



Հոդվածի հղումը. Միրայելյան Վ., Քեոյան Ա. (2024), ՀՀ տնտեսության
իրական և ֆինանսական հատվածների խզման գնահատումը,
Տնտեսություն և հասարակություն, ՀՊՏՀ, Տնտեսագետ, 2(5), 55-77,
DOI: 10.52174/29538114_2024.2-55

Ներկայացվել է խմբագրություն՝ 21.08.2024 թ.

Ուղարկվել է գրախոսության՝ 29.08.2024 թ.

Երաշխավորվել է հրատարակման՝ 18.11.2024 թ.

ՎԱՀԵ ՄԻՔԱՅԵԼՅԱՆ

ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի դոցենտ,
տնտեսագիտության թեկնածու

<https://orcid.org/0009-0005-7629-509X>

ԱՐՄԻԴԱ ՔԵՈՅԱՆ

«Միջազգային տնտեսական հարաբերություններ»
մասնագիտության մագիստրանտ

<https://orcid.org/0009-0008-6476-6853>

ՀՀ ՏՆՏԵՍՈՒԹՅԱՆ ԻՐԱԿԱՆ ԵՎ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՀԱՏՎԱԾՆԵՐԻ ԽՉՄԱՆ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ

Իրական և ֆինանսական հատվածները տնտեսության ժամանակակից համա-
կարգի երկու հիմնական բաղադրիչներն են: Երկու հատվածների միջև դրական փոխ-
գործակցությունը էական նշանակություն ունի տնտեսական կայունության և զարգաց-
ման համար: Այս երկու հատվածների միջև խզման պատճառների գնահատման հիմ-
նական նպատակն է տնտեսական աճի խնդիրների բացահայտումը՝ ապահովելով
ազգային տնտեսության զարգացումն ու աճը: 2008–2009 թվականների ֆինանսա-
տնտեսական ճգնաժամը փաստեց, որ այս երկու հատվածների արդյունավետ փոխ-
գործակցությունն անհրաժեշտ է: Այն երկրները, որտեղ այս երկու հատվածները համա-
գործակցության մեջ են եղել, ավելի արագ են հաղթահարել ճգնաժամերի հետևանք-
ները: Տնտեսական հասկացություն է այս երկու հատվածների համաչափությունը,
քանի որ դրանք ինչպես փոխարինում և լրացնում են միմյանց, այնպես էլ հակա-
սություններ են ունենում:

Փաստ է, որ ֆինանսական հատվածը զարգանում է իր օրինաչափություններով:
Մեկ ֆինանսական պարբերաշրջան կարող է ներառել մի քանի պարբերաշրջան:
Ֆինանսական հատվածի՝ իրական հատվածից չափից ավելի զարգացումը ևս ռիս-
կային է, ուստի, այս առումով, ևս շար կարևոր է այս երկուսի փոխգործակցությունը:

Ներկայիս թվային տեխնոլոգիաների դարում տեխնոլոգիական համակարգերը շարք առաջ են զարգանում և նպաստում են ֆինանսական համակարգի զարգացմանը:

Այս հատվածներից յուրաքանչյուրը կարող է խթան հանդիսանալ մյուսի զարգացման համար, սակայն, միևնույն ժամանակ, կարող է նաև խոչընդոտ ստեղծել մյուսի զարգացմանը: Ներկայում այս խնդիրը չափազանց կարևոր է ինչպես մակրոտնտեսական քաղաքականություն մշակողների, այնպես էլ տեսաբան տնտեսագետների և ֆինանսական շուկայի մասնակիցների համար՝ բացահայտելու, թե տնտեսության որ հատվածը ինչ կարգավիճակով է հանդես գալիս:

Հիմնաբառեր. վարկեր/ՀՆԱ ճեղք, խզման գնահատում, ֆինանսական հատված, իրական հատված

JEL: E20, G10, O52

DOI: 10.52174/29538114_2024.2-55

Ներածություն: Տնտեսության ֆինանսական և իրական հատվածների փոխազդեցությունը մեծ նշանակություն ունի տնտեսության մակրոտնտեսական կայունության վրա: Այս երկու հատվածները աջակցում և լրացնում են միմյանց, և դրանց խզման գնահատումը այսօր շատ կարևոր և արդիական է ՀՀ տնտեսության համար: Տնտեսագիտական գրականության մեջ ֆինանսական և իրական հատվածների փոխառնչությունների հիմնահարցը հանգում է «Շումպետեր–Ռոբինսոն» բանավեճին. բանավիճող առաջին կողմը կարծում է, որ ֆինանսական հատվածի զարգացումը խթանում է տնտեսական աճը՝ ներդրումներն ուղղորդելով բարձր արտադրողական ճյուղեր, իսկ երկրորդ կողմը համարում է, որ ֆինանսական համակարգի զարգացումը պարզորեն հետևում է տնտեսական աճին: Երկու կողմերի առաջ քաշած թեզերը բազմաթիվ անգամ հաստատվել են փորձառական եղանակով, սակայն արդյունքները հիմնականում շումպետերյան կողմի օգտին են:

Տնտեսագիտական գրականությունում բացակայում է ֆինանսական և իրական հատվածների խզման միասնական գնահատման մեթոդաբանությունը:

Զարգացած երկրներում ֆինանսական և իրական հատվածների խզումը առավելապես դրսևորվում է արժեթղթերի շուկայի՝ հիմնարարներով չափահովված աճի ձևով, որը տեղի է ունենում ֆինանսական շուկայի մասնակիցների իռացիոնալ վարքագծի կամ կենտրոնական բանկերի կողմից չափից ավելի իրացվելիության ներարկման պատճառով:

Զարգացող երկրներում երկու հատվածների խզման բնույթը տարբեր է՝ ըստ զարգացող և սահմանային շուկաների: Զարգացող շուկաներում ֆինանսական համակարգի ազատականացումը և կապիտալի սպեկուլյատիվ հոսքերը կոշտ արժութային ռեժիմների պայմաններում հանգեցնում են վարկային շուկայի «գերտաքացման», իսկ սահմանային շուկաներում տնտեսության սովորայնությունը, կապիտալի շուկայի խիստ թույլ զարգացվածությունը և բանկային համակարգի կենտրոնացումը իրական և ֆինանսական հատվածների միջև ինտեգրման թույլ աստիճանի պատճառ են դառնում:

ՀՀ տնտեսությունում նույնպես նմանատիպ խնդիրներ դրսևորվում են: Հատկապես ՀՀ բանկային համակարգի ցուցանիշների վերլուծությունից կա-

րելի է արձանագրել, որ նույնիսկ տնտեսական աճի ցածր տեմպերի պարագայում բանկային համակարգի հիմնական ցուցանիշները զգալի աճ են արձանագրել: Նման իրավիճակը դժվարացնում է մակրոտնտեսական քաղաքականություն մշակողների և իրականացնողների գործը և հաճախ նրանց կանգնեցնում է պարադոքսի առջև: Հիմնախնդիրը բավականին դժվարություն է առաջացնում նաև ակադեմիական շրջանակներում:

Հոդվածի նպատակը ՀՀ տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների զարգացման օրինաչափությունների ուսումնասիրմամբ երկու հատվածների փոխառնչությունների համակողմանի ներկայացումն է, դրանց միջև խզման բնույթի բացահայտումը:

Գրականության ակնարկ: Տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների փոխկապվածության հիմնահարցերը լայնորեն քննարկվել են տնտեսագետների կողմից և՛ տեսական և՛ էմպիրիկ ուսումնասիրություններում: Ոլորտներից յուրաքանչյուրի հետազոտությամբ զբաղվել են նշանավոր տնտեսագետներ Ա. Սմիթը, Դ. Ռիկարդոն, Դ. Քեյնսը, Կ. Մարքսը և այլք, ովքեր ուսումնասիրել են տնտեսական համակարգի հիմքերը: Թե՛ բուն ոլորտների, թե՛ դրանց միջև փոխհարաբերությունների ուսումնասիրության մեջ մեծ ներդրում են ունեցել Կ. Մակդոնելը, Ս. Բրյուն, Ռ. Լևինը, Ֆ. Կոտլերը, Մ. Հիգինսը, Պ. Մոնին, Ջ. Սոիգլիցը, Ա. Գրինսպենը, Տ. Ջոկիպին, Մ. Միլկենը, Պ. Կրուզմանը, Ն. Ռուբինին:

Տնտեսագետները բազմիցս բանավիճել են պատճառահետևանքային կապի բնույթի շուրջ. ֆինանսական հատվածն է ապահովում տնտեսական զարգացում, թե տնտեսական ցուցանիշներն են առաջացնում ֆինանսական հատվածի զարգացում: Գիտական գրականության մեջ էական տարածայնություններ կան ֆինանսներ-տնտեսական զարգացում կապի վերաբերյալ: Յո. Շումպետերը քսաներորդ դարի սկզբին պնդում էր, որ ֆինանսական հատվածի պատշաճ գործունեությունը կարող է մեծացնել տնտեսական զարգացումը՝ խթանելով տեխնոլոգիական նորարարությունը և ֆինանսավորելով նորարարական ընթացակարգերը հաջողությամբ իրականացնելու լավագույն հնարավորություն ունեցող ընկերություններին¹: Մեկ այլ կարծիք է ներկայացրել Ռոբինսոնը, ըստ որի, ֆինանսական հատվածը չի ազդել տնտեսական գործունեության վրա, այլ պարզապես հետևել կամ արտացոլել է տնտեսական զարգացումը²: Նոբելյան մրցանակակիր Ռոբերտ Լուկասը մերժել է ֆինանսական հատվածի՝ որպես տնտեսական աճի որոշիչ լինելը³: Իսկ նոբելյան մրցանակակիր Մերթոն Միլերը պնդում էր, որ ֆինանսական հատվածը նպաստել է տնտեսական աճին⁴:

«Ֆինանսական և իրական հատվածների փոխազդեցությունը» հոդվածում իրականացվել է վերլուծություն տնտեսության իրական և ֆինանսական

¹ Տե՛ս **Schumpeter J.** (1911). The theory of economic development: An inquiry into profits, capital, credit, interest and the business cycle. Cambridge: Harvard University Press:

² Տե՛ս **Robinson J.** (1952). The generalization of the general theory. The Rate of Interest and Other Essays. London:

³ Տե՛ս **Lucas R.** (1988). On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, 22(1), էջ 3–42:

⁴ Տե՛ս **Miller M.** (1998). Financial markets and economic growth. *Journal of Applied Corporate Finance*, 11(3), էջ 8–15:

հատվածների փոխազդեցության վերաբերյալ 185 զարգացող, զարգացած տնտեսությունների տվյալների ընտրանքի հիման վրա: Փաստերը ցույց են տալիս, որ ֆինանսական հատվածը կարող է ունենալ իրական հատվածի հետ փոխկապվածության տարբեր ձևեր: Առկա է տնտեսական աճի ոչ գծային կախվածության օրինաչափություն ֆոնդային բորսայի ՀՆԱ արժեքից և բացասական հարաբերակցություն մասնավոր հատվածին տրամադրվող վարկի աճի հետ: Ըստ էմպիրիկ հետազոտությունների արդյունքների՝ ֆինանսական հատվածը պարտադիր չէ, որ ցույց տա արտադրական հզորությունը. հիմնականում ցույց է տալիս տնային տնտեսությունների և ներդրողների ակնկալիքները⁵:

«Ինչպե՞ս վարվել ֆինանսական համակարգի և իրական հատվածի միջև հարաբերությունների հետ» հոդվածում հեղինակը վերլուծել է ֆինանսական ու իրական հատվածների միջև կապը, այնուհետև ներկայացրել է դրանց տարանջատման պատճառները: Իրական հատվածը ֆինանսական համակարգի կառուցման հիմքն է: Իրական հատվածի որոշակի չափով զարգանալուց հետո առաջ է քաշվում և զարգանում է ֆինանսական համակարգը: Նույն կերպ՝ ֆինանսական համակարգի զարգացման գործընթացում առաջ քաշված որոշ տեսություններ կարող են կիրառվել նաև իրական հատվածի պարագայում: Հետևաբար՝ ֆինանսական հատվածի բարեփոխումներն ու նորարարություններն անբաժանելի են իրական հատվածի վերափոխումից և արդիականացումից:

Վերջին ժամանակներում ֆինանսական և իրական հատվածների դերը փոխվել է: Ֆինանսական և իրական հատվածների տարանջատման հիմնական պատճառները, ըստ հեղինակի, հետևյալն են՝ 1. ֆինանսական ակտիվների արագ աճը ժամանակային տեսակետից. իրական հատվածը եղել է մինչև ֆինանսական հատվածի ի հայտ գալը, 2. ֆինանսական համակարգն աստիճանաբար ցույց է տալիս ազատականացման միտում. երկրների մեծ մասը վերացրել է ֆինանսական հատվածի սահմանափակումները, 3. գիտության և տեխնիկայի արագ զարգացում. սոցիալական արտադրողականության բարձրացման հետ մեկտեղ արագ զարգացել է ֆինանսական հատվածը: Համեմատաբար կարճ ժամանակահատվածում ֆինանսական հատվածն աստիճանաբար ձերբազատվում է իրական հատվածի կախվածությունից՝ դրանով իսկ ֆինանսական հատվածն առանձնանում է իրականից: Այնուամենայնիվ, հեղինակը կարծում է, որ ֆինանսական համակարգը և իրական հատվածն անբաժանելի են⁶:

«Բանկային հատվածի ազդեցությունը տնտեսական աճի և ապրանքների գների վրա» հոդվածում հեղինակները ներկայացրել են բանկային համակարգի ազդեցությունը տնտեսական աճի և ապրանքների գների վրա՝

⁵ St'u Vietnam Institute of Economics, Hanoi, "Vietnam Interaction between Financial Economy and Real Economy", 2022, <https://hal.science/hal-03863210>

⁶ St'u "World Scientific Research Journal", Volume 5, Issue 10, էջ 128-133: "How to Deal With the Relationship between Financial System and Real Economy?", https://www.airitilibrary.com/Article/Detail/P20190709001-201910-201909230001-201909230001_էջ128-133:

նպատակ ունենալով խթանելու տնտեսական աճը և անհատների տնտեսական բարեկեցությունը: Ուսումնասիրությունը վերաբերել է Իսպանիային, Ֆրանսիային և Ռումինիային:

Վերլուծության արդյունքում բացահայտվել է մարդկային կապիտալի, ներդրումների և առևտրի բացության դրական ազդեցությունը տնտեսական աճի վրա, միևնույն ժամանակ, նկատվել է կարճաժամկետ բացասական կապ բանկային ավանդների, մասնավոր ներդրումների և տնտեսական աճի միջև: Այս բացահայտումները վկայում են, որ բանկային հատվածի որակը դրակա-նորեն է ազդում տնտեսական աճի վրա:

Հետազոտության երկրորդ մասը բացահայտում է բանկային հատվածի ազդեցությունը ապրանքների գների վրա: Բանկային համակարգի աճը հան-գեցնում է գների նվազեցմանը՝ արտադրողականության բարձրացման, ար-տադրության ծախսերի նվազման և գնողունակության բարձրացման միջո-ցով⁷:

Այսպիսով՝ ըստ կատարված վերլուծությունների և ուսումնասիրություն-ների կարող ենք պնդել, որ գիտնականները և հետազոտողները տարբեր կարծիքներ են ունեցել տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների փոխազդեցության, դերի, նշանակության, զարգացման ուղղությունների վե-րաբերյալ: Ներկայումս մեզ անհրաժեշտ է տնտեսության ֆինանսական և իրական հատվածների կախվածության տեսական և մեթոդական հիմնավոր-ման սկզբունքորեն նոր մոտեցում, որը կարտացոլի երկու հատվածների զար-գացման ժամանակակից առանձնահատկությունները, կնպաստի կայուն տնտեսական աճին և առավելագույնս կբացահայտի դրանց ներուժը:

Հետազոտության մեթոդաբանություն: Հետազոտության համար որպես տեսական հիմք են ծառայել տնտեսության իրական և ֆինանսական հատ-վածների փոխառնչություններին վերաբերող հայրենական և արտասահման-յան մասնագիտական գրականությունը, ՀՀ օրենքները և այլ իրավական ակ-տեր, ՀՀ կենտրոնական բանկի, ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի մեթոդաբա-նական հրապարակումները, Արժույթի միջազգային հիմնադրամի, Համաշ-խարհային բանկի, Ասիական զարգացման բանկի և այլ կառույցների հրա-տարակած զեկույցներն ու աշխատանքային փաստաթղթերը: Վերլուծության համար տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել ՀՀ վիճակագրական կոմի-տեի հրապարակած տվյալները և տվյալների բազաները, ՀՀ կենտրոնական բանկի, Համաշխարհային բանկի, Արժույթի միջազգային հիմնադրամի պաշ-տոնական կայքերը:

Ելնելով հետազոտության բնույթից՝ վերլուծության ընթացքում կիրառվել են ընդհանուր գիտական, մասնավորապես՝ համեմատական, գրաֆիկական, վիճակագրական, գործոնային վերլուծությունների, մաթեմատիկական մե-թոդները, որոնց միջոցով հավաքագրվել, ուսումնասիրվել և ներկայացվել են թեմային առնչվող տվյալները:

ՀՀ տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների փոխկապվա-ծության ուսումնասիրությունները ենթադրում են բազմաթիվ տնտեսական,

⁷ St'u University of Santiago de Compostela, "The Influence of the Banking Sector on Economic Growth and Commodity Prices: A Panel Data Analysis of Spain, France, and Romania", 2024, <https://doi.org/10.3390/commodities3020011>

Ֆինանսական և սոցիալական ցուցանիշների վերլուծություն, ինչպես նաև դրանց միջև խզումների և փոխհարաբերությունների բացահայտում:

Ուսումնասիրության ընթացքում օգտագործվել են տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների փոխկապվածության ու խզման արդյունքների հետազոտությանը նվիրված մի շարք հայ և արտասահմանյան հեղինակների հոդվածներ ու աշխատություններ:

Հետազոտությունում ամենահաճախ օգտագործվողներից է համեմատական մեթոդը, որը հնարավորություն է տալիս համեմատելու տարբեր տարիների կտրվածքով արձանագրված ցուցանիշները՝ դրանց աճի կամ անկման միտումները բացահայտելու նպատակով: Հոդվածում օգտագործված դինամիկայի և վիճակագրական մեթոդները թույլ են տվել երևույթները դիտարկել դինամիկայի և անընդհատ շարժման մեջ՝ հասկանալու համար դրանց փոփոխությունները ժամանակի մեջ: Նշված մեթոդները հնարավորություն են տվել բացահայտելու տնտեսության երկու հատվածների միջև գոյություն ունեցող կապերը՝ հասկանալու համար, թե ինչպես է ցուցանիշներից մեկի փոփոխությունն ազդում մյուսի վրա:

Քանակական մեթոդի օգնությամբ ուսումնասիրել ենք տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների միջև խզումները, որն օգնում է իրական հատվածի ցուցանիշների ուսումնասիրության միջոցով դիտարկել ֆինանսական միջնորդության խորության մակարդակը: Այսպիսի հետազոտությունը բացահայտում է այս երկու հատվածների միջև առկա խզումները:

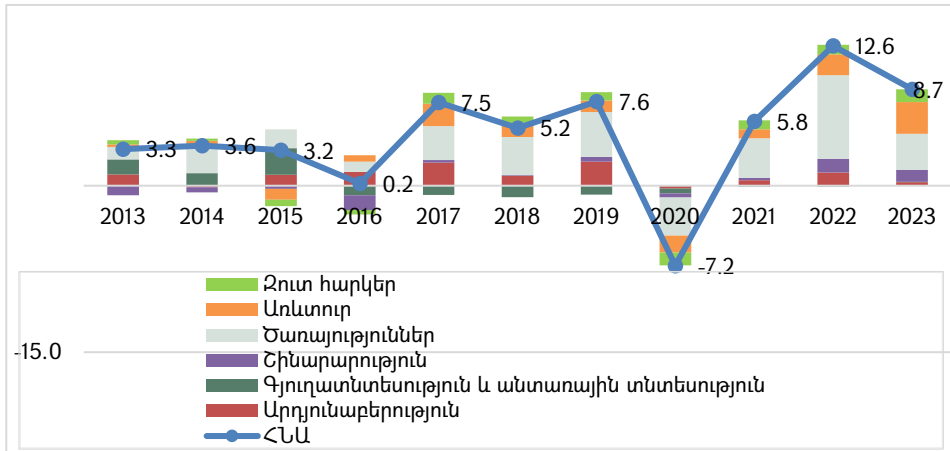
Հետազոտությունում օգտագործվել է նաև *ճեղքերի* մեթոդը, որը ՀՀ տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների խզման գնահատման համար մեծ նշանակություն ունի: Այս մեթոդի օգնությամբ բացահայտվում է ֆինանսական միջնորդության փաստացի և օպտիմալ մակարդակների հարաբերակցությունը: Ճեղքի հաշվարկման համար օգտագործել ենք Հոդրիք-Պրեսկոտի ֆիլտրը՝ հաշվարկելու համար երկարաժամկետ միտումը, ֆիլտրի հարթեցման լամբդա ցուցիչը ընտրել ենք 100՝ գնահատման համար օգտագործելով տարեկան տվյալներ:

Աշխատանքի ընթացքում օգտագործված քանակական և որակական վերլուծությունները ամբողջությամբ հիմնված են հավաստիության և փոխկապվածության ու համադրելիության մեթոդաբանական սկզբունքների վրա: Հետազոտության վերլուծության բաժնում ներառված գծապատկերները կազմել են հեղինակները, որոնք հնարավորություն են տալիս նշանակալի կերպով դիտարկելու փոփոխությունները ժամանակի ընթացքում:

Վերլուծություն: Տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների տնտեսական, սոցիալական բնույթը և փոխառնչության ինստիտուցիոնալ ձևերը փոխվում են տնտեսական համակարգի զարգացման հետ մեկտեղ: Այս երկու հատվածների միջև համագործակցության արդյունավետ համակարգի հիմքը դրանց զարգացման միտումն ու սկզբնական վիճակն է, ուստի դինամիկ և կառուցվածքային վերլուծությունը տեղին է սկսել ֆինանսական և իրական հատվածները բնութագրող արդյունքների գնահատմամբ:

Նախ ներկայացնենք իրական հատվածի ցուցանիշների շարժընթացը: 2013–2023 թթ. Հայաստանի տնտեսությունը միջինում ունեցել է 4,9% տնտեսական աճ (գծապատկեր 1): Հետզանժամային՝ 2013–2016 թթ. տնտեսական

աճը միջինում կազմել է 2,8%, որին ամենաշատը նպաստել են ծառայությունների և արդյունաբերության ոլորտները: Դիտարկվող ժամանակահատվածում շինարարության ոլորտն իրական ՀՆԱ աճին ունեցել է բացասական նպաստում: 2017–2019 թթ. նկատվել է տնտեսական աճի որոշակի միտում՝ միջինում կազմելով 7%, որին հիմնականում նպաստել է ծառայությունների ոլորտը (միջին նպաստումն աճին՝ 3,5 տոկոսային կետ): 2020 թ. համավարակի և Արցախյան պատերազմի հետևանքով պայմանավորված տնտեսական անկումը կազմել է 7,5%: իրական ՀՆԱ բացասական աճին առավելապես նպաստել են արդյունաբերության, գյուղատնտեսության, շինարարության ոլորտները: 2021 թ-ից ՀՀ տնտեսությունում նկատվել է տնտեսական աճ, որին նպաստել են տնտեսության բոլոր ճյուղերը, բացառությամբ գյուղատնտեսության ճյուղից: 2022 թ. արձանագրվել է բարձր տնտեսական աճ, պայմանավորված ռուս-ուկրաինական հակամարտությամբ, որին հատկապես նպաստել են ծառայությունների, առևտրի և շինարարության ոլորտները: միջին նպաստումներն աճին համապատասխանաբար՝ 7,5, 1,9% և 1,2% տոկոսային կետ: Դիտարկվող ցուցանիշը 2023 թ. նվազել է 3,9 տոկոսային կետով՝ կազմելով 8,7%, այստեղ կրկին ամենաշատը նպաստել են շինարարության, ծառայությունների և առևտրի ոլորտները: Այսպիսով՝ կարող ենք ասել, որ վերջին ժամանակաշրջանում ՀՆԱ ամենաբարձր աճի միտումները, ըստ տնտեսության ոլորտների, պայմանավորված են եղել ծառայությունների և առևտրի ոլորտների պահանջարկի աճով, որը, ինչպես արդեն նշել ենք, արդյունք է արտաքին գործոնների ազդեցության:

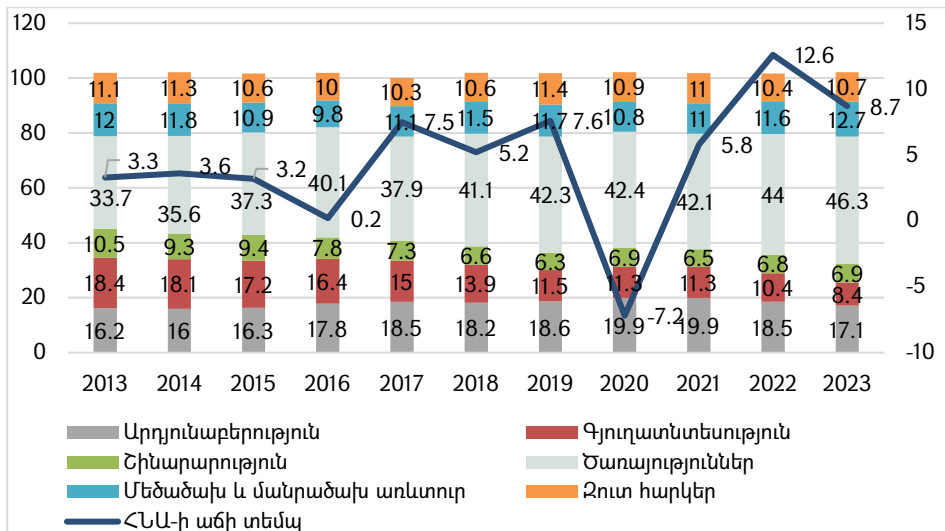


Գծապատկեր 1. ՀՀ տնտեսական աճը (տոկոս) և հիմնական ճյուղերի նպաստումներն աճին (տոկոսային կետ), 2013–2023 թթ.⁸

Տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների խզումը նկատվում է նաև տնտեսության կառուցվածքի փոփոխությունների մեջ: ՀՀ-ում 2023 թ. ՀՆԱ-ում ամենամեծ տեսակարար կշիռն ունեն ծառայությունները՝ 46,3%, մեծածախ և մանրածախ առևտուրը՝ 12,7%, արդյունաբերության բաժինը կազ-

⁸ Աղբյուրը՝ հեղինակների հաշվարկներն ըստ ՀՀ ՎԿ տվյալների բազայի, <http://armstatbank.am/pxweb/hy/ArmStatBank/?rxid=002cc9e9-1bc8-4ae6-aaa3-40c0e377450a>

մել է 17,1%, ֆինանսական և ապահովագրության բաժինը՝ 7,4%, գյուղատնտեսությանը՝ 8,4%, շինարարությանը՝ 6.9% (գծապատկեր 2): 2013 թ. սկսած՝ ՀՆԱ կառուցվածքում առավելապես մեծացել են մշակող արդյունաբերության և ֆինանսական ու ապահովագրության, մեծածախ ու մանրածախ առևտրի և ծառայությունների ոլորտները՝ 2013–2023 թթ. ՀՆԱ-ում վերոնշյալների բաժինները միջինում կազմել են համապատասխանաբար՝ 10.7%, 5.5%, և 11.3%, 40,2%: Միևնույն ժամանակ, կրճատվել են գյուղատնտեսության և շինարարության տեսակարար կշիռները՝ 2013–2023 թթ. միջինում կազմելով համապատասխանաբար՝ 13,9% և 7.6%: Դիտարկելով 2020 թ. COVID-19-ի հետևանքները և այն փաստը, որ ամենաշատը տուժել են կացության և հանրային սննդի ոլորտները, սակայն դրանց տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ում այնքան էլ մեծ չէ՝ 2019–2023 թթ., միջին հաշվով, կազմել է 1,5%, տնտեսական աճի վրա դրանց ազդեցությունը կարող է փոքր լինել, համեմատած, օրինակ, առևտրի և մշակող արդյունաբերության ոլորտների հետ, որոնց տեսակարար կշիռն ավելի մեծ է:



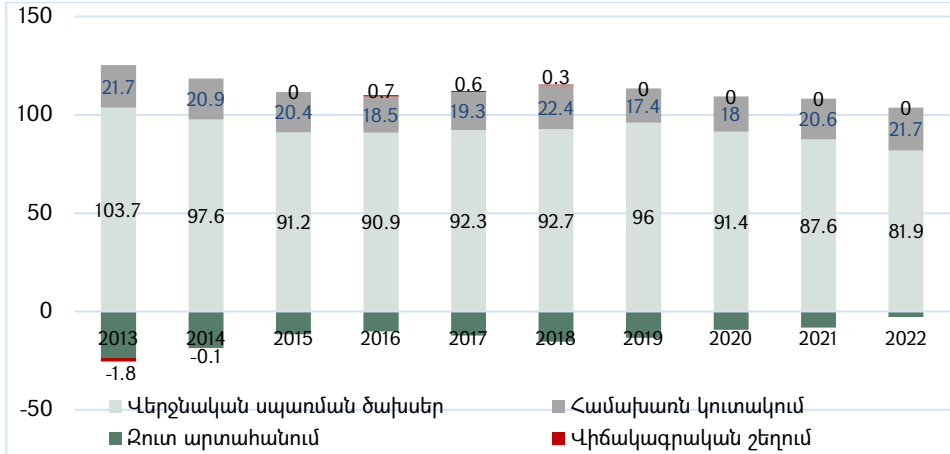
Գծապատկեր 2. ՀՆԱ կառուցվածքի դինամիկան (%), 2013–2023 թթ.⁹

Ամբողջական պահանջարկի կառուցվածքում 2013–2022 թթ. վերջնական սպառմանն ուղղված ծախսերը միջինում կազմել են ՀՆԱ 92,5%, դիտարկվող ցուցանիշը 2013 թ-ից ունեցել է նվազման միտում: Ճգնաժամային 2020 թ. վերջնական սպառմանն ուղղված ծախսերը կազմել են ՀՆԱ 91,4%-ը, իսկ համախառն կուտակումը նշված ժամանակահատվածում միջինում կազմել է ՀՆԱ 20,9%-ը: Մինչև 2017 թ. այս ցուցանիշն ունեցել է նվազման միտում. 2017-ին հասնել է ՀՆԱ 19,3%-ի (գծապատկեր 3): 2018–2022 թթ. համախառն կուտակումը կրկին ունեցել է աճի միտում. միջին հաշվով կազմել է ՀՆԱ 20,02%-ը:

Ջուտ արտահանման կշիռը ՀՆԱ-ում դիտարկվող ժամանակաշրջանում ունեցել է բարելավման միտում: Ժամանակաշրջանի սկզբում՝ 2013 թ-ին, եղել

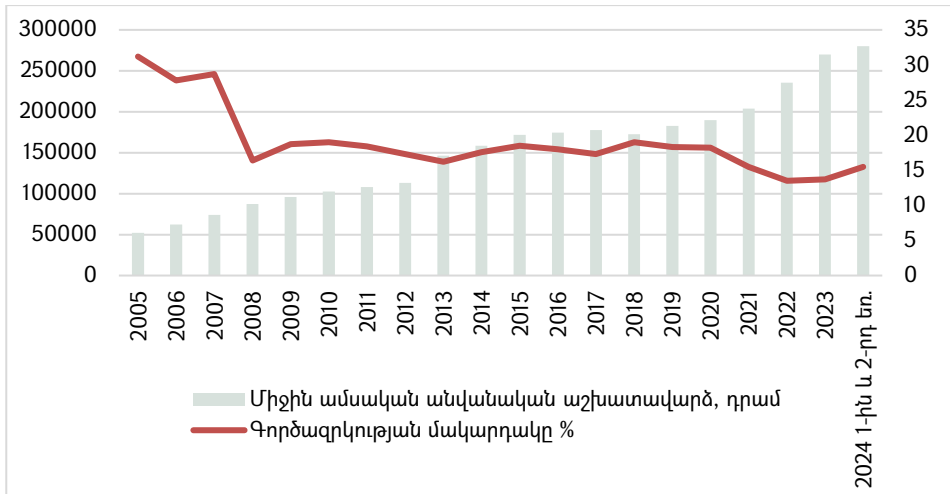
⁹ Աղբյուրը՝ հեղինակների հաշվարկներն ըստ ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի տվյալների, <https://www.armstat.am/am/?nid=12&id=01001>

է -23,6%, սակայն ճգնաժամային 2020 թ. նվազել է՝ կազմելով -9.4%: Այսպիսով՝ զուտ արտահանումը աճի դինամիկա է ունեցել՝ 2022 թ. կազմել է ՀՆԱ -2,8%-ը:



Գծապատկեր 3. ՀՆԱ օգտագործման կառուցվածքը, 2013–2023 թթ.¹⁰

2005–2008 թթ. գործազրկության մակարդակը նկատելի կերպով ունեցել է նվազման միտում: 2009–2023 թթ. կայունանալով՝ ցուցանիշը կազմել է շուրջ 13.7% (գծապատկեր 4):



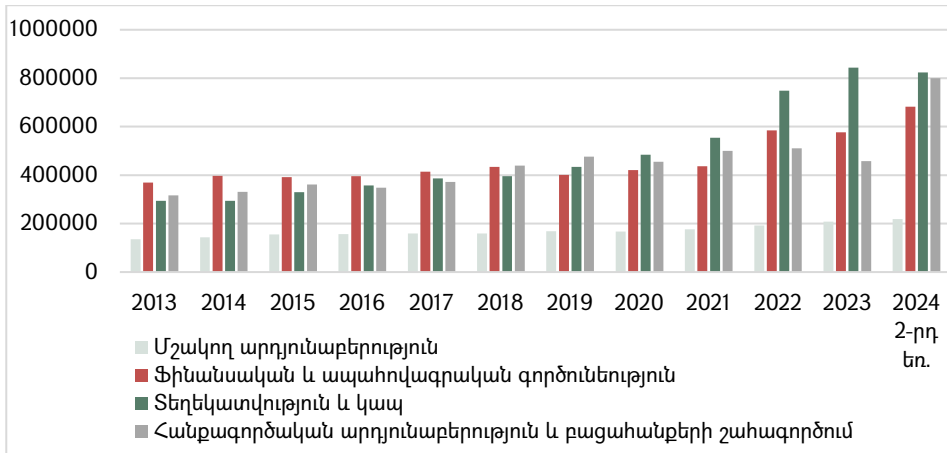
Գծապատկեր 4. Միջին ամսական անվանական աշխատավարձն ու գործազրկության մակարդակը ՀՀ-ում, 2005–2024 թթ.¹¹

Միջին անվանական աշխատավարձը 2005–2024 թթ. անընդհատ աճել է՝ 2024-ի 1-ին և 2-րդ եռամսյակներում միջինում կազմելով 280066 դրամ:

¹⁰ Աղբյուրը՝ հեղինակների հաշվարկներն ըստ ՀՀ ԱՎԾ տվյալների բազայի, <https://armstat.am/file/doc/99497443.xls>

¹¹ Աղբյուրը՝ հեղինակների հաշվարկներն ըստ ՀՀ ՎԿ տվյալների բազայի, <https://statbank.armstat.am/pxweb/hy/ArmStatBank/?rxid=9ba7b0d1-2ff8-40fa-a309-fae01ea885bb>

Ֆինանսական և ապահովագրական գործունեության ոլորտում աշխատավարձի բարձր մակարդակը փաստում է ՀՀ տնտեսության ֆինանսական հատվածի բարձր մակարդակի մասին: 2013–2018 թթ. ընկած ժամանակահատվածում միջին ամսական անվանական աշխատավարձը նշված ոլորտում ամենաբարձրն է եղել. միջին հաշվով՝ 400.3 հազար դրամ (գծապատկեր 5): Այնուհետև, 2019 թ. սկսած, միջին ամսական անվանական աշխատավարձի աճի միտում է նկատվում տեղեկատվության և կապի ոլորտում, որի ցուցանիշը 1,4 անգամ գերազանցում է ֆինանսական և ապահովագրական գործունեության ոլորտի ցուցանիշը. 2023 թ. կազմել է մոտ 843.1 հազար դրամ: Հանքագործական արդյունաբերության և բացահանքերի շահագործման ոլորտում 2018 թ-ից ևս բարձր աճի միտում է նկատվում, որը 2018–2024 թթ. փոքր-ինչ գերազանցում է ֆինանսական և ապահովագրական գործունեության ոլորտում միջին ամսական անվանական աշխատավարձը, սակայն 2023 թ. նշված ոլորտը իր տեղը կրկին զիջում է ֆինանսական և ապահովագրական գործունեության ոլորտին:

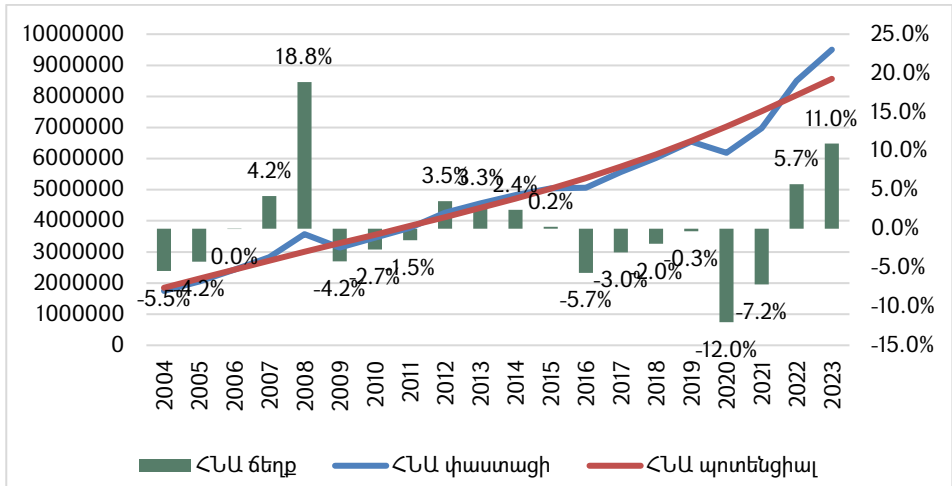


Գծապատկեր 5. Միջին ամսական աշխատավարձն ըստ տնտեսական գործունեության տեսակների, 2013–2024 թթ.¹²

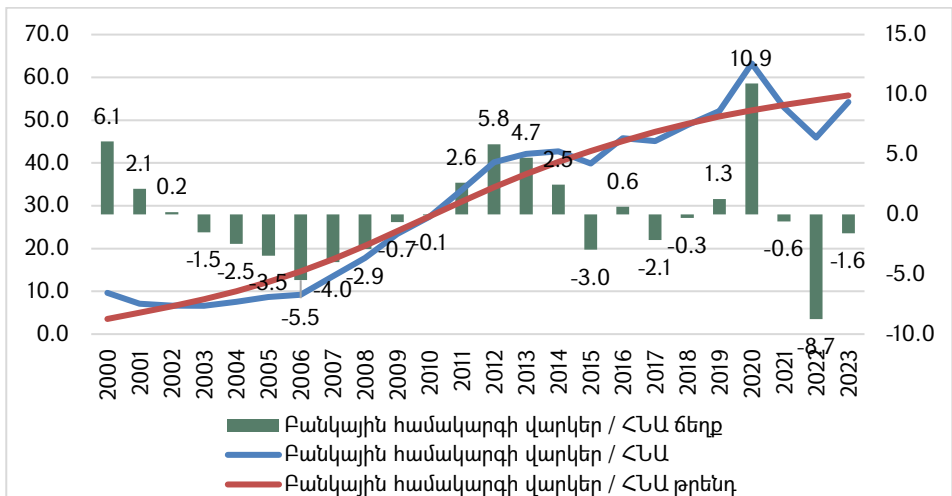
Հաջորդ ցուցանիշը, որն արտացոլում է այս երկու հատվածների խզումը, ՀՆԱ ճեղքն է, որը իրական ՀՆԱ և փաստացի ՀՆԱ տարբերությունն է: ՀՀ տնտեսությունը 2004 թ-ից մինչև 2008 թ-ի ֆինանսատնտեսական ճգնաժամն ունեցել է դրական ՀՆԱ ճեղք: Ճգնաժամի տարիներին՝ 2009 թ-ից ՀՆԱ ճեղքը բացասական է եղել, որը զուգորդվել է ցածր տնտեսական աճով, աշխատավարձի կրճատմամբ և գործազրկության մակարդակի աճով: 2012–2015 թթ. ՀՆԱ ճեղքը դրական է եղել, սակայն 2016 թ. կրկին ունեցել ենք բացասական ՀՆԱ ճեղք, որին նպաստել է արտաքին հատվածը, մասնավորապես՝ Ռուսաստանում սկսված ճգնաժամը: Բացասական ճեղքը շարունակվել է մինչև 2021 թվականը (գծապատկեր 6): 2022 և 2023 թվականներին ՀՆԱ փաստացի մակարդակը գերազանցում է ՀՆԱ պոտենցիալ մակարդակը, որի արդյունքում ձևավորվում է դրական ՀՆԱ ճեղք: Դա հիմնականում պայմանավորված է

¹² Աղբյուրը՝ հեղինակների հաշվարկներն ըստ ՀՀ ՎԿ տվյալների, <https://armstat.am/am/?nid=82&year=2023>

դեպի ՀՀ մարդկանց և կապիտալի մեծ ներհոսքով՝ Ռուսաստանի նկատմամբ կիրառված պատժամիջոցների հետևանքով:



Գծապատկեր 6. Փաստացի և պորենցիալ ՀՆԱ ինդեքսն ու ՀՆԱ ճեղքը (Հողրիք-Պրեսկոպի ֆիլտր, lambda=100) 2004–2023 թթ. ¹³



Գծապատկեր 7. Բանկային համակարգի վարկեր/ՀՆԱ-ն, ցուցանիշի թրենդը (Հողրիք-Պրեսկոպի ֆիլտր, lambda=100) և ճեղքը, 2000–2023 թթ. ¹⁴

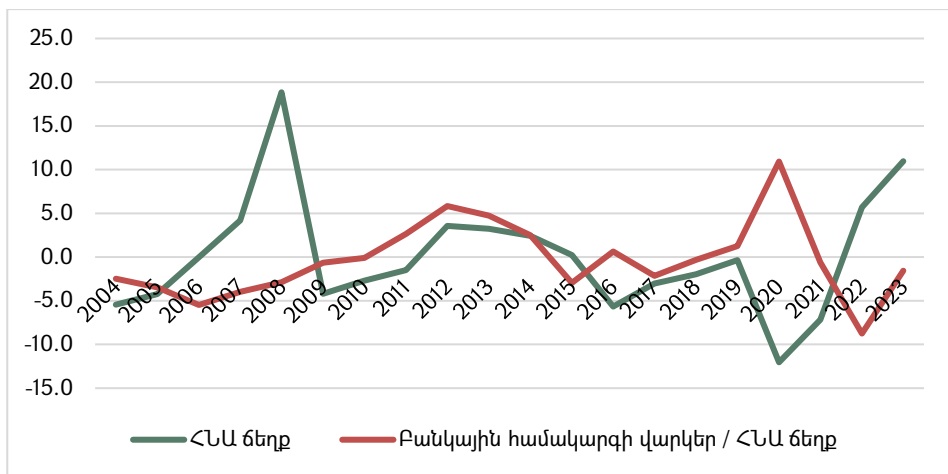
2003–2011 թթ. վարկեր/ՀՆԱ ճեղքը բացասական է եղել: Նշված ժամանակաշրջանում վարկեր/ՀՆԱ տոկոսային հարաբերակցությունը իր երկարաժամկետ թրենդը զերազանցել է 5,1 անգամ: Վարկեր/ՀՆԱ դրական ճեղքը ամենամեծ ցուցանիշն ունեցել է 2000, 2013 և 2020 թվականներին (գծապատկեր 7): Դիտարկվող ժամանակաշրջաններում բանկային համակարգի վարկեր/

¹³ Աղբյուրը՝ հեղինակների հաշվարկներն ըստ ՀՀ ՎԿ տվյալների բազայի, <http://armstatbank.am/pxweb/hy/ArmStatBank/?rxid=002cc9e9-1bc8-4ae6-aaa3-40c0e377450a>

¹⁴ Աղբյուրը՝ հեղինակների հաշվարկներն ըստ ԿԲ վիճակագրական տվյալների, <https://www.cba.am/am/sitepages/statfinorg.aspx>

րի և ՀՆԱ հարաբերակցությունն ունեցել է աճի միտում: 2008, 2016 և 2022 թվականներին վարկեր/ՀՆԱ ճեղքն ունեցել է ամենամեծ բացասական մեծությունը: Բացասական ճեղքերը կարելի է բացատրել ֆինանսատնտեսական ճգնաժամով և COVID-19 համավարակով: 2010–2015 թթ. և 2019–2021 թթ. բանկային համակարգի վարկերի և ՀՆԱ հարաբերակցության աճի միտում է նկատվում: Նշված ժամանակաշրջաններում բանկային համակարգի վարկեր/ՀՆԱ թրենդը ևս աճի միտումով է հանդես գալիս:

Հաջորդիվ ներկայացրել ենք վարկեր/ՀՆԱ ճեղքի համադրումը ՀՆԱ ճեղքի հետ, որը ցույց է տալիս, որ ֆինանսական հատվածում վարկավորման ծավալների աճը այդքան էլ չի արձագանքում տնտեսական պարբերաշրջաններին: Դեռ ավելին՝ բանկային համակարգի վարկեր/ՀՆԱ ճեղքը հասել է իր առավելագույնին, երբ ՀՆԱ ճեղքը դեռ բացասական էր (գծապատկեր 8): Ասվածը ակնառու կերպով նկատվում է 2019–2021 թթ., երբ, չնայած տնտեսական անկումներին, ունեցել ենք վարկավորման բարձր մակարդակ:

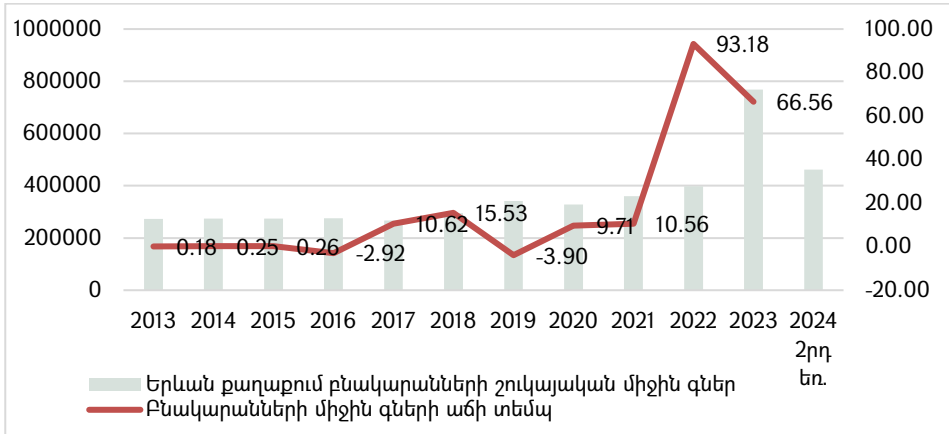


Գծապատկեր 8. ՀՆԱ ճեղքը և վարկեր/ՀՆԱ ճեղքը (հաշվարկված ցուցանիշի ինդեքսի նկատմամբ), 2004–2023 թթ.¹⁵

Հետազոտության ընթացքում ֆինանսական կայունության տեսանկյունից կարևորել ենք նաև անշարժ գույքի շուկայում գների դինամիկան՝ ներկայացնելով Երևան քաղաքի բազմաբնակարան շենքերի բնակարանների շուկայական միջին գներն ըստ վարչական շրջանների՝ ժամանակաշրջանի վերջի դրությամբ: Դիտարկվող ժամանակահատվածում Երևան քաղաքում բնակարանների միջին գները մինչև 2020 թվականը ունեցել են դանդաղ աճի միտում, այնուհետև 2022 թ. նվազել են՝ միջինում կազմելով 1 քառ.մ-ի դիմաց շուրջ 328 հազար դրամ, որը նախորդ տարվա համեմատությամբ նվազել է 1,19%-ով, որի պատճառը կորոնավիրուսային համավարակի ազդեցությունն է ոլորտի վրա, այնուհետև շուկայում ակտիվությունը կրկին վերականգնվել է (գծապատկեր 9): Երևան քաղաքում 2013–2023 թթ. բնակարանների միջին գները նվազագույն մակարդակ ունեցել են 2017 թ-ին. նախորդ տարվա համեմատությամբ նվազել են 0.9%-ով: Միևնույն ժամանակ, առավելագույն մակարդակի են հասել 2023 թ-ին՝ 1 քառ. մ-ի դիմաց 768 հազ. դրամ՝ նախորդ

¹⁵ Աղբյուրը՝ հեղինակների հաշվարկները ՀՀ ՎԿ և ԿԲ վիճակագրական տվյալների հիման վրա:

տարվա համեմատությամբ աճելով 1,9%-ով, որը հիմնականում պայմանավորված է ռուս-ուկրաինական պատերազմի հետևանքով Հայաստան տեղափոխված ռուսաստանցիների ներհոսքով:

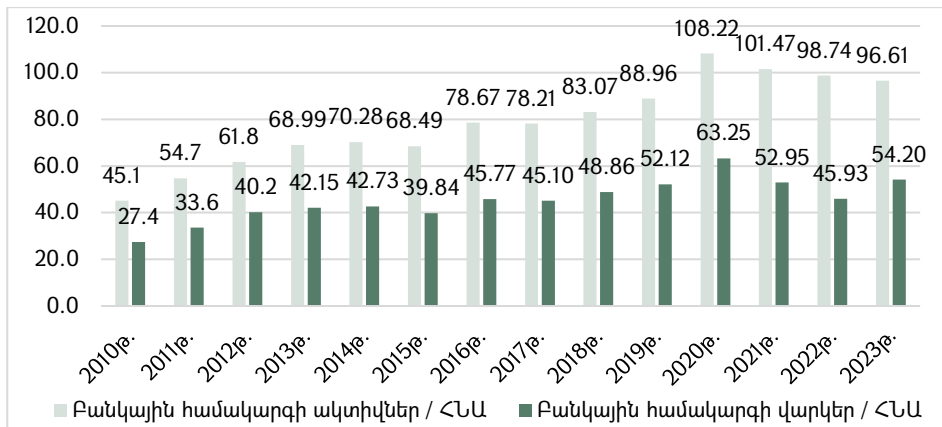


Գծապատկեր 9. Երևան քաղաքում բազմաբնակարան շենքերի բնակարանների շուկայական միջին գներն ըստ վարչական շրջանների, 2013–2024 թթ. (2-րդ եռ.)¹⁶

Տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների փոխառնչության հիմնական բնութագրիչներից են ֆինանսական միջնորդության խորությունը չափող ցուցանիշները՝ վարկեր/ՀՆԱ, ավանդներ/ՀՆԱ, ֆինանսական համակարգի ակտիվներ/ՀՆԱ: 2013 թ-ից սկսած՝ պարբերական աճ է նկատվել ՀՀ բանկային համակարգի վարկեր/ՀՆԱ և բանկային համակարգի ակտիվներ/ՀՆԱ ցուցանիշների գծով, և 2023 թ. կազմել են համապատասխանաբար՝ 54,2% և 96,6%: 2022 թ. համեմատությամբ վարկեր/ՀՆԱ ցուցանիշն աճել է 8,27 տոկոսային կետով, իսկ ակտիվներ/ՀՆԱ ցուցանիշը նվազել է 2,13 տոկոսային կետով (գծապատկեր 10): 2010–2023 թթ. բանկային համակարգի վարկեր/ՀՆԱ և բանկային համակարգի ակտիվներ/ՀՆԱ ցուցանիշները միջինում կազմել են համապատասխանաբար՝ 45,3% և 78,3%: Վարկեր/ՀՆԱ ցուցանիշի աճը վկայում է իրական տնտեսությունում բանկերի դերի, ֆինանսական միջնորդության աճի մասին:

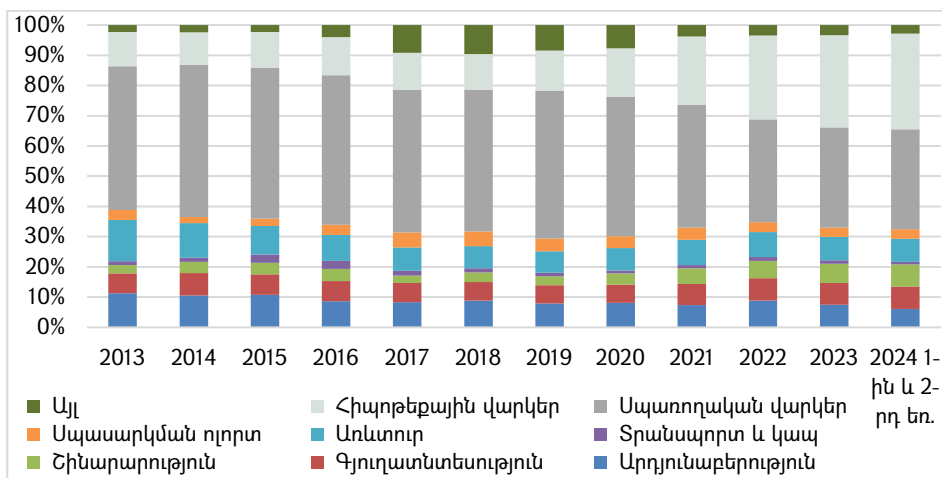
Տնտեսության իրական հատվածը ապրանքների վաճառքի և ծառայությունների մատուցման միջոցով եկամուտների մեծ պաշար է ստեղծում: Ստեղծված եկամուտներն ուղղվում են ֆինանսական հատված և դառնում ներդրումների կարևոր միջոց: Իրական հատվածի՝ ֆիզիկական անձանց, ձեռնարկությունների, տնային տնտեսությունների միջոցներն ուղղվում են ֆինանսական հատված՝ բանկային ավանդների տեսքով: Տրամադրված միջոցներն էլ կարող են օգտագործվել ներդրումների և վարկերի համար: Ներդրողները, գնելով բաժնետոմսեր, պարտատոմսեր, գումար են ներդնում իրական հատվածում: Այսպիսի վարքագիծը իրական հատվածի համար ապահովում է ֆինանսական աջակցություն, ինչպես նաև աջակցում է ձեռնարկությունների նորարարությանը և աճին:

¹⁶ Գծապատկերը կազմել են հեղինակները ՀՀ ՎԿ տվյալների հիման վրա, <https://armstat.am/am/?nid=82&id=2621>



Գծապատկեր 10. ՀՀ բանկային համակարգի վարկեր/ՀՆԱ և ակտիվներ/ՀՆԱ ցուցանիշների շարժընթացը¹⁷

2013–2024 թթ. ռեզիդենտներին տրամադրված վարկերի մեջ միջինում ամենամեծ տեսակարար կշիռն ունեն սպառողական վարկերը՝ 44,8%, սակայն այս ցուցանիշը 2020 թ-ից սկսած ունեցել է նվազման միտում. 46,06%-ից 2023 թ. կազմել է 33,11% (գծապատկեր 11): Սպառողական վարկերի աճի տեմպի նվազումը պայմանավորված է 2020-ի տարեսկզբին COVID-19 համավարակով, որի հետևանքով առաջացած տնտեսական ճգնաժամի պայմաններում բնակչության տնօրինվող եկամուտը անկում ապրեց, և բանկերը սկսեցին ավելի քիչ սպառողական վարկեր տրամադրել:



Գծապատկեր 11. ՀՀ առևտրային բանկերի կողմից ռեզիդենտներին տրամադրված ՀՀ դրամով վարկերն ըստ ոլորտների (%), 2013–2024 (2-րդ եռ.) թթ.¹⁸

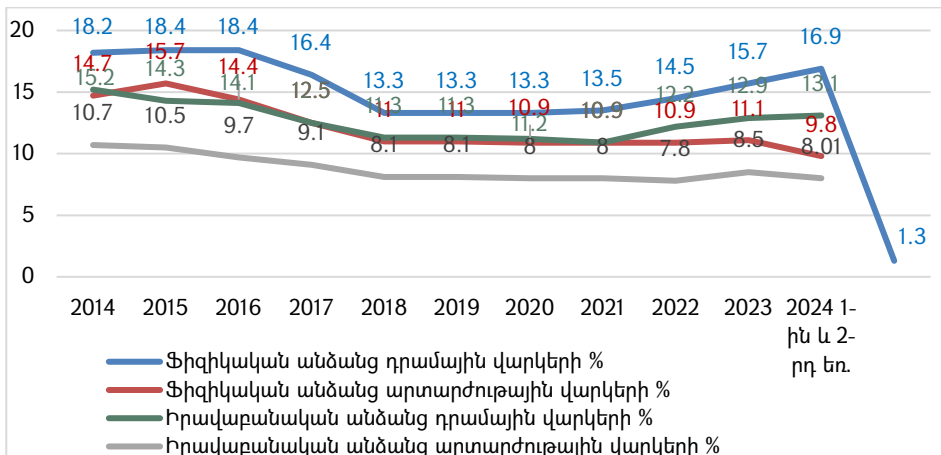
Սպառողական վարկերին, միջին կշռով, հաջորդում են հիպոտեկային վարկերը և արդյունաբերությանը տրամադրված վարկերը, որոնք կազմում են

¹⁷ Գծապատկերը կազմել են հեղինակներն ըստ ՀՀ ԿԲ պաշտոնական կայքի տվյալների, <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>, 2024 թ. տվյալները բացակայում են:

¹⁸ Աղբյուրը՝ հեղինակների հաշվարկներն ըստ ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տեղեկատվության, https://www.cba.am/stat/stat_data_arm/7_loans%20by%20branches_arm.xlsx

16,4% և 8,9%: 2020 թ-ից աճի միտում է նկատվում հիպոտեկային վարկերի կառուցվածքում. 16,02%-ից հասնել են 30,53%-ի՝ 2023 թ-ին, և այս տեմպերով շարունակվելու դեպքում, հնարավոր է, գերազանցեն սպառողական վարկերը: Այդպիսի աճին նպաստել են հիպոտեկին ուղղվող եկամտային հարկի վերադարձի օրենքը, որն աստիճանաբար դադարեցվում է, և ակտիվ շինարարական աշխատանքները երևանում, որի հետևանքով աճ է նկատվում նաև շինարարության ոլորտին տրված վարկերի ծավալում: Հիպոտեկային վարկերի աճին զուգընթաց աճում են նաև անշարժ գույքի գները և լրացնում են միմյանց, որի շարունակման դեպքում անշարժ գույքի շուկայում կարող է առաջանալ գերտաքացման ռիսկ: Այդպիսի ռիսկերից խուսափելու համար ՀՀ ԿԲ-ն 2022 թ. ապրիլից ուժի մեջ է դրել պահանջ/գրավի արժեք հարաբերակցության առավելագույն սահմանաչափի պահանջները, ՀՀ դրամով վարկերի առավելագույն շեմը սահմանել է 90%, արտարժույթի դեպքում՝ 70%¹⁹:

Հաջորդիվ ներկայացրել ենք ՀՀ բանկերի կողմից ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց տրամադրված երկարաժամկետ՝ 1 տարի և ավելի ժամկետով վարկերի միջին կշռված տոկոսադրույքները: Ինչպես երևում է գծապատկեր 12-ից, ֆիզիկական անձանց տրամադրվող վարկերի տոկոսադրույքներն ավելի բարձր են իրավաբանական անձանց տրամադրվող վարկերի տոկոսադրույքներից ինչպես դրամային, այնպես էլ արտարժույթային վարկերի պարագայում: Ֆիզիկական անձանց ՀՀ դրամով տրամադրված վարկերի տոկոսադրույքը 2024 թ-ին (1-ին և 2-րդ եռ.), 2014 թ. համեմատությամբ, նվազել է 1,3%-ով, իսկ նախորդ տարվա համեմատությամբ աճել է 1,2%-ով, միևնույն ժամանակ, արտարժույթով տրամադրված վարկերի տոկոսադրույքները 2024-ին (1-ին և 2-րդ եռ.), 2014-ի նկատմամբ, նվազել են 5,1%-ով (գծապատկեր 12): Դիտարկվող ցուցանիշը իրավաբանական անձանց պարագայում ՀՀ դրամով վարկերի դեպքում նվազել է 2,3%-ով, արտարժույթային վարկերի պարագայում նվազումը եղել է 2,7 տոկոսային կետով:

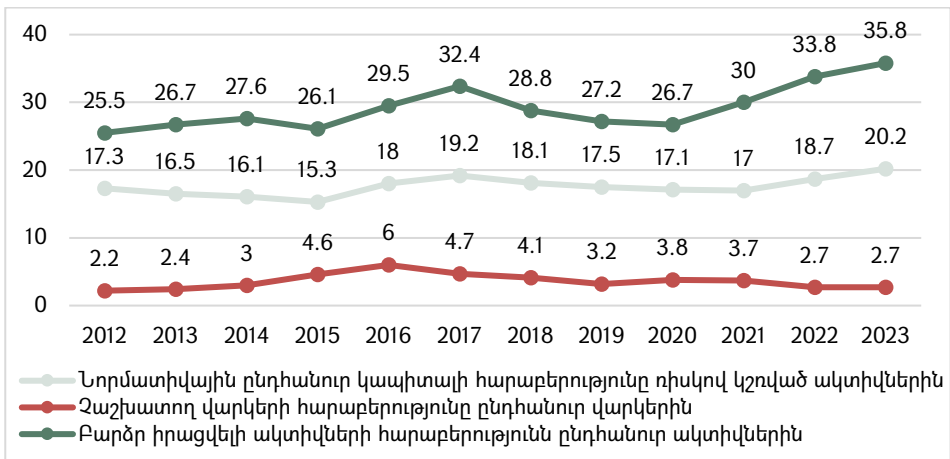


Գծապատկեր 12. ՀՀ առևտրային բանկերի կողմից իրավաբանական և ֆիզիկական անձանց տրամադրված վարկերի միջին տոկոսադրույքները, 2014–2024 թթ. (1-ին և 2-րդ եռ.)²⁰

¹⁹ Տե՛ս https://www.cba.am/am/SitePages/fsreport_annual_2022.aspx

²⁰ Աղբյուրը՝ հեղինակների հաշվարկներն ըստ ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տեղեկատվության,

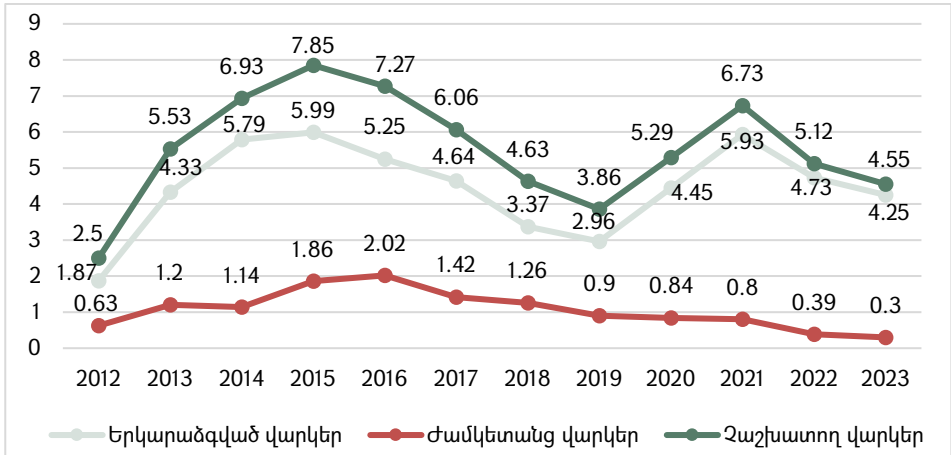
2012–2023 թթ. կայուն կերպով աճել է բանկերի լներիջը, միևնույն ժամանակ, նորմատիվային ընդհանուր կապիտալի հարաբերությունը ռիսկով կշռված ակտիվներին աճել է 1,17 անգամ: Դիտարկվող ժամանակաշրջանում բանկերի բարձր իրացվելի ակտիվների հարաբերությունը ընդհանուր ակտիվներին, որը բանկերի իրացվելիության հիմնական ցուցանիշն է, աճել է ավելի քիչ չափով և ունեցել է 29,2% միջին մակարդակ: 2012–2016 թթ. չաշխատող վարկերի հարաբերակցությունը ընդհանուր վարկերին ունեցել է աճի միտում, այնուհետև՝ 2017–2023 թթ., նույն ցուցանիշն ունեցել է նվազման միտում՝ միջինում կազմելով 3,6% (գծապատկեր 13): 2020–2023 թթ. դիտարկվող ցուցանիշների նվազումը փաստում է ՀՀ բանկային համակարգի հուսալիության մասին, քանի որ ճգնաժամային պայմաններում չաշխատող վարկերը մնացել են կառավարելի մակարդակում:



Գծապատկեր 13. ՀՀ ֆինանսական կայունության հիմնական ցուցանիշները բանկային համակարգի համար և դրանց դինամիկան, տարվա ամիսների միջին, տոկոսային արտահայտությամբ, 2012–2023 թթ.²¹

Հաջորդիվ ներկայացրել ենք ՀՀ-ում ժամկետանց և երկարաձգված վարկերի հարաբերական ծավալի դինամիկան՝ բացահայտելու համար վարկային ռիսկի և վարկային պորտֆելի որակի հետ կապված խնդիրները: 2012–2016 թթ. դիտարկվող ցուցանիշներն ունեցել են դանդաղ աճի միտում՝ միջինում կազմելով համապատասխանաբար՝ 1,37% և 4,64% (գծապատկեր 14): 2017–2019 թթ. նկատվել է նվազման միտում, սակայն 2020 թ. և 2021 թ. ցուցանիշներն աճել են բավականին արագ տեմպերով: Արդեն 2022 թ-ից նկատվում է դիտարկվող ցուցանիշների բարելավման միտում, որը փաստում է ֆինանսական կայունության ամրապնդման մասին. նախորդ տարվա համեմատությամբ չաշխատող վարկերի տեսակարար կշիռը նվազել է 1,61 տոկոսային կետով: 2023 թ. կրկին նկատվել է նվազման միտում՝ մնալով կառավարելի մակարդակում, միջինում կազմելով 4,55%:

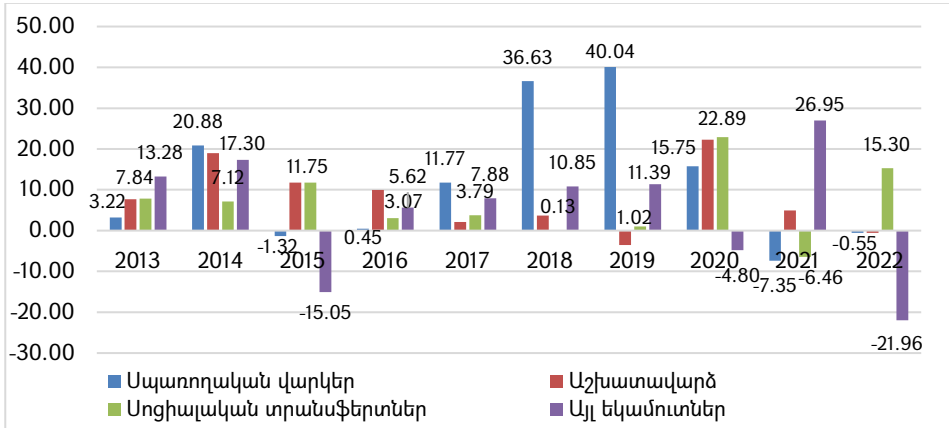
²¹ Աղբյուրը՝ հեղինակների հաշվարկներն ըստ ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տեղեկատվության, <https://www.cba.am/am/SitePages/statfinorg.aspx>, 2024 թ. տվյալները բացակայում են: https://www.cba.am/am/SitePages/fsindicators_FSI.aspx



Գծապատկեր 14. ՀՀ-ում չաշխատող վարկերի հարաբերական ծավալների դինամիկան, տարվա ամիսների միջին, տոկոս, 2012–2023 թթ.²²

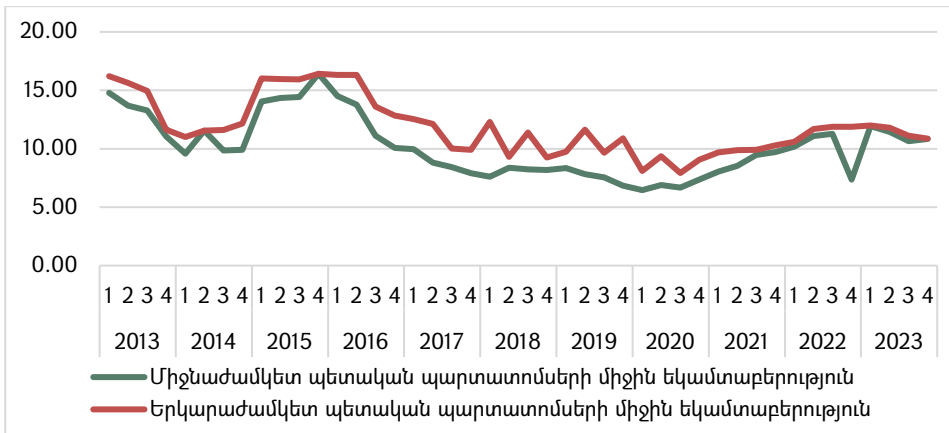
Վարկային համակարգի խնդրահարույց զարգացումները՝ վարկային ռիսկերը, վարկառուների դեֆոլտը, կարող են վնաս հասցնել տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածներին: Սպառողական վարկերի և բնակչության եկամուտների միջև կապը հասկանալու համար դիտարկենք սպառողական վարկերի աճի դինամիկան և տնային տնտեսությունների եկամուտները (մեկ շնչի հաշվով միջին ամսական աշխատավարձը, սոցիալական տրանսֆերտները և այլ եկամուտներ): 2013–2016 թթ. զարգացումները եղել են քիչ ռիսկային, աշխատավարձերն ու տրանսֆերտներն աճել են ավելի արագ, քան սպառողական վարկերը: Հակառակ պատկերն ունենք 2017–2019 թթ., երբ վարկերի աճը գերազանցել է եկամուտների աճը: 2019 թ. իրավիճակը բավականին խնդրահարույց էր. սպառողական վարկերի 40,04% աճն ուղեկցվել է 1 աշխատողի միջին ամսական աշխատավարձի 3,55% անկմամբ և սոցիալական տրանսֆերտների 1,02% աճով (գծապատկեր 15): Այսպիսով՝ 2017–2018 թթ. բնակչության եկամուտների և սպառողական վարկերի միջև եղել է որոշակի անհավասարակշռություն: Այսպիսի զարգացումների պարագայում տնային տնտեսությունները կարող են բախվել խնդիրների՝ կապված վարկերի վերադարձելիության հետ: Սակայն, սկսած 2020 թ-ից, սպառողական վարկերի աճի տեմպերը չեն պահպանվել, և 2021–2022 թթ. նկատվել է սպառողական վարկերի բացասական աճ, սակայն 2023-ին կրկին ունեցել ենք դրական աճ՝ 9,64%-ային կետով: 2022 թ. աշխատավարձի և այլ եկամուտների մասով ևս ունեցել ենք նվազում, համապատասխանաբար՝ 0,57 և 21,9%-ային կետով, բայց, միևնույն ժամանակ, սոցիալական տրանսֆերտների մասով նկատվել է բավականին մեծ աճ՝ 15,3%:

²² Աղբյուրը՝ հեղինակների հաշվարկներն ըստ ՀՀ ՎԿ վիճակագրական տվյալների, <https://armstat.am/am/?nid=82&year=2023>, ՀՀ ԿԲ, https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/finstability/FSI_indexes.am.xlsx, 2024 թ. տվյալները բացակայում են:



Գծապատկեր 15. Սպառողական վարկերի, աշխատավարձերի, սոցիալական տրանսֆերտների և այլ եկամուտների աճի տեմպը, 2013–2022 թթ.²³

Դիտարկելով ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայում եկամտաբերության դինամիկան՝ նկատում ենք, որ այն 2013 թ-ից ունեցել է նվազման միտում, միայն 2015-ին է դիտվել կարճաժամկետ աճ և կրկին նվազում՝ 2020 թ. հասնելով իր նվազագույն մակարդակին (գծապատկեր 16): Այնուհետև միջնաժամկետ և երկարաժամկետ պետական պարտատոմսերի միջին եկամտաբերությունն ունեցել է աճի միտում, համապատասխանաբար՝ 11,18% և 11,50%:



Գծապատկեր 16. Միջնաժամկետ և երկարաժամկետ պետական պարտատոմսերի միջին եկամտաբերության դինամիկան, 2013–2023 թթ.²⁴

Պարտատոմսերի եկամտաբերության փոփոխությունը կարող է հանգեցնել որոշակի ռիսկերի, եթե չուղեկցվի համապատասխան տնտեսական ցուցանիշների փոփոխությամբ: Ռիսկայնությունը պայմանավորված է պարտատոմսերի չափից ավելի արժեքավորման հետ, որն էլ կարող է պատճառ դառնալ պարտատոմսերի գների անկման, ինչն էլ ճգնաժամերի հետևանք է:

²³ Աղբյուրը՝ հեղինակների հաշվարկներն ըստ ՀՀ ՎԿ վիճակագրական տարեգրքերի տվյալների, <https://www.armstat.am/am/?nid=586>, 2024 թ. տվյալները բացակայում են:

²⁴ Գծապատկերը կազմել են հեղինակները ՀՀ ԿԲ վիճակագրական տեղեկատվության հիման վրա, https://www.cba.am/stat/stat_data_arm/13_Gov_securities_yield_arm.xlsx

Եզրակացություն: ՀՀ տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածները սերտորեն փոխկապված են, որն ավելի տեսանելի է հատկապես պատերազմների, ճգնաժամերի պայմաններում, երբ անհնար է լինում վերլուծել այս հատվածներից մեկը՝ առանց մյուսի ազդեցությունը հաշվի առնելու:

Էմպիրիկ ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս, որ առկա է ուժեղ կապ տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների միջև, որը նկատվում է ինչպես ճգնաժամերի, այնպես էլ կայունության ժամանակաշրջաններում: Կապերը նկատվում են երկու ուղղություններով՝ ֆինանսական հատվածից դեպի իրական հատված և հակառակը:

Կատարված վերլուծությունը փաստում է, որ ֆինանսական հատվածը զարգացել է բավական դինամիկ, դրա զարգացման բացասական խթանը եղել է տնտեսական ճգնաժամը՝ կապված համավարակի հետ: Քանի որ տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածները սերտորեն փոխկապված են, տնտեսությունում տեղի ունեցող գործընթացները միաժամանակ վերաբերում են երկու հատվածներին: Հիմնական խնդիրը անկայունության վերացումն է և լրացուցիչ իրացվելիության ներարկումը:

ՀՀ տնտեսության վրա նշանակալի ազդեցություն է ունեցել ռուս-ուկրաինական պատերազմը, մասնավորապես՝ տնտեսական աճի նպաստումներում: Կատարված վերլուծությունները վկայում են բավականին տպավորիչ տնտեսական աճի մասին, սակայն, քանի որ հիմնականում այդ աճին նպաստել են ծառայությունների և առևտրի ոլորտները, որոնք երկարաժամկետ միտում չունեն և հիմնականում պայմանավորված են աշխարհաքաղաքական գործոններով, կարող են հանկարծակի փոխվել և դանդաղեցնել ՀՀ տնտեսական աճի տեմպերը: Այդ իսկ առումով, մեր առաջարկն է արդյունաբերության աճի տեմպերի արագացումը, որը երկարաժամկետում ավելի հեռանկարային է:

Երկու հատվածների փոխառնչության գնահատման համար օգտագործելով ճեղքերի մեթոդը՝ պարզ է դառնում, որ ճգնաժամային տարիներին ՀՆԱ ճեղքը գրեթե միշտ բացասական է, որն ուղեկցվում է ցածր տնտեսական աճով, գործազրկության բարձր և աշխատավարձերի ցածր մակարդակով: Տնտեսությունում ճգնաժամերից հետո նկատվում է ՀՆԱ դրական ճեղք: Միևնույն ժամանակ, ուսումնասիրելով բանկային համակարգի վարկեր/ՀՆԱ և ՀՆԱ ճեղքի կապը, մասնավորապես 2020 թ. նկատվում է հետաքրքրի միտում՝ այն պարագայում, երբ վարկեր/ՀՆԱ ճեղքը հասնում է իր առավելագույն մակարդակին, ՀՆԱ ճեղքը գտնվում է իր նվազագույն մակարդակում: Այս ամենը բացատրվում է տվյալ ժամանակաշրջանում տնտեսությունում առկա վարկային բումով՝ ֆինանսական հատվածում առկա ավելցուկային վարկավորմամբ, որը շարունակում է աճել մինչև այժմ: Վիճակագրական տվյալները փաստում են, որ ՀՆԱ ճեղքի վրա բավականին մեծ ազդեցություն ունեն անշարժ գույքի շուկայի գները և վարկավորման աճը: Այսպիսով՝ կարող ենք եզրակացնել, որ տնտեսության ֆինանսական հատվածի ազդեցությունը իրական հատվածի վրա բավականին մեծ է: Վարկեր/ՀՆԱ ցուցանիշի աճը կարող է մեծացնել ՀՀ-ում դեֆոլտի հավանականությունն այն պատճառով, որ վարկերի ծավալներն աճում են ավելի արագ տեմպերով, քան տնտեսական աճի տեմպն է: Դեֆոլտի ի հայտ գալու հավանականությունը կարող է կրճատվել՝ պայմանավորված վարկ/գրավ հարաբերակցության սահմանափակումներով:

Այն դեպքում, երբ վարկերի ծավալների աճը գերազանցում է ՀՆԱ աճի տեմպը, առաջ է քաշվում վարկերի դեֆոլտի հավանականության ռիսկը:

Վիճակագրական տվյալները փաստում են, որ ՀՀ ֆինանսական համակարգի վարկային պորտֆելի կառուցվածքում սպառողական և հիպոտեկային վարկերի ծավալներն աճել են: Գնահատելով այս զարգացումների ռիսկայնությունը ֆինանսական համակարգի կայունության, ինչպես նաև տնտեսական աճի տեսանկյունից՝ եկել ենք այն եզրահանգման, որ սպառողական և հիպոտեկային վարկերի ծավալների աճը մակրոտնտեսական կայունության տեսանկյունից կարող է անկայունության ռիսկեր առաջացնել՝ կապված տնային տնտեսությունների մեկ շնչին բաժին ընկնող միջին ամսական աշխատավարձերի և վարկային պարտավորությունների անհամապատասխան աճի հետ: Դիտարկելով տրանսֆերտների դերը՝ կարող ենք նկատել, որ տրանսֆերտների աճը, իր հերթին, կարող է նպաստել վարկերի նվազմանը և հանգեցնել ֆինանսական կայունության աճի: Այսպիսով՝ երկարաժամկետում վարկավորման ծավալները պետք է համահունչ լինեն տնտեսության հիմնարար կարողություններին:

Վարկային պորտֆելի խնդրահարույց վարկերը քայքայում են տնտեսության և՛ իրական, և՛ ֆինանսական հատվածներում կայունությունը և նվազեցնում երկարատև տնտեսական աճի հնարավորությունը: Կատարված վերլուծությունում վիճակագրական տվյալները փաստում են խնդրահարույց վարկերի կառավարելի լինելու մասին, որից կարող ենք եզրակացնել ՀՀ ֆինանսական հատվածի, մասնավորապես՝ բանկային համակարգի կայունության ամրապնդման մասին: Ճիշտ է, տնտեսության իրական հատվածի վարկավորման խթանումը դրական է տնտեսության զարգացման համար, սակայն անվճարունակ տնտեսավարող սուբյեկտներին վարկավորելը վտանգավոր է և կարճաժամկետում կարող է հանգեցնել դեֆոլտի: Ուստի անհրաժեշտ է բարձրացնել իրական հատվածի շահութաբերության մակարդակը և պահպանել դրամական հոսքերի կայունությունը՝ ապահովելով ֆինանսական հաստատությունների պարտավորությունների մարման հնարավորությունը, որն իր հերթին կնպաստի ֆինանսական հատվածի կայունությանը:

Օգտագործված գրականություն

1. Գրիգորյան Կ., Ավագյան Գ., Վարդանյան Ք., Տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների խզման հաղթահարումը որպես տնտեսական ցնցումների (շոկերի) դիմագրավման պայման, «Հանրային կառավարում» գիտական հանդես, Եր., 2019, <https://www.researchgate.net/publication/354850131>
2. Վարդանյան Ք., Ավագյան Գ., Տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների խզման հիմնարար պատճառները և դրսևորումները Հայաստանի Հանրապետությունում, «Բանբեր ՀՊՏՀ», N3, 2019, էջ 57-73, <https://asue.am/upload/files/science/banber/2018-year-3/6-B-2018-3-5.pdf>
3. Հայաստանի բանկերի միության պաշտոնական կայքէջ, https://www.uba.am/uba/hh_bankain_hamakargy_tverov.html

4. ՀՀ կենտրոնական բանկի պաշտոնական կայքէջ
<https://www.cba.am/am/SitePages/statrealsector.aspx>
https://www.cba.am/am/SitePages/fsindicators_FSI.aspx
5. ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի պաշտոնական կայքէջ,
<https://armstat.am/am/?nid=82>
6. ՀՀ ֆինանսների նախարարության կայքէջ,
<https://minfin.am/hy/page/hashvetvutyunner/>
7. ՀՊՏՀ «Ամբերդ» հետազոտական կենտրոն,
<https://asue.am/asue/structure/pages/amberd-research-center>
8. Ермаковой Ж. А., Развитие и взаимодействие реального и финансового секторов экономики в условиях цифровой трансформации. Оренбург: ОГУ, 2023,
https://rfse-conference.osu.ru/assets/files/conf_info/conf3/materials.pdf
9. Шарипов К., Взаимодействие реального и финансового сектора экономики в современных условиях// Том. 1, N 11-12, 2023,
https://doi.org/10.55439/GED/vol1_iss11-12/a184
10. Zabavnik D., Verbic M., Relationship between the financial and the real economy: A bibliometric analysis// Vol.75, International Review of Economics and Finance, 2021,
<https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S1059056021000794>
11. Zhang H., An Empirical study on the relationship between economy and finance in underdeveloped areas based on the VAR Model// Journal of Sensors, 2022,
<http://dx.doi.org/10.1155/2022/2224239>
12. Robinson J., The generalization of the general theory. The Rate of Interest and Other Essays, London, MacMillan,
<https://link.springer.com/book/10.1007/978-1-349-16188-1>
13. Junxiu L., How to Deal With the Relationship between Financial System and Real Economy?// Vol. 5, World Scientific Research Journal, 2022,
<https://rb.gy/dgcct9>
14. Lucas R., On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*,
<https://www.parisschoolofeconomics.eu/docs/darcillonthibault/lucasmechanicseconomicgrwth.pdf>
15. Hung Ly Dai, Interaction between Financial Economy and Real Economy// Vietnam Institute of Economics, 2022,
<https://hal.science/hal-03863210>
16. Miller M., Financial markets and economic growth. *Journal of Applied Corporate Finance*,
<https://www.jstor.org/stable/2697793>
17. Schumpeter J., The theory of economic development: "An inquiry into profits, credit, capital, interest and the business cycle" Harvard University Press,
<https://ia601402.us.archive.org/10/items/in.ernet.dli.2015.187354/2015.187354.The-Theory-Of-Economic-Development.pdf>
18. Adnan N., The role of the financial sector in economic growth// The UK data service 2018,
<https://www.ukdataservice.ac.uk/media/263122/noureen-paper.pdf>

19. Ahmad N., Naveed A., Banking sector performance, profitability, and efficiency// Vol. 34 Journal of economic surveys 2020, p. 185-218,
<https://ideas.repec.org/a/bla/jecsur/v34y2020i1p185-218.html>
20. Ермаковой Ж. А., Развитие и взаимодействие реального и финансового секторов экономики в условиях цифровой трансформации. Оренбург: ОГУ, 2023,
https://rfse-conference.osu.ru/assets/files/conf_info/conf3/materials.pdf
21. Шарипов К., Взаимодействие реального и финансового сектора экономики в современных условиях// Том. 1, N 11-12, 2023,
https://doi.org/10.55439/GED/vol1_iss11-12/a184

ВАГЕ МИКАЕЛЯН

*Доцент кафедры финансов АГЭУ,
кандидат экономических наук*

АРМИДА КЕРЯН

*Магистрант по специальности
«Международные экономические отношения» АГЭУ*

Оценка разрыва реального и финансового секторов экономики РА.— Финансовый и реальный секторы являются двумя основными составляющими современной системы экономики. Позитивное взаимодействие между двумя секторами имеет важное значение для экономической стабильности и устойчивого развития. Основной целью оценки причин разрыва между этими двумя секторами является выявление проблем экономического роста, обеспечивающих развитие и рост национальной экономики. Финансово-экономический кризис 2008-2009 годов подтвердил необходимость эффективного взаимодействия этих двух секторов. Страны, где эти два сектора находились во взаимодействии, быстрее преодолели последствия кризисов. Симметрия этих двух частей является категорией теоретической, поскольку они одновременно заменяют и дополняют друг друга, а также вступают друг с другом в противоречие.

Очевидно, что финансовый сектор развивается по своим закономерностям. Несколько финансовых циклов могут быть включены в один финансовый цикл. Чрезмерное развитие реальной части финансового сектора также рискованно, поэтому сотрудничество между ними очень важно. В нынешний век цифровых технологий технологические системы развиваются очень быстро и способствуют развитию финансовой системы.

Каждая из этих отраслей может быть стимулом для развития другой, но в то же время может и создавать для нее препятствие. В настоящее время эта проблема чрезвычайно важна

как для макроэкономических политиков, экономистов-теоретиков, так и для участников финансового рынка, поскольку они позволяют определить, какой сектор экономики в каком состоянии находится.

Ключевые слова: *кредитный разрыв/ВВП, оценка разрыва, финансовый сектор, реальный сектор*

JEL: E20, G10, O52

DOI: 10.52174/29538114_2024.2-55

ՎԱՈԷ ՄԻԿԱԿԵԼՅԱՆ

*Associate Professor of the Chair of Finance,
PhD in Economics*

ԱՐՄԻԴԱ ԿԵՐՅԱՆ

*Master's Student by Specialty
"International Economic Relations"*

Assessment of Real and Financial Sections of RA Economy.– Financial and real sectors are the two main components of the modern system of the economy. Positive interaction between the two sectors is essential for economic stability and sustainable development. The main purpose of assessing the reasons for the gap between these two sectors is to identify the problems of economic growth, ensuring the development and growth of the national economy. The financial and economic crisis of 2008-2009 proved that the effective interaction of these two sectors is necessary. Those countries where these two sectors were in interaction have overcome the consequences of crises faster. The symmetry of these two parts is a theoretical category, because they both replace and complement each other, and also come into conflict with each other.

It is a fact that the financial sector develops according to its own patterns. Several financial cycles can be included in one financial cycle. Over-development of the real part of the financial sector is also risky, so cooperation between the two is very important. In the current age of digital technologies, technological systems are developing very quickly and contribute to the development of the financial system.

Each of these sectors can be a stimulus for the development of the other, but at the same time it can also create an obstacle for the other. Currently, this problem is extremely important for both macroeconomic policymakers, theoretical economists and financial market participants to identify which sector of the economy is performing in which status.

Keywords: *credit/GDP gap, assessment of the gap, financial sector, real sector*

JEL: E20, G10, O52

DOI: 10.52174/29538114_2024.2-55