար կշռի:

• 5 տոկոսանոց նշանակալիության պայմաններում ՅՆԱ-ի վրա վրա ազդում են նաև ՅՆ պետական պարտատոմսերի շուկան բնութագրող ցուցանիշները ինչը բացահայտվել էր նաև կոռելյացիոն վերլուծության արդյունքների համաձայն: Ընդ որում, ռեգրեսիոն վերլուծությունը ցույց տվեց, որ ՅՆԱ-ի վրա պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալի ազդեցությունը բացասական է և գործակիցը կազմում է -3.14, մինչդեռ երկրորդային շուկայում կնքված գործարքների ծավալի ազդեցությունը դրական է, իսկ ազդեցության չափով փոքր-ինչ զիջում է թողարկման ծավալի ազդեցությանը. այս դեպքում գործակիցը կազմում է 3: ՅՆԱ-ի և պետական պարտատոմսերի թողարկման ծավալի միջև հակադարձ կապը կարելի է բացատրել ՅՆ Ֆինանսների նախարարության կողմից պետական պարտատոմսերի թողարկման նպատակով, այն է՝ բյուջեի դեֆիցիտի ծածկումը: Այսինքն, ըստ երևույթի, պետական պարտատոմսեր առավել մեծ ծավալներով թողարկվել են ՅՆ տնտեսության անկման փուլերում, երբ ՅՆԱ-ի մեծությունը փոքր է եղել՝ նպատակ ունենալով պետական պարտքի սպասարկումը և տնտեսության հետագա աշխուժացումը:

• Ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքում բացահայտվեց նաև, որ ՅՆ ՅՆԱ-ի վրա չեն ազդում ՅՆ ապահովագրական և ՅՆ կորպորատիվ արժեթղթերի շուկանները բնութագրող ցուցանիշները (հավանականության ցուցանիշը ($P\text{-value}$) > 0.05): Վերջինս, ՅՆ Ֆինանսական շուկայի վերոնշյալ հատվածների թերզարգացածության արդյունք է: Ընդ որում, ցածր էր նաև այս ցուցանիշների և ՅՆԱ-ի հարաբերակցությունը:

• Ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքում պարզ դարձավ նաև, որ չնայած ՅՆ ՅՆԱ-ի վրա ամենանշանակալի ազդեցությունն ունի ՅՆ փոխատվական կապիտալի հատվածը առավել ուժեղ է ՅՆ պետական պարտատոմսերի շուկայի ազդեցությունը (պետական պարտատոմսերի շուկայի ցուցանիշների ռեգրեսիոն գործակիցները գերազանցում են 3-իսկ, իսկ համախառն վարկերի գործակիցը 0.25 է):

Ամփոփելով Ֆինանսական շուկաների, այդ թվում՝ արժեթղթերի, և տնտեսական աճի փոխազդեցության միջազգային հետազոտությունների և մեր կողմից ՅՆ -ի համար կատարված վերլուծության արդյունքները՝ կարելի է նշել, որ միջազգային պրակտիկայում տնտեսական աճի վրա արժեթղթերի շուկայի դերի աճող կարևորությունը դեռևս չի դրսևորվում ՅՆ-ում, ինչը թերևս, ՅՆ արժեթղթերի շուկայի և տնտեսության փոխադարձ կապի թերզարգացածության արդյունք է: Այնուամենայնիվ, միջազգային պրակտիկայում արժեթղթերի շուկաների դերի կարևորությունը և հետագա զարգացմանն ուղղված քայլերը ևս մեկ անգամ փաստում են, որ ՅՆ-ում, ներկայիս շուկայական հարաբերությունների պայմաններում, կայուն և երկարաժամկետ տնտեսական աճ ապահովելու համար արժեթղթերի շուկայի զարգացումը այլընտրանք չունի: Ուստի ՅՆ արժեթղթերի, մասնավորապես կորպորատիվ արժեթղթերի շուկայի ամբողջովին կայացումը և զարգացումը կարող է խթան հանդիսանալ ՅՆ-ում ներդրումների ներգրավման և տնտեսական աճի տեմպերի բարձրացման համար:

ՀՆԱ-ի բաղադրիչների (Ճախեր, ներդրումներ, գուտ արտահանում), ՀՀ պետական և կորպորատիվ արժեթղթերի շուկան (պետական պարտատուների թողարկման ծավալ, պետական պարտատուներով կնքված գործարքների ծավալ և եկամտաբերություն, կորպորատիվ պարտատուներով կնքված գործարքների ծավալ, բաժնետուներով կնքված գործարքների ծավալ, բորսայական կապիտալացում), սպահովագրական շուկան (համախառն սպահովագրավճարներ) և փոխառական կապիտալի շուկան (բանկերի և վարկային կազմակերպությունների վարկեր) բնութագրող ցուցանիշների միջև առկա կոռելյացիոն կախվածությունները

Հավելված 1

	ՀՆԱ	Համախ. Ճախեր	Սպառ. Ճախեր	Պետ. ծախսեր	Համախ. ներդրում	Չուտ արտահ.	Համախ. վարկեր	Բանկային վարկեր	Վարկ, կազմ. վարկեր	Ապահովագրավճ.	Պր թողարկվ. ծավալ	Պր գործ. ծավալ	Պր եկամտաբեր.	Կորպ. պարտ. Գործ. ծավալ	Բաժն. Գործ. ծավալ	Կապիտ պացում
ՀՆԱ	1.000	0.964	0.956	0.933	-0.065	-0.119	0.970	0.969	0.977	0.798	0.564	0.680	0.705	0.079	0.173	0.900
Համախ. ծախսեր	0.964	1.000	0.998	0.934	-0.199	-0.246	0.983	0.984	0.962	0.861	0.603	0.743	0.778	0.090	0.153	0.850
Սպառ. ծախսեր	0.956	0.998	1.000	0.908	-0.197	-0.271	0.975	0.976	0.951	0.866	0.577	0.743	0.758	0.071	0.176	0.821
Պետ. ծախսեր	0.933	0.934	0.908	1.000	-0.189	-0.095	0.954	0.953	0.951	0.767	0.687	0.685	0.823	0.183	0.017	0.944
Համախ. ներդրում	-0.065	-0.199	-0.197	-0.189	1.000	-0.291	-0.259	-0.263	-0.200	-0.288	-0.096	-0.385	-0.178	0.001	-0.140	-0.108
Չուտ արտահան.	-0.119	-0.246	-0.271	-0.095	-0.291	1.000	-0.130	-0.133	-0.091	-0.214	-0.171	-0.115	-0.272	-0.027	0.038	-0.006
Համախ. վարկեր	0.970	0.983	0.975	0.954	-0.259	-0.130	1.000	1.000	0.987	0.847	0.615	0.744	0.771	0.106	0.189	0.902
Բանկային վարկեր	0.969	0.984	0.976	0.953	-0.263	-0.133	1.000	1.000	0.985	0.850	0.616	0.747	0.774	0.100	0.188	0.899
Վարկ, կազմ. վարկեր	0.977	0.962	0.951	0.951	-0.200	-0.091	0.987	0.985	1.000	0.801	0.587	0.699	0.712	0.185	0.199	0.930
Ապահովագրավճ.	0.798	0.861	0.866	0.767	-0.288	-0.214	0.847	0.850	0.801	1.000	0.473	0.775	0.656	-0.086	0.037	0.657
Պր թողարկվ. ծավալ	0.564	0.603	0.577	0.687	-0.096	-0.171	0.615	0.616	0.587	0.473	1.000	0.646	0.795	0.189	-0.039	0.701
Պր գործ. ծավալ	0.680	0.743	0.743	0.685	-0.385	-0.115	0.744	0.747	0.699	0.775	0.646	1.000	0.655	-0.054	-0.001	0.603
Պր եկամտաբեր.	0.705	0.778	0.758	0.823	-0.178	-0.272	0.771	0.774	0.712	0.656	0.795	0.655	1.000	0.043	-0.086	0.746
Կորպ. պարտ. Գործ. ծավալ	0.079	0.090	0.071	0.183	0.001	-0.027	0.106	0.100	0.185	-0.086	0.189	-0.054	0.043	1.000	0.053	0.270
Բաժն. Գործ. ծավալ	0.173	0.153	0.176	0.017	-0.140	0.038	0.189	0.188	0.199	0.037	-0.039	-0.001	-0.086	0.053	1.000	0.147
Կապիտալացում	0.900	0.850	0.821	0.944	-0.108	-0.006	0.902	0.899	0.930	0.657	0.701	0.603	0.746	0.270	0.147	1.000

Ներկայացվել է 06.12.2017թ. Ընդունվել է սուպերմաջորդում 26.12.2017թ.