



ՄԱՐԻՆԵ ԱՎԵՏԻՍՅԱՆ
ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի հայցորդ

ՀԱՅԱՍՏԱՆՈՒՄ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳԻ ԿԱՅՈՒՆՈՒԹՅԱՆ ԵՎ ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՄԻ ՔԱՆԻ ՀԱՐՑԻ ՇՈՒՐՋ

Ֆինանսական կայունությունն ինչպես գլոբալ տնտեսության, այնպես էլ առանձին երկրների համար արդյունավետ տնտեսական քաղաքականության կարևոր նախապայման է: 2018 թվականից ՀՀ կենտրոնական բանկը, գների կայունության հետ մեկտեղ, ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովումը սահմանեց որպես իր հիմնական նպատակ: ՀՀ-ում ֆինանսական համակարգի ճնշող մասն առևտրային բանկերն են, հետևաբար, այս համատեքստում, անհրաժեշտ է հատկապես կարևորել բանկային համակարգի կայունության խնդիրը: Ինչպես աշխարհում, այնպես էլ Հայաստանում, յուրաքանչյուր ֆինանսատնտեսական ցնցումից հետո վերստին արդիական է դառնում երկրի տնտեսական քաղաքականության դրամավարկային և ֆինանսական հատվածի բացթողումներին, ինչու չէ՞ նաև ձեռքբերումներին անդրադառնալը: Կայուն ֆինանսական համակարգի առկայությունն ինքնին ազդում է ոչ միայն գների կայունության, այլև երկրի ամբողջ տնտեսության վրա:

Հոդվածում քննարկվել են դրամավարկային և մակրոարտոդենցիալ քաղաքականությունների հիմնական ցուցանիշների փոփոխությունները, վերլուծվել են ֆինանսական կայունության ցուցանիշները, ինչպես նաև դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմին առնչվող մի շարք հարցեր:

Հիմնաբառեր. ֆինանսական կայունություն, դրամավարկային քաղաքականություն, գնաճ, փոխանցումային մեխանիզմ

JEL: G00, E31, E52

Ներածություն: 2018 թ. սահմանադրական փոփոխություններից հետո ՀՀ կենտրոնական բանկի համար հիմնական նպատակներ սահմանվեցին գների կայունության և ֆինանսական կայունության ապահովումը¹, մինչդեռ, մինչև 2018 թվականը ՀՀ ԿԲ հիմնական նպատակը միայն գների կայունության ապահովումն էր: Սա նշանակում է, որ ՀՀ կենտրոնական բանկը, բացի դրամավարկային քաղաքականությունից, որն ուղղված է գների կայունության ապահովմանը, պետք է իրականացնի նաև մակրոպրոդեյնցիալ քաղաքականություն՝ ուղղված ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովմանը: Մինչ այդ, գների կայունության ապահովման համար, 2006 թ. հունվարի 1-ից ՀՀ կենտրոնական բանկը, «ՀՀ կենտրոնական բանկի մասին» ՀՀ օրենքով, փողի ագրեգատների նպատակադրումից պաշտոնապես անցում էր կատարել գնաճի նպատակադրման ռազմավարությանը²: Այս ռազմավարության համատեքստում որպես դրամավարկային քաղաքականության գործառնական նպատակ դիտարկվում է կարճաժամկետ տոկոսադրույքը, իսկ որպես միջանկյալ նպատակ՝ գնաճի կանխատեսվող մակարդակը:

Հոդվածը նպատակ ունի վեր հանելու ՀՀ դրամավարկային քաղաքականության իրականացման առանձնահատկությունները՝ ֆինանսական կայունության ապահովման համատեքստում վերլուծելու ՀՀ ֆինանսական կայունության ցուցանիշները:

Գրականության ակնարկ: Հայաստանի ֆինանսական կայունության, կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության հիմնախնդիրները տարբեր տեսաբանների ու հետազոտողների ուշադրության կենտրոնում են: Ժամանակակից դրամավարկային քաղաքականությունը ներառում է թե՛ քեյնսյան, թե՛ մոնետարիստական տեսությունները: «Տնտեսական աճի և ֆինանսական խորության փոխազդեցության գնահատման ժամանակակից խնդիրները»³ հոդվածում տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր Ա. Սալնազարյանը և Ա. Իսրայելյանը քննարկում են ֆինանսական խորության տնտեսագիտական բովանդակությունը, դրա արդի կարևորագույն բնութագրիչները և առանցքային նշանակությունը տնտեսական աճի ապահովման գործում:

Կարևոր վերլուծություն է արվել տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր Ա. Բայադյանի, տնտեսագիտության թեկնածու Ա. Բաղդասարյանի և Խ. Մուրադյանի «Հայաստանի Հանրապետության դրամավարկային քաղաքականության ընտրության հիմնախնդիրներն արժութային տատանումների պայմաններում»⁴ հոդվածում, որտեղ քննարկվում է դրամավարկային քաղաքականության նպատակների դասական «եռնյարդանքը», որը մշտապես ծա-

¹ Տե՛ս «ՀՀ կենտրոնական բանկի մասին» ՀՀ օրենք, հոդված 4, <https://www.arlis.am/DocumentView.aspx?DocID=121585>:

² Տե՛ս ՀՀ կենտրոնական բանկի կայքէջ, <https://www.cba.am/am/SitePages/mpstrategy.aspx>:

³ Տե՛ս Ա. Սալնազարյան, Ա. Իսրայելյան, Տնտեսական աճի և ֆինանսական խորության փոխազդեցության գնահատման ժամանակակից խնդիրները, «Բանբեր ՀՊՏՀ», 2017, 2, https://asue.am/upload/files/science/banber/2017-year-2/12-Banber_17.2-11.pdf:

⁴ Տե՛ս Ա. Բայադյան, Ա. Բաղդասարյան, Խ. Մուրադյան, ՀՀ դրամավարկային քաղաքականության ընտրության հիմնախնդիրներն արժութային տատանումների պայմաններում, Սոցիալ-տնտեսական զարգացման արդի հիմնախնդիրները ՀՀ-ում, Հանրապետական գիտաժողովի նյութեր, N 1, էջ 25-31, 2008, <http://socdev.asj-oa.am/242/1/25-31.pdf>:

ռացած է ցանկացած երկրի իշխանությունների առջև, իսկ կենտրոնական բանկերը պետք է ընտրություն կատարեն գների կայունության, կապիտալի ազատ հոսքի և փոխարժեքի կայունության միջև՝ ամրագրելով դրանցից միայն երկուսը: Հոդվածում հիմնավորվում է, թե ինչու ՀՀ կենտրոնական բանկն այդ երեքից ընտրեց գների կայունությունն ու կապիտալի ազատ հոսքի ապահովումը:

Ուշագրավ է նաև Արժույթի միջազգային հիմնադրամի հրապարակած «Ֆինանսական համակարգի կայունության գնահատում Հայաստանի Հանրապետության համար» հոդվածը⁵, որտեղ խոսվում է վերջին տարիներին Հայաստանի ֆինանսական համակարգի ձեռքբերումների և բացթողումների, առաջիկա գործողությունների մասին:

Առանձնացնենք նաև Արժույթի միջազգային հիմնադրամի կողմից 2006 թ. հրապարակված *Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Armenia: Evidence from VAR Analysis* հետազոտությունը⁶, որում հեղինակներն առանձնացնում են ՀՀ դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի վրա ազդող գործոնները, գնահատում Հայաստանին բնորոշ ներծին և արտածին ազդեցությունները: «ՀՀ ֆինանսական կայունության ապահովման արդի հիմնահարցերը» թեմայով ատենախոսությունում⁷ Ս. Հովակիմյանը վերլուծում է ՀՀ ֆինանսական կայունության վրա ազդող գործոնները, քննարկում երկրի ֆինանսական կայունության բարձրացմանն ուղղված մոտեցումները:

Հետազոտության մեթոդաբանություն: Հոդվածի համար տեղեկատվական և մեթոդաբանական հիմք են հանդիսացել հայ և օտարերկրյա հետազոտողների վերլուծական աշխատանքները, դասական տնտեսագիտության և ֆինանսական ոլորտում հայտնի տնտեսական օրենքներն ու կանոնները, ՀՀ օրենքներն ու այլ իրավական ակտերը, պետական կառավարման մարմինների ռազմավարությունները, հաշվետվությունները, միջազգային կազմակերպությունների զեկույցներն ու հրապարակումները: Հետազոտությունն իրականացնելիս օգտագործվել են համեմատական, դինամիկ, գործոնային, ինչպես նաև ինդուկցիայի և դեդուկցիայի վերլուծական մեթոդները, իրականացվել է քանական և որակական վերլուծություն: Կառուցվածքային բնույթ ունեցող որոշ նյութեր ներկայացվել են գծապատկերների, իսկ թվային ցուցանիշները՝ գծապատկերների և աղյուսակների տեսքով: Քննարկվել են տնտեսությունում որոշ սցենարային զարգացումներ, որոնց ի հայտ գալը կարող է այլ գիտական վերլուծությունների հիմք դառնալ: Մասնավորապես, ինդուկցիոն և դեդուկցիոն մեթոդների շնորհիվ քննարկվել է ՀՀ ֆինանսական

⁵ Տե՛ս Արժույթի միջազգային հիմնադրամ, *Financial System Stability Assessment-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the Republic of Armenia*, IMF Country Report No. 18/361, Dec 2018, <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/12/12/Republic-of-Armenia-Financial-Sector-Assessment-Program-Press-Release-Staff-Report-and-46461>:

⁶ Տե՛ս **Dabla-Norris E., Floerkemeier H.**, *Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Armenia: Evidence from VAR Analysis*, International Monetary Fund, N 6-248, 2006, <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Transmission-Mechanisms-of-Monetary-Policy-in-Armenia-Evidence-from-VAR-Analysis-19925>:

⁷ Տե՛ս Ս. Հովակիմյան, ՀՀ ֆինանսական կայունության ապահովման արդի հիմնահարցերը, Եր., 2016, http://etd.asj-oa.am/3327/1/Suren_Hovakimyan_.pdf:

հատվածում համակարգային ռիսկի առաջացման հարցը՝ փոքր մասնակիցներից դեպի խոշոր մասնակիցներ և հակառակ ուղղություններով:

Քանակական վերլուծության շնորհիվ գնահատվել են ՀՀ կենտրոնական բանկի՝ դրամավարկային քաղաքականությանը վերաբերող տվյալները գնահի, վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի, լրմբարդային ռեպոյի, ներգրավված միջոցների տոկոսադրույքների վերաբերյալ՝ վերջին 17 տարիների համար: Համեմատական վերլուծության են ենթարկվել նաև փաստացի և նպատակային գնահի ցուցանիշները, դրանք համեմատվել են ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից սահմանվող շեղումների թույլատրելի միջակայքային մեծությունների հետ:

Ֆինանսական կայունության ցուցանիշների համեմատական վերլուծության համար օգտագործվել են ՀՀ կենտրոնական բանկի տվյալները ֆինանսական կայունության 7 ցուցանիշների վերաբերյալ և Արժույթի միջազգային հիմնադրամի կողմից հրապարակվող տարեկան զեկույցները:

Որակական վերլուծությունների շնորհիվ գնահատվել են դրամավարկային քաղաքականության ներկայիս փոխանցումային մեխանիզմի խնդիրները, մասնավորապես՝ դրա ազդեցությունը ֆինանսական կայունության ապահովման և հավանական ճգնաժամերի զսպման վրա:

Վերլուծություն: Ըստ ՀՀ կենտրոնական բանկի՝ ֆինանսական կայունությունը ֆինանսական համակարգի՝ ֆինանսական հաստատությունների, շուկաների և շուկայի ենթակառուցվածքների կողմից հավանական ցնցումներին ու անհավասարակշռություններին դիմակայելու ունակությունն է՝ այդպես չէ նվազեցնելով ֆինանսական միջնորդության գործառույթների խաթարման հավանականությունը⁸: Ֆինանսական կայունության նպատակը ոչ թե մեկ առանձին ֆինանսական հաստատության, այլ ամբողջ ֆինանսական համակարգի կայունությունն է: Իսկ ըստ Արժույթի միջազգային հիմնադրամի՝ ֆինանսական կայունության առկայությունը նշանակում է ռիսկերի նկատմամբ ֆինանսական համակարգի ճկունություն, ռիսկերը կլանելու, չէզոքացնելու ունակություն⁹:

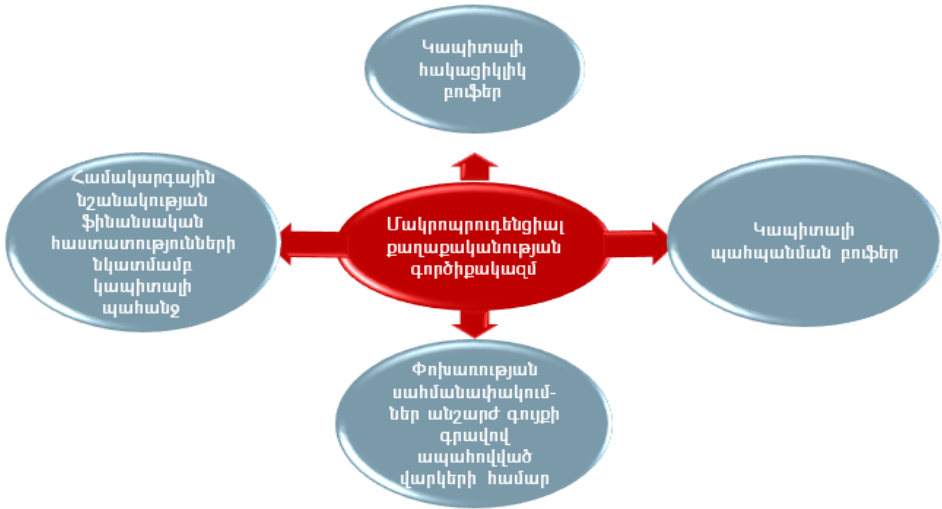
Գների կայունությունը¹⁰, որը ՀՀ ԿԲ-ի կողմից սահմանվում է գնահի նպատակային ցուցանիշով, ձեռք է բերվում ԿԲ-ի կողմից քաղաքականության տոկոսադրույքի սահմանման միջոցով:

Ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովման համար ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից կիրառվող մակրոպրոդենցիալ քաղաքականության գործիքակազմը ներկայացված է գծապատկեր 1-ում:

⁸ Տե՛ս ՀՀ կենտրոնական բանկ, https://www.cba.am/am/SitePages/fsintroduction_def.aspx:

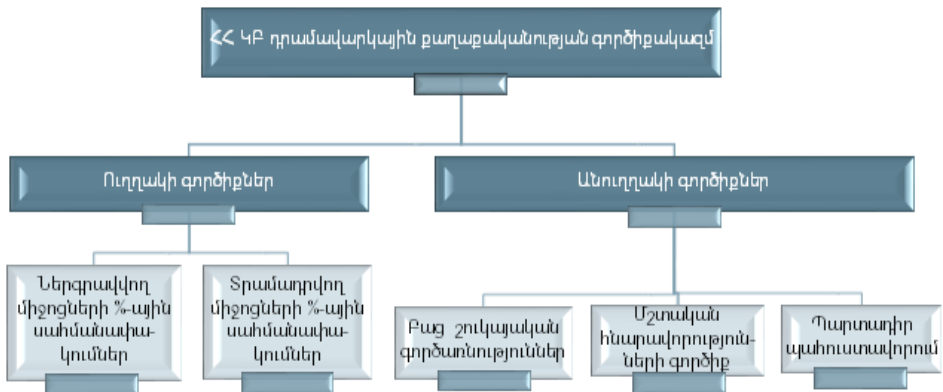
⁹ Տե՛ս **Schinasi G.**, Defining Financial Stability, IMF Working Paper, WP/04/187, October 2004, էջ 1 <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2004/wp04187.pdf>:

¹⁰ Տե՛ս ՀՀ կենտրոնական բանկ, Վիճակագրական տեղեկանքներ, էջ 5, https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/DVQ/%D4%B2%D5%A1%D5%BC%D5%A1%D6%80%D5%A1%D5%B6_18.pdf:



Գծապատկեր 1. ՀՀ կենտրոնական բանկի մակրոպրոդեցիալ քաղաքականության գործիքակազմը¹

Դրամավարկային քաղաքականության գործիքները, որոնք օգտագործում է ՀՀ կենտրոնական բանկը, լինում են ուղղակի և անուղղակի: Շուկայական հարաբերությունների անցման սկզբնական փուլում ՀՀ ԿԲ-ն կիրառում էր ուղղակի գործիքներ, որոնք, ըստ էության, վերջինիս կողմից ուղղակի միջամտություն էր բանկերի հիմնական գործունեությանը: Ուղղակի գործիքները հիմնականում ներգրավվող և տրամադրվող միջոցների ծավալային ու տոկոսադրույքային սահմանափակումներն են: Դրամավարկային քաղաքականության գործիքակազմի ընդհանուր կառուցվածքը ներկայացնում ենք գծապատկեր 2-ում:



Գծապատկեր 2. ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության գործիքակազմը²

¹ Գծապատկերը կազմվել է ՀՀ ԿԲ կայքէջի տեղեկատվության հիման վրա, https://www.cba.am/am/SitePages/fsmacropolicy_int.aspx

² Գծապատկերը կազմվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի «Դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիքներ և դրանց կիրառման մեխանիզմներ» հրապարակման հիման վրա, էջ 4, <https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/karger/19-Announcement-instruments.pdf>.

Ընդհանրապես, ֆինանսական շուկաների ընդլայնմանը զուգընթաց, ԿԲ-ներն աստիճանաբար անցում են կատարում շուկայական պարամետրերի վրա հիմնված լծակների՝ դրամավարկային անուղղակի գործիքների կիրառմանը:

Ֆինանսական կայունության ապահովման հարցն ակնառու դարձավ 2007-2008 թթ. համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամից հետո, քանի որ առանձին ֆինանսական կազմակերպությունների կարգավորմանն ու վերահսկմանն ուղղված քաղաքականությունը բավարար չէր երկրների ամբողջ ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովման համար: Մյուս կողմից, առանց ֆինանսական համակարգի կայունության, հաստատուն մակրոտնտեսական միջավայր ապահովելն անհնար էր: Ինչպես գիտենք, կենտրոնական բանկերը պատասխանատու են դրամավարկային կայունության համար և իրենց լիազորությունների շրջանակներում ճշգրտումներ են կատարում՝ գների խոշոր տատանումները բացառելու համար: Եվ կրկին վերջին ֆինանսատնտեսական ճգնաժամը մատնանշեց, որ կենտրոնական բանկերի հիմնական գործիքը՝ տոկոսադրույքը և կարգավորող ու վերահսկող առկա ռեժիմները «թույլ են»՝ ֆինանսական ոլորտում համակարգային ռիսկերի կանխման կամ կլանման համար¹³:

Պարզ է, որ երկրի համընդհանուր ֆինանսական կայունության համակարգված պատկեր ունենալու համար պետք է պատասխանատու լինի պետական կարգավորման գոնե մեկ օղակ, որը կարող է համախմբել ֆինանսական հատվածում տեղ գտած բոլոր խնդիրները և մշակել ու կիրառել դրանց համապատասխան գործիքակազմ: Բազմաթիվ երկրների փորձն ու քաղաքականությունների վերլուծությունը ցույց են տալիս, որ ֆինանսական կայունության ապահովման պատասխանատու ամենաանպատակահարմար օղակը կենտրոնական բանկն է, քանի որ ֆինանսական շուկաների և բանկային համակարգի կայունության ապահովումն արդյունավետ դրամավարկային քաղաքականության իրականացման հիմնական նախադրյալներից մեկն է: Բացի դրանից, կենտրոնական բանկն անկախ մարմին է և ներքաղաքական ցնցումները համեմատաբար քիչ կամ չնչին ազդեցություն են ունենում վերջինիս գործունեության և նպատակների իրականացման վրա: Սկսած 1990-ական թվականներից՝ տարբեր երկրների կենտրոնական բանկեր ֆինանսական կայունությունն ընդունել են որպես քաղաքականության հիմնական նպատակներից մեկը: Միջազգային փորձի ուսումնասիրությունը և նախորդ տասնամյակի ֆինանսատնտեսական ճգնաժամը ցույց են տալիս, որ ֆինանսական կայունության համակարգային ապահովումը և այդ գործառույթը կենտրոնական բանկերին «պատվիրակելը» հիմնավոր է:

Հայաստանի պարագայում վերջնական դատողություններ անելու համար անհրաժեշտ են հետևյալ նախապայմանները.

1. դրամավարկային և ֆինանսական կայունության ցուցանիշների երկար շարքեր, որպեսզի իրականացվող վերլուծությունները լինեն առավել արժանահավատ,

¹³ Տե՛ս **Woodford M.**, Inflation Targeting and Financial Stability, NBER Working Paper N 17967, Issued in April 2012, <https://www.nber.org/papers/w17967.pdf>:

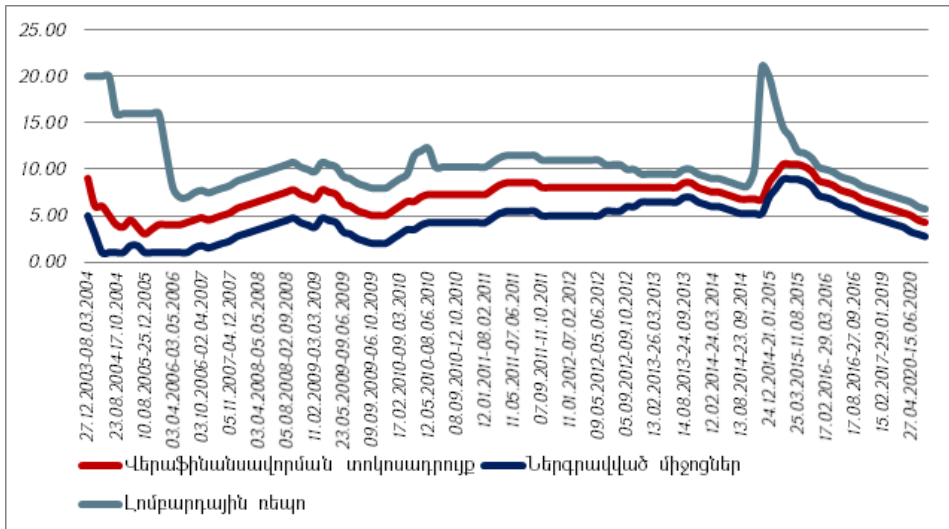
- վայրէջքային և վերելքային իրավիճակներ, որոնց ժամանակ պարզ կդառնա ՀՀ ԿԲ-ի կողմից այս երկու նպատակադրումների արդարացվածությունը:

Որպեսզի հնարավոր լինի մասնագիտական խոր գնահատականներ տալ և քանակապես հիմնավորել Հայաստանում դրամավարկային և ֆինանսական կայունության ցուցանիշների փոխառնչությունները, անհրաժեշտ ենք համարում դիտարկել հետևյալ հարցերը.

- արդյո՞ք ներկայիս դրամավարկային քաղաքականության գործիքակազմն ու փոխանցումային մեխանիզմը լիարժեքորեն գործում են Հայաստանում,
- ԿԲ-ի կողմից միայն գների կայունության ապահովման պայմաններում հնարավոր է խուսափել ֆինանսական համակարգի ցնցումներից,
- ֆինանսական կայունության ներկայիս ցուցանիշներն արտացոլո՞ւմ են ֆինանսական համակարգի բոլոր մասնակիցների վիճակը և ունե՞ն կանխատեսման, կանխարգելման բնույթ:

Յուրաքանչյուրին անդրադառնանք առանձին:

Դիտարկենք 2004-2020 թթ. ընթացքում ՀՀ ֆինանսական շուկայում ԿԲ գործառնությունների տոկոսադրույքների փոփոխության շարժընթացը:



Գծապատկեր 3. ՀՀ ֆինանսական շուկայում ՀՀ ԿԲ գործառնությունների տոկոսադրույքների շարժընթացը, 2004-2020 թթ.¹⁴

Գծապատկեր 3-ից կարող ենք տեսնել, որ ՀՀ ԿԲ գործառնությունների տոկոսադրույքները պատմական ամենացածր մակարդակին եղել են 2006 թ.: 2008-2009 թթ. ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի և 2014-2015 թթ. արժութային ճգնաժամի ընթացքում ՀՀ ԿԲ-ն պարբերաբար փոփոխել է տոկոսադրույքները՝ համապատասխանեցնելով տնտեսության այդ պահի իրավիճա-

¹⁴ Գծապատկերը կազմվել է ՀՀ ԿԲ-ի կողմից հրապարակվող ֆինանսական շուկայի տոկոսադրույքների ցուցանիշների հիման վրա, <https://www.cba.am/am/SitePages/statmonetaryfinancial.aspx>:

կին, իսկ, սկսած 2015 թվականից, ՀՀ ԿԲ-ն տոկոսադրույքները փոփոխել է համաչափորեն: Մեծ հավանականությամբ, ՀՀ կենտրոնական բանկը, ներկայիս նախաճգնաժամային իրավիճակով պայմանավորված և 2021 թ. սպասվող տնտեսական անկմանն ի պատասխան, տոկոսադրույքները կշարունակի նվազեցնել՝ ընդհուպ դրանք մոտեցնելով 0-ի, այդպիսով, փաստորեն, լիարժեքորեն սպառելով այս գործիքի ընձեռած հնարավորությունը:

Ներկայիս դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի հիմքում ԿԲ տոկոսադրույքների, գնաճի նպատակադրման և գների կայունության շղթան է, այսինքն, ԿԲ-ն, փոփոխելով կարճաժամկետ տոկոսադրույքները, պետք է ազդի գնաճի և գների կայունության վրա: Տոկոսադրույքի և գնաճի փոխկապվածությունն անվանում են *դրամավարկային կամ Թեյլորի կանոն*, որն առաջին անգամ առաջարկվել է 1993 թ.¹⁴ Ստենֆորդի համալսարանի պրոֆեսոր *Ջոն Թեյլորի* կողմից՝ «Դիսկրեցիոն քաղաքականություն ընդդեմ պրակտիկ կանոնների» աշխատությունում¹⁴: Այսինքն, կառավարելով կարճաժամկետ տոկոսադրույքները՝ ԿԲ-ն կարող է հասնել իր նպատակային գնաճին և հետևաբար՝ գների կայունությանը: Ընդ որում, այդ կապը հակադարձ է, այսինքն, եթե կանխատեսված եռամսյակային գնաճը գերազանցում է գնաճի նպատակային ցուցանիշը, ապա կենտրոնական բանկը բարձրացնում է տոկոսադրույքները, որպեսզի նվազեցնի գնաճը և հասցնի նպատակային մակարդակին:

Սակայն, Հայաստանում դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմն ունի որոշակի խնդիրներ: Մինչ այժմ արդիական է մնում Արժույթի միջազգային հիմնադրամի կողմից 2006 թ. հրապարակված *Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Armenia: Evidence from VAR Analysis*¹⁵ հետազոտությունը, որում հեղինակները VAR վերլուծությամբ հիմնավորում են, որ կարճաժամկետ տոկոսադրույքները Հայաստանում ունեն չնչին ազդեցություն ՀՀ ԿԲ վերջնական նպատակի՝ գների կայունության վրա, ավելին՝ որպես էական գործոն է առանձնացվում փոխարժեքը: Պետք է նշել, որ փոխարժեքի էական գործոն լինելը բնորոշ է ոչ միայն Հայաստանին, այլև անցումային տնտեսություն ունեցող այլ երկրներին, որտեղ դոլարայնացման մակարդակը գնահատվում է բարձր, և մարդիկ հիմնականում նախընտրում են խնայողությունները պահել արտարժույթով: Այս խնդիրը գտնվում նաև հայաստանյան շատ հետազոտողների ուշադրության կենտրոնում:

Դրամավարկային քաղաքականության հիմնական ցուցանիշների փոփոխությունները վերջին 17 տարիների ընթացքում ցույց են տալիս, որ կենտրոնական բանկը, ընդհանուր առմամբ, կարողանում է հասնել իր նպատակին, 12-ամսյա գնաճի շեղումները գտնվում են թույլատրելի միջակայքի ստորին կամ վերին մակարդակում, բայց քաղաքականության գործառնական, միջանկյալ և վերջնական նպատակներին հասնելու համար իրականացվող գործողությունների և արդյունքների միջև կան էական խզումներ:

¹⁴ Տե՛ս **Taylor J. B.**, A Historical Analysis of Monetary Policy Rules, NBER, Working Paper 6768, October 1998, <https://www.nber.org/papers/w6768.pdf>.

¹⁵ Տե՛ս **Dabla-Norris E., Floerkemeier H.**, Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Armenia: Evidence from VAR Analysis, International Monetary Fund, N 6-248, 2006, <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Transmission-Mechanisms-of-Monetary-Policy-in-Armenia-Evidence-from-VAR-Analysis-19925>:

Պետք է նկատել, որ կա քաղաքականության բարելավման և գործիքների կիրառման արդյունավետության բարձրացման անհրաժեշտություն, քանի որ, եթե տնտեսության համար «հանդարտ ժամանակներում» այս խնդիրը չի ունենում էական հետևանքներ, ապա նախաճգնաժամային կամ ճգնաժամային իրավիճակներում դրամավարկային քաղաքականության գործիքակազմի անկատարությունը Հայաստանի տնտեսության համար կարող է լուրջ հետևանքներ ունենալ:

Պետք է դիտարկել այնպիսի սթրատեգիաների ի հայտ գալը, երբ կարճաժամկետ տոկոսադրույքի փոփոխությունը բավարար կամ էական ազդեցություն չի ունենում գնաճի վրա, դրա հետևանքով տնտեսությունում համախառն պահանջարկը կանխատեսելի չի դառնում, իսկ սա կարող է հանգեցնել դրամի նկատմամբ վստահության անկման՝ արժեզրկման, որին կհետևեն ցնցումներ արժույթի շուկայում: Իսկ Հայաստանի նման դոլարայնացման բարձր մակարդակ ունեցող երկրներում արժույթի շուկայում ցնցումները կարող են խոր ֆինանսատնտեսական հետևանքներ ունենալ (ինչպես նման սցենարների ի հայտ գալու հավանականությունը, այնպես էլ դրանց թողած հետևանքները հնարավոր է չափելի դարձնել՝ իրականացնելով որոշ պայմանների բավարարող գիտափորձեր):

Հենց այս համատեքստում է, որ չափազանց կարևոր է գների կայունության ապահովմանը զուգահեռ որպես նպատակ սահմանել նաև ֆինանսական համակարգի կայունությունը, որովհետև միայն գների կայունության ապահովումը Հայաստանի նման երկրներում բավարար միջավայր չի կարող ձևավորել ֆինանսական համակարգի անցնցում, կայուն զարգացման համար:

Այստեղ կարևոր է դառնում նաև այն հարցը, թե ֆինանսական կայունությունը ինչպես կարող է նպաստել գների կայունությանը: Այս հարցին պատասխանելու համար պետք է դիտարկել, թե ֆինանսական կայունության ցուցանիշների ինչպիսի կազմով է ՀՀ ԿԲ-ն վերահսկում Հայաստանի ֆինանսական համակարգի կայունությունը:

Ֆինանսական կայունության ցուցանիշները երկրի ֆինանսական համակարգի, նրա կորպորատիվ հատվածի և տնային տնտեսությունների ֆինանսական առողջությունն ու կայունությունը բնութագրող վիճակագրական ցուցանիշների ամբողջություն են (աղյուսակ 1):

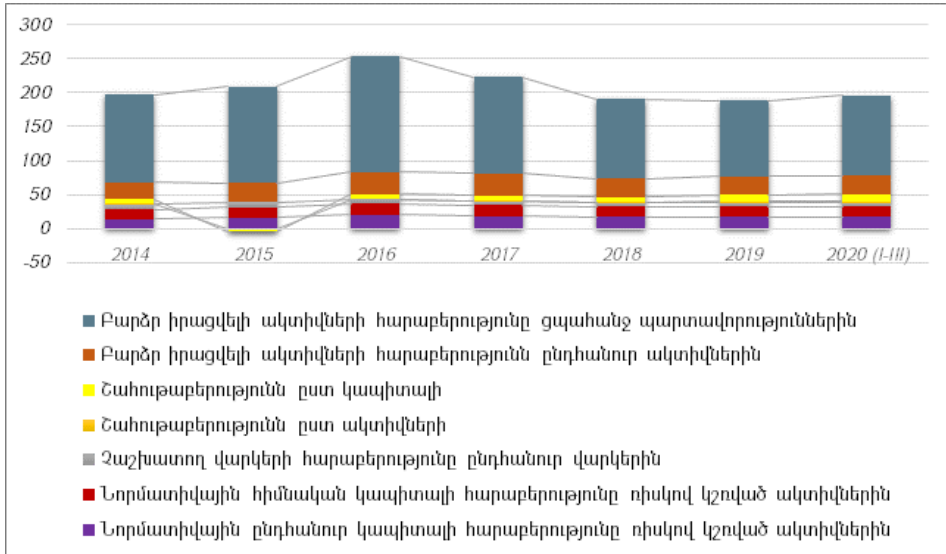
Աղյուսակ 1

Հայաստանի ֆինանսական համակարգի կայունության ցուցանիշները¹⁶

1001	Նորմատիվային ընդհանուր կապիտալի հարաբերությունը ռիսկով կշռված ակտիվներին
1002	Նորմատիվային հիմնական կապիտալի հարաբերությունը ռիսկով կշռված ակտիվներին
1004	Չաշխատող վարկերի հարաբերությունն ընդհանուր վարկերին
1006	Շահութաբերությունն ըստ ակտիվների
1007	Շահութաբերությունն ըստ կապիտալի
1010	Բարձր իրացվելի ակտիվների հարաբերությունն ընդհանուր ակտիվներին
1011	Բարձր իրացվելի ակտիվների հարաբերությունը ցպահանջ պարտավորություններին

¹⁶ Տե՛ս ՀՀ ԿԲ, ՀՀ ԿԲ-ի կողմից մշտադիտարկվող ֆինանսական կայունության ցուցանիշներ, https://www.cba.am/am/SitePages/fsindicators_FSI.aspx:

Աղյուսակ 1-ում նշված ցուցանիշների մշակումն իրականացվել է Արժույթի միջազգային հիմնադրամի կողմից՝ այլ միջազգային կառույցների ու ԱՄՀ անդամ երկրների օժանդակությամբ¹⁷: Հայաստանում այս ցուցանիշները, սկսած 2014 թվականից (2020 թ. տվյալները չեն ներառում չորրորդ եռամսյակի արդյունքները), ներկայացված են գծապատկեր 4-ում:



Գծապատկեր 4. Հայաստանի ֆինանսական համակարգի կայունության ցուցանիշները, 2014-2020 թթ.¹⁸

Գծապատկեր 4-ից ակնհայտ է դառնում, որ ցուցանիշներն էական տատանումների չեն ենթարկվում և հիմնականում ունեն կայուն բնույթ: ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի 2007 թ. փետրվարի 9-ի թիվ 39-Ն որոշմամբ սահմանվեց «Բանկերի գործունեության կարգավորումը, բանկային գործունեության հիմնական տնտեսական նորմատիվներ, Կանոնակարգ 2-ը»¹⁹: Այս կանոնակարգով՝ բանկերին ներկայացվող տնտեսական նորմատիվներն ավելի բարձր են, քան Բազել II և Բազել III-ով ներկայացվող պահանջները: Օրինակ, Բազել II-ը պահանջում է, որ ընդհանուր կապիտալի հարաբերակցությունը ռիսկով կշռված ակտիվներին լինի ոչ պակաս, քան 8%, իսկ ՀՀ ԿԲ Ն12 նորմատիվով սահմանվում է 12%: 2015 թ., Բազել III-ի պահանջի համաձայն, հիմնական կապիտալի հարաբերակցությունը ռիսկով կշռված ակտիվ-

¹⁷ Տե՛ս ՀՀ ԿԲ, https://www.cba.am/am/SitePages/fsindicators_FSI.aspx:
¹⁸ Գծապատկերը կազմվել է ըստ Արժույթի միջազգային հիմնադրամի տվյալների՝ Financial system stability assessment-press release; staff report; and statement by the executive director for the Republic of Armenia, IMF Country Report No. 18/361, Dec 2018, էջ 33, <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2018/12/12/Republic-of-Armenia-Financial-Sector-Assessment-Program-Press-Release-Staff-Report-and-46461> և 2019 Article IV Consultation And Request For A Stand-By Arrangement-Press Releases; Staff Report; And Statement By The Executive Director For The Republic Of Armenia, IMF Country Report N 19/154, June 2019, <https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/06/05/Republic-of-Armenia-2019-Article-IV-Consultation-and-Request-for-a-Stand-By-Arrangement-46968>:
¹⁹ Տե՛ս ՀՀ ԿԲ, <https://www.cba.am/am/SitePages/regbanks.aspx>:

ներին պետք է լինի ոչ պակաս, քան 6%, իսկ ՀՀ ԿԲ Ն11 նորմատիվով սահմանվում է 10%: Իհարկե, Հայաստանի կենտրոնական բանկը միակը չէ, որն ունի նման «խիստ» մոտեցում ֆինանսական համակարգի նկատմամբ: Ըստ էության, այս մոտեցումը նույնիսկ արդարացրել է իրեն, քանի որ 2008-2009 թթ. ֆինանսատնտեսական, 2014-2015 թթ. արժույթային ճգնաժամերը ցույց տվեցին, որ բանկային և ֆինանսական համակարգերը Հայաստանում կայուն ոլորտներից են համարվում և կարողանում են կլանել ներքին ու արտաքին ռիսկերը: Արդեն նախանշվում է, որ Հայաստանի ֆինանսական համակարգը կանգնած է ևս մեկ փորձության առջև՝ պայմանավորված 2020 թ. մարտ ամսից սկսված կորոնավիրուսային ճգնաժամով: Այստեղ հետաքրքրական է այն հանգամանքը, որ 2018 թվականից ի վեր, երբ ԿԲ-ն ֆինանսական կայունությունը դարձրեց իր հիմնական նպատակներից մեկը, աշխարհում և Հայաստանում լուրջ ցնցումներ ու ճգնաժամեր չէին եղել: Ըստ էության, այժմ Հայաստանի ֆինանսական համակարգը պետք է «ապացուցի», որ ունի ավելի լայն գործիքակազմ, քան 2008 կամ 2014 թվականներին:

Վերադառնալով մեր առաջադրած այն հարցին, թե ֆինանսական կայունության ցուցանիշների նման կազմով արդյոք ՀՀ ԿԲ-ն կարող է ապահովել երկու նպատակադրումների իրականացումը՝ պետք է նշել, որ նախ՝ այս ցուցանիշները դեռևս մշակման կարիք ունեն, քանի որ վերաբերում են միայն բանկային համակարգին: Իհարկե, կա այն հիմնավորումը, որ Հայաստանում բանկերը կազմում են ֆինանսական համակարգի 84.1%-ը²⁰, սակայն նախորդ ճգնաժամերը ցույց են տալիս, որ տարբեր երկրներում ֆինանսական համակարգի նույնիսկ 5-10%-ը զբաղեցնող մասնակիցները կարող են համակարգային ռիսկի առջև կանգնեցնել ոլորտի մյուս մասնակիցներին: Հետևաբար, ինքնին ֆինանսական համակարգի կայունությունը միանշանակ դրական հետևանքներ է ունենում, բայց Հայաստանում այդ համակարգը բնութագրող անկատար ցուցանիշները լիարժեքորեն չեն արտացոլում առկա իրավիճակը, ավելին՝ թույլ չեն տալիս տնտեսության մյուս մասնակիցներին ձևավորելու համարժեք սպասումներ, որոնք էլ, իրենց հերթին, դրական կանդրադառնային գնաճային սպասումների և գների կայունության վրա:

Հարկ ենք համարում նշել, որ ֆինանսական կայունության և դրամավարկային քաղաքականության նպատակների հետագա համադրելիությունն ապահովելու համար առավել խորքային վերլուծությունները պահանջում են անդրադառնալ վերջին տարիներին Հայաստանի մակրոտնտեսական մյուս ցուցանիշներին և, իհարկե, միջազգային մակրոմիջավայրին, քանի որ Հայաստանը գերզգայուն է արտաքին միջավայրի ցնցումների նկատմամբ:

Եզրակացություններ: Այսպիսով, Հայաստանում դրամավարկային քաղաքականությանը և ֆինանսական համակարգի կայունությանը վերաբերող վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ թեև այս ոլորտը Հայաստանում կայացած ու զարգացող ոլորտներից է, այնուամենայնիվ, կան կարևոր խնդիրներ, որոնք օրակարգային են և պահանջում են խոր վերլուծություններով հիմնավորված լուծումներ:

²⁰ Տե՛ս ՀՀ ԿԲ, ֆինանսական կայունության հաշվետվություն, 2019, 1-ին կիսամյակ, էջ 28, https://www.cba.am/AM/pperiodicals/fin_stab_1_19.pdf:

«Կենտրոնական բանկը դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի արդյունավետությունը պետք է բարձրացնի կա՛մ գործիքակազմի վերանայման, կա՛մ ներկայիս գործիքակազմի անկատարության պատճառների վերացման ճանապարհով: Սակայն, պետք է նշել, որ վերջին տարբերակի դեպքում առաջ է գալիս Հայաստանի տնտեսությանը բնորոշ այնպիսի հիմնարար խնդիրների հարցը, ինչպիսիք են ֆինանսական համակարգի միաբևեռությունը, դոլարայնացման բարձր մակարդակը, տնտեսության տարբեր ոլորտների կողմից ԿԲ ազդակներին անհամարժեք արձագանքը, ֆինանսական գրագիտության ցածր մակարդակը և այլն:

Ֆինանսական համակարգի կայունությունը բնութագրող ցուցանիշների՝ միայն բանկային համակարգին վերաբերող բնույթը լիարժեքորեն չի արտացոլում ամբողջ ֆինանսական համակարգի մասնակիցների շրջանում առկա ռիսկերը: Պետք է նշել, որ միայն Հայաստանում չէ, որ այդ ցուցանիշների կազմի հետ կապված քննարկումներ ու անհամաձայնություններ կան: Շատ վերլուծաբաններ փաստում են, որ այս ցուցանիշները լիարժեքորեն չեն արտացոլում երկրների ֆինանսական կայունության ներկա և ապագա միտումները: «ԿԲ-ն, տնտեսության երկարաժամկետ դիտարկումների միջոցով և մի շարք առանձնահատկություններ հաշվի առնելով, պետք է մշակի ֆինանսական համակարգի կայունությունը բնութագրող այլընտրանքային ցուցանիշների համախումբ, որը հնարավորություն կտա գնահատելու ոչ միայն ֆինանսական համակարգի ներկա վիճակը, այլև ապագային միտված կանխատեսումների հնարավորություն կտա:

Որպեսզի գների կայունությունն ու ֆինանսական համակարգի կայունությունը և՛ «խաղաղ ժամանակներում», և՛ ճգնաժամային ժամանակահատվածում լինեն միանգամայն համադրելի և դրական ազդեցություն ունենան միմյանց վրա, պետք է ունենալ լրացուցիչ կամ ադապտացիոն գործիքակազմ: Դրամավարկային քաղաքականության ներկայիս գործիքակազմը լիարժեք արդյունքներ չի տալիս, ինչն ինքնին ֆինանսական կայունությանը սպառնացող վտանգներ է պարունակում հատկապես անկումային իրավիճակներում, իսկ ֆինանսական կայունությանը սպառնացող ռիսկերի դեպքում «Կենտրոնական բանկը դեռևս չունի օրենսդրությամբ ամրագրված այնպիսի գործիքներ, որոնցով կարողանա միջամտություններ իրականացնել:

Օգտագործված գրականություն

1. Բայադյան Ա., Բաղդասարյան Ա., Մուրադյան Խ., «Կենտրոնական բանկի քաղաքականության ընտրության հիմնախնդիրներն արժույթային տատանումների պայմաններում, Սոցիալ-տնտեսական զարգացման արդի հիմնախնդիրները ՀՀ-ում, Հանրապետական գիտաժողովի նյութեր, N 1, 2008:
2. Հովակիմյան Ս., «Ֆինանսական կայունության ապահովման արդի հիմնահարցերը, Եր., 2016:
3. Սալնազարյան Ա., Իսրայելյան Ս., Տնտեսական աճի և ֆինանսական խորության փոխազդեցության գնահատման ժամանակակից խնդիրները, «Բանբեր ՀՊՏՀ», 2, 2017:
4. «Կենտրոնական բանկ, Դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիքներ և դրանց կիրառման մեխանիզմները:

5. ՀՀ ՎԲ տեղեկագիր, հոկտեմբեր, 2008, հոկտեմբեր, 2014, օգոստոս, 2017, մարտ 2020:
6. «ՀՀ կենտրոնական բանկի մասին» ՀՀ օրենք:
7. Schinasi G., Defining Financial Stability, IMF Working Paper, WP/04/187, October 2004.
8. Taylor J. B., A Historical Analysis of Monetary Policy Rules, NBER, Working Paper 6768, October 1998.
9. Dabla-Norris E., Floerkemeier H., Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Armenia: Evidence from VAR Analysis, International Monetary Fund, N. 6-248, 2006.
10. Woodford M., Inflation Targeting and Financial Stability, NBER Working Paper No. 17967, Issued in April 2012.
11. IMF, Financial System Stability Assessment-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for the Republic of Armenia, IMF Country Report No. 18/361, Dec 2018.
12. IMF, 2019 Article IV Consultation And Request For a Stand-By Arrangement-Press Releases; Staff Report; And Statement By The Executive Director For The Republic Of Armenia, IMF Country Report No. 19/154, June 2019.
13. <https://www.cba.am/am/SitePages/Default.aspx>

МАРИНЕ АВЕТИСЯН

Соискатель кафедры финансов АГЭУ

О нескольких вопросах стабильности финансовой системы и денежно-кредитной политики в Армении.–

Финансовая стабильность является ключевым условием эффективной экономической политики как для мировой экономики, так и для отдельных стран. Большая часть финансовой системы в Армении состоит из коммерческих банков, поэтому необходимо учитывать стабильность банковской системы в этом контексте. С 2018 года Центральный банк Армении определил финансовую стабильность как свою главную цель наряду со стабильностью цен. В статье рассматриваются изменения основных показателей денежно-кредитной и макропруденциальной политики, анализируются показатели финансовой устойчивости. Обсужден ряд вопросов, связанных с трансфертным механизмом денежно-кредитной политики.

Ключевые слова: *финансовая устойчивость, денежно-кредитная политика, инфляция, механизм перевода.*

JEL: G00, E31, E52

MARINE AVETISYAN

PhD Student at the Chair of Finance at ASUE

On Several Issues of Financial System Stability and Monetary Policy in Armenia.– Financial stability is a key precondition for an effective economic policy for both global economies and individual countries. Most of the financial system in Armenia is made up of commercial banks, so it is necessary to consider the stability of the banking system in this context. Since 2018, the Central Bank of Armenia has defined financial stability as its main goal, along with price stability. The paper discusses the changes in the main indicators of monetary and macroprudential policies, analyzes the indicators of financial stability.

Key words: *financial stability, monetary policy, inflation, transfer mechanism.*

JEL: G00, E31, E52