
ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԿԱՅՈՒՆՈՒԹՅԱՆ ԳՆԱՀԱՏՄԱՆ ՀԻՄՆԱՀԱՐՑԵՐԸ ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ

ՎԱՀԱԳՆ ՏԵՓՈՅԱՆ

Տինանսական կայունության կարևորությունը վերջին տասնամյակում զգալիորեն աճել է, ինչը պայմանավորված է մի կողմից 2008 թ. գլոբալ ֆինանսատնտեսական ճգնաժամով, մյուս կողմից բազմաբնույթ սոցիալ-տնտեսական այլ երևույթներով, ինչպիսիք են՝ բորսաներում արժեթղթերի և այլ ակտիվների գների կտրուկ տատանումները, զարգացող և մի շարք զարգացած երկրներում պարտքային բեռի՝ ՀՆԱ-ի մեծության գերազանցումը, բացասական կամ գրոյին մոտ տոկոսադրույքների (Ճապոնիա, Եվրամիություն) ի հայտ գալը, զարգացած երկրների կենտրոնական բանկերի, հատկապես ԱՄՆ Դաշնային պահուստային համակարգի, Ճապոնիայի բանկի, Եվրոպական կենտրոնական բանկի, Անգլիայի բանկի դրամավարկային քաղաքականության նոր գործիքի՝ այսպես կոչված քանակական մեղմացման (Quantitative easing) քաղաքականությունը: Դրանց շնորհիվ կենտրոնական բանկերը մեծ ծավալներով գնում են տվյալ պետության թողարկած պարտատուները՝ կտրուկ ավելացնելով փողի զանգվածը, իսկ դա ներկայումս հանգեցրել է գլոբալ տնտեսությունում ֆինանսական անկայունությունների և ռիսկերի աճին: Տնտեսական գործոններին գումարվում են այլ վտանգներ, ինչպես օրինակ՝ գլոբալ համաճարակներն են, որոնք սպառնում են ինչպես առանձին երկրների, այնպես էլ համընդհանուր ֆինանսական կայունությանը: Այս պայմաններում ֆինանսական կայունության և այն պայմանավորող գործոնների ուսումնասիրությունը, այս ոլորտում տնտեսագետների՝ ֆինանսական կայունությունը ամրապնդող, հնարավոր ռիսկերի կանխարգելմանն ուղղված վերլուծությունները առաջնային կարևորություն են ձեռք բերում:

Մասնագիտական գրականության մեջ կարելի է հանդիպել ֆինանսական կայունության բազմաթիվ սահմանումների, սակայն դեռևս չկա այնպիսի մեկը, որը սպառիչ ու համապարփակ կարտահայտի ֆինանսական կայունության էությունը: Արժույթի միջազգային հիմնադրամի սահմանմամբ՝ ֆինանսական համակարգի կայունությունը տնտեսության գործունեությունը ապահովելու և տնտեսական ճնշումների հետևանքով առաջացող անհաշվեկշռվածությունները կարգավոր-

րելու ունակությունն է¹: Եվրոպայի կենտրոնական բանկը ֆինանսական կայունությունը սահմանում է այնպիսի իրավիճակ, երբ ֆինանսական համակարգը ունակ է դիմագրավելու ցնցումներին և ֆինանսական անհաշվեկշռվածություններին²: Բրիտանացի տնտեսագետ Մ. Տութի կարծիքով՝ ֆինանսական կայունությունը տնտեսության այնպիսի վիճակ է, երբ առկա է դրամավարկային կայունություն, զբաղվածության ցուցանիշները մոտ են տնտեսության բնական մակարդակին, հիմնական ֆինանսական ինստիտուտները գործում են անխափան, և չկան ֆինանսական կամ իրական ակտիվների շուկայի այնպիսի տատանումներ, որոնք կասկածի տակ են դնում առաջին երկու պայմանները³:

Մեր կարծիքով, ֆինանսական կայունության մասին խոսելիս պետք է հստակ տարանջատել երկու ոլորտներ: Նախ՝ ֆինանսական կայունությունը ենթադրում է ֆինանսական համակարգի զանազան ցնցումներին դիմագրավելու ունակություն, ընդ որում, այդ ցնցումները կարող են լինել ինչպես տնտեսական բնույթի (օրինակ՝ Հայաստանի համար 2014 թ. ռուբլու արժեզրկումը և Ռուսաստանից եկող տրանսֆերտների կտրուկ նվազումը), այնպես էլ ոչ տնտեսական բնույթի (օրինակ՝ կորոնավիրուսի համաճարակը): Երկրորդ՝ ֆինանսական կայունությունը ենթադրում է, որ ֆինանսական համակարգը կատարում է իր տնտեսական գործառույթները: Հետևաբար, ֆինանսական կայունությունը կարելի է ընկալել ու սահմանել որպես ֆինանսական համակարգի՝ տնտեսական և ոչ տնտեսական բնույթի ցնցումներին դիմակայելու և իր տնտեսական գործառույթները բավարար չափով կատարելու կարողություններ:

Հարկ է նկատել, որ, ի տարբերություն դրամավարկային և ֆիսկալ ոլորտների, որոնք ունեն վերլուծությունների իրականացման զարգացած գործիքներ, ֆինանսական կայունության վերլուծության գործիքակազմը և մոդելավորումը դեռևս ավարտված չեն:

Ֆինանսական կայունությունը սերտորեն կապված է մակրոպրոդուկտային վերլուծության հետ, որի էությունը ֆինանսական համակարգի և տնտեսության մակրոտնտեսական վերլուծությունն է՝ հիմնված զանազան ինդիկատորների վրա, որոնց թվում են՝

- տնային տնտեսությունների և կորպորատիվ հատվածի ֆինանսական վիճակը բնութագրող տվյալներ,
- բանկային համակարգի ակտիվների որակը,
- վատորակ վարկերի տեսակարար կշիռը,

¹ St' u International Monetary Fund, 2016. Global Financial Stability Report, Washington DC, IMF:

² St' u <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/stability/html/index.en.html>

³ St' u **Foot Michael**, What Is “Financial Stability” and How Do We Get It? The Roy Bridge Memorial Lecture (United Kingdom: Financial Services Authority), April 3, 2003:

- ֆինանսական հատվածի բնութագրիչ ինդիկատորները՝ ռեպու-
նների ու արժեթղթերի շուկաները, ակտիվների գները և այլն:

Հատուկ ուշադրության են արժանի Արժույթի միջազգային հիմ-
նադրամի առաջարկած և ներկայումս ՀՀ ԿԲ կողմից դիտարկվող ցու-
ցանիշների համախումբը՝ ֆինանսական հատվածի կապիտալի հա-
մարժեքության ցուցանիշները, չաշխատող վարկերի կշիռը, շահութա-
բերության ցուցանիշները և իրացվելիության ցուցանիշները:

Շվեյցարիայի բանկային համակարգի կայունությունը մոդելավո-
րելու համար դեռևս 2005 թ. Է. Հանչելը և Պ. Մոնինը իրենց հետազո-
տության մեջ դիտարկեցին հետևյալ չորս ցուցանիշները՝ բանկերի
արժեթղթերի գնային ինդեքսը, բանկերի թողարկած պարտատուների
եկամտաբերության սպրեդները, միջբանկային վարկերի ծավալը և
ակտիվների շահութաբերությունը⁴: Ըստ հետազոտողների՝ արժեթղթե-
րի գների անկումը, լայն սպրեդները, միջբանկային վարկերի և ակ-
տիվների շահութաբերության նվազումը խոսում են բանկային համա-
կարգում կայունության նվազման մասին:

2007 թ. Չեխիայի ֆինանսական կայունությունը մոդելավորելու
նպատակով Ա. Գերլսը և Յ. Հերմանեկը առաջարկեցին ֆինանսական
կայունությունը դիտարկել հետևյալ բաժիններով՝ շահութաբերությու-
նը, վարկային ռիսկ, իրացվելիության ռիսկ, տոկոսադրույքի ռիսկ և
փոխարժեքի ռիսկ, իսկ դրանք քանակապես բնութագրելու համար
նրանք դիտարկեցին ինը ինդիկատորներ⁵: Ընդ որում, ֆինանսական
կայունության վերջնական ինդեքսի մեջ նշված ինդիկատորները տար-
բեր կշիռներ ունեն. օրինակ՝ իրացվելիության կշիռը գնահատվել է
0.25, մինչդեռ արտարժույթի ռիսկը՝ 0.1: Ցուցանիշների նման տարբե-
րակումը կատարվում է փորձագիտական գնահատման միջոցով, հե-
տևաբար այս մոտեցումը մասամբ հենվում է սուբյեկտիվ գնահատում-
ների վրա:

Ֆինանսական համակարգի կայունությունը բնութագրող ինդեքսը
հաշվարկելու և տնտեսական տարբեր փոփոխականների միջոցով ֆի-
նանսական կայունությունը մոդելավորելու ուշագրավ վերլուծություն-
ներից մեկը իրականացրել է Կ. Ալբուլեսկին, որը առաջարկում է ընդ-
հանրացնել ֆինանսական կայունության տարբեր ասպեկտները բնու-
թագրող տնտեսական ցուցանիշները⁶: Այս մոտեցումը հետագայում
զարգացրեց Վ. Մորիսը⁷, իսկ համանման մոդելավորում բալկանյան ի-

⁴ Տե՛ս **Hanschel Elke** and **Pierre Monnin**, Measuring and forecasting stress in the banking sector: Evidence from Switzerland. BIS Papers 22, 2005, էջ 431-449:

⁵ Տե՛ս **Gersl A.**, **Hermanek J.**, Financial stability indicators: Advantages and disadvantages of their use in the assessment of financial system stability. In CNB Financial Stability Report. Occasional Publications-Chapters in Edited Volumes. Praha: Czech National Bank, 2007, էջ 69-79:

⁶ Տե՛ս **Albulescu C. T.**, Assessing Romanian Financial Sector Stability by Menas of an Aggregate Index, *Oeconomica* 2008, № 17(2), էջ 67-87:

⁷ Տե՛ս **Morris V. C.**, Measuring and Forecasting Financial Stability: The Composition of an Aggregate Financial Stability Index for Jamaica: Bank of Jamaica. 2010:

նր երկրների համար իրականացրել է Գ. Կարանովիչը⁸: Կ. Այբուլեսկու մոտեցման առանձնահատկությունն այն էր, որ նա համապատասխան ինդիկատորների փաստացի ցուցանիշների փոխարեն դիտարկում էր դրանց ստանդարտ շեղումները, բացի այդ՝ փորձ էր արվում ոչ միայն գնահատելու, այլև կանխատեսելու ֆինանսական կայունությունը՝ ստոխաստիկ սիմուլյացիայի միջոցով:

2013 թ. Մինենկոն և ուրիշները փորձեցին կառուցել ֆինանսական անկայունության ինդեքսը, որի նպատակը Լատվիայի ֆինանսական համակարգում սթրեսային զարգացումները գնահատելն էր: Մոդելում որպես հիմնային ցուցանիշներ դիտարկվել են շահութաբերության, ավանդների արտահոսքի, չաշխատող վարկերի, վարկավորման ծավալների կրճատման, միջբանկային վարկավորման նվազման, միջբանկային շուկայում սպրեդների լայնացման և պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության աճի ցուցանիշները⁹: Ֆինանսական անկայունության ինդեքսը ստանալու համար այս ցուցանիշները պարզապես հավասար կշիռներով միջինացվում են:

Ֆինանսական կայունության մոդելավորման մեկ այլ ուշագրավ փորձ են կատարել Միխայիլ և Ելենա Մանուլեսկուները, որոնք ֆինանսական կայունության ինդեքսի հաշվարկման նպատակով դիտարկել են հետևյալ մակրոտնտեսական ցուցանիշները՝ ՀՆԱ, միջբանկային վարկային տոկոսադրույք, իրական արդյունավետ փոխարժեք, չաշխատող վարկերի կշիռ, բանկերի սեփական կապիտալի (ROE) և ակտիվների (ROA) շահութաբերության ցուցանիշներ, բանկերի ակտիվների ծավալ, սպառողական գների ինդեքսը և զուտ արտահանման ցուցանիշներ¹⁰: Մոդելի կառուցման նպատակով կիրառվել է վեկտորական ավտոռեգրեսիայի մեթոդը (VAR), ընդ որում, ի տարբերություն Գերլսի և Հերմանեկի մոդելի, վերը բերված տնտեսական փոփոխականների կշիռները ընդհանուր ֆինանսական կայունության ինդեքսի (FSI) հաշվարկման ժամանակ վերցվել են ըստ այն ազդեցության չափի, որ նշված տնտեսական փոփոխականները ունեն ՀՆԱ-ի վրա:

Խույան Դուն և Շուայ Լին Չինաստանի ֆինանսական կայունությունը մոդելավորելու նպատակով առանձնացրել են հետևյալ ցուցանիշների յոթ առաջնային ինդեքսները՝ գլոբալ ֆինանսական, մակրոտնտեսական, ֆինանսական շուկաների, բանկային հատվածի, արժեթղթերի շուկայի, ապահովագրության ոլորտի, ոչ ֆինանսական

⁸ Տե՛ս **Karanovich G., Karanovich B.**, Developing An Aggregate Index For Measuring Finacial Stability In the Balkans. 2015:

⁹ Տե՛ս **Sinenko N., Titarenko D., Arin M.**, The Latvian financial stress index as an important element of the financial system stability monitoring framework. Baltic Journal of Economics, 2013, № 13, էջ 87-112:

¹⁰ Տե՛ս **Manolescu M., Manolescu E.**, The financial stability index – An insight into the financial and economic conditions of Romania, Theoretical and Applied Economics. Volume XXIV, 2017, № 4 (613), Winter, էջ 5-24:

հատվածի¹¹: Այնուհետև նշված առաջնային ցուցանիշները համակողմանի գնահատելու համար վերցվել են քսանյոթ տնտեսական կամ երկրորդային ցուցանիշներ, որոնց միջոցով գնահատվում են առաջնային ցուցանիշները: Վերջիններս ֆինանսական կայունության ինդեքսի վրա ազդում են տարբերակված՝ ըստ որոշակի կշիռների: Կշիռների հաշվարկման նպատակով կիրառվում են ինչպես օբյեկտիվ տվյալներ, այնպես էլ փորձագիտական գնահատում:

Մեր կարծիքով, ֆինանսական կայունությունը համակողմանի գնահատելու համար միայն ԱՄՆ յոթ ցուցանիշների դիտարկումը բավարար չէ, քանի որ գնահատման ժամանակ պետական և կորպորատիվ հատվածի ֆինանսական վիճակը հաշվի չի առնվում: ՀՀ-ի համար ֆինանսական կայունությունը մոդելավորելու և ֆինանսական կայունության ինդեքս հաշվարկելու նպատակով հիմք ենք ընդունում հետևյալ ցուցանիշները.

1. ֆինանսական հատված՝ ԱՄՆ-ի առաջարկած և ՀՀ ԿԲ կողմից հաշվարկվող ֆինանսական կայունության յոթ ցուցանիշները,

2. իրական հատված՝ ՀՆԱ-ի եռամսյակային իրական աճի տեմպ, գործազրկության մակարդակ, վարկեր/ՀՆԱ, դրամ-դոլար փոխարժեք (ՀՀ ԿԲ հաշվարկային փոխարժեքի եռամսյակային վարիացիայի գործակիցը),

3. պետական հատված՝ պետական պարտք/ՀՆԱ, բյուջեի դեֆիցիտ/ՀՆԱ,

4. արտաքին հատված՝ արտերկրից եկող տրանսֆերտների ծավալ (աճի ինդեքսը նախորդ տարվա նույն եռամսյակի համեմատ), արտաքին առևտրաշրջանառություն (աճի ինդեքսը նախորդ տարվա նույն եռամսյակի համեմատ):

Հայաստանի համար ֆինանսական կայունության ինդեքսի գնահատման առաջարկվող մեր մեթոդական մոտեցումը հետևյալն է: Ֆինանսական կայունության ինդեքսի կառուցման նպատակով դիտարկված 15 ցուցանիշները ենթարկվել են հարթեցման հետևյալ բանաձևով՝

$$I_{it}^n = \frac{I_{it} - \text{Min}(I_i)}{\text{Max}(I_i) - \text{Min}(I_i)}$$

Արդյունքում ստացվում են 0-ից 1 միջակայքի գործակիցներ, որոնք բնութագրում են տվյալ ցուցանիշի ազդեցության քանակական չափը տվյալ եռամսյակում: Գործընթացի հաջորդ փուլում ստացված գործակիցները միջինացվում են, ընդ որում, վերցված տասնհինգ ինդիկատորները ֆինանսական կայունության ինդեքսի մեջ ներառվում են հավասար կշիռներով: Որոշ հետազոտողներ դիտարկվող ցուցանիշ-

¹¹ Տե՛ս **Xuyan Du, Shuai Li**, The Calculation of China's Financial Stability Index-Based on Improved Analytic Hierarchy Process and Entropy, *Advances in Social Science, Education and Humanities Research*, volume 236, 2018:

ներին կշիռներ են տալիս փորձագիտական գնահատմամբ, սակայն հավասար կշիռներով ցուցանիշների դիտարկումը օբյեկտիվ է և մեր կարծիքով՝ առավել նպատակահարմար, քանի որ չի պահանջում ֆինանսական կայունության գնահատման ընթացքում լրացուցիչ փորձագետների ներգրավում:

Բանկային համակարգի ֆինանսական կայունությունը բնութագրող յոթ ցուցանիշներն են՝

- նորմատիվային հիմնական կապիտալի հարաբերությունը ռիսկով կշռված ակտիվներին,
- նորմատիվային ընդհանուր կապիտալի հարաբերությունը ռիսկով կշռված ակտիվներին,
- չաշխատող վարկերի հարաբերությունը ընդհանուր վարկերին,
- շահութաբերությունն ըստ ակտիվների,
- շահութաբերությունն ըստ կապիտալի,
- բարձր իրացվելի ակտիվների հարաբերությունն ընդհանուր ակտիվներին,
- բարձր իրացվելի ակտիվների հարաբերությունը ցպահանջ պարտավորություններին:

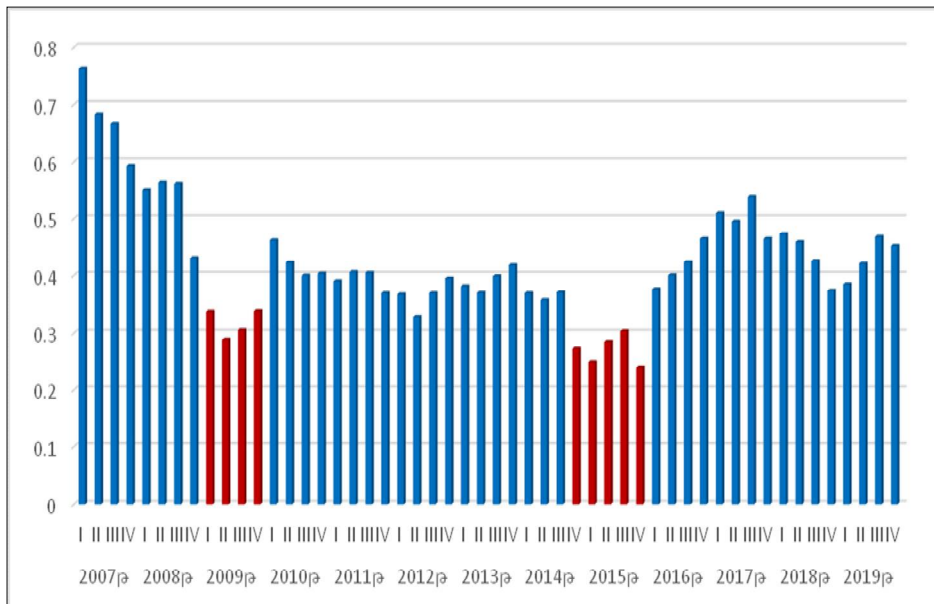
ՀՆԱ-ի եռամսյակային իրական աճը բնութագրում է տվյալ եռամսյակում ՀՆԱ-ի աճը նախորդ տարվա նույն եռամսյակի համեմատ: Վարկեր/ՀՆԱ, ինչպես նաև պետական պարտք/ՀՆԱ ցուցանիշների հաշվարկման ժամանակ ՀՆԱ-ի շարքերը հարթեցվել են՝ սեզոնայնության ազդեցությունը չեզոքացնելու նպատակով: Արտերկրից եկող տրանսֆերտների ծավալի և արտաքին առևտրաշրջանառության ցուցանիշներում ևս վերցված են աճի ինդեքսները՝ տվյալ եռամսյակը նախորդ տարվա նույն եռամսյակի համեմատությամբ:

Ֆինանսական կայունության պատճառահետևանքային կապի ըննական վերլուծությունից հանգում ենք այն համոզման, որ չի կարելի համաձայնել այն տնտեսագետների հետ, որոնք ֆինանսական կայունության ինդեքսի գնահատման ժամանակ որպես գործոն դիտարկում են արժույթի փոխարժեքն ինքնին: Եթե օրինակ՝ 2009 թ. դրամի նկատմամբ դոլարի միջին փոխարժեքը կազմել է 363, իսկ 2019 թ.՝ 480 դրամ, արդյոք դա նշանակում է, թե 2009 թ. ՀՀ տնտեսությունը ավելի կայուն է եղել: Մեր կարծիքով՝ արժույթի փոխարժեքն ինքնին նպատակահարմար չէ կիրառել ֆինանսական կայունության գնահատումներում. դրա փոխարեն որպես գործոն պետք է դիտարկել փոխարժեքի՝ տատանման չափը: Այդ պատճառով ֆինանսական կայունության ինդեքսում որպես գործոն մենք դիտարկել են դոլար-դրամ փոխարժեքի ՀՀ ԿԲ հաշվարկային փոխարժեքի վարիացիայի գործակիցը: Վերջինս քանակապես գնահատում է, թե ինչպես է տատանվել արժույթը տվյալ եռամսյակի ընթացքում: Որքան մեծ է եղել այդ տատանումը, այնքան դա բացասաբար է անդրադարձել ֆինանսական կայունության վրա, և

հակառակը՝ փոքր վարիացիայի գործակիցը նպաստում է ֆինանսական կայունության ինդեքսի աճին: Հատկանշական է, որ դրամի տատանման ամենամեծ վարիացիայի գործակիցը ստացվել է 2009 թ. առաջին եռամսյակում՝ 9.1%, իսկ երկրորդը՝ 2014 թ. չորրորդ եռամսյակում՝ 6.1%: Այս երկու եռամսյակներն էլ ՀՀ տնտեսության համար եղել են ճգնաժամային. առաջինը՝ պայմանավորված համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամով, իսկ երկրորդը՝ ՌԴ-ի նկատմամբ սանկցիաների կիրառմամբ և ՌԴ-ից Հայաստան եկող տրանսֆերտների կտրուկ կրճատման հետևանքով առաջացած ցնցումներով:

Գծապատկեր

ՀՀ ֆինանսական կայունության ինդեքսի դինամիկան 2007-2019 թթ. եռամսյակային կտրվածքով¹²



Դժվար է համաձայնվել այն հետազոտողների հետ, որոնք ֆինանսական կայունության ինդեքսի գնահատումներում դիտարկում են զուտ արտահանումը: Բանն այն է, որ զուտ արտահանման աճը կարող է ֆինանսական կայունության տեսանկյունից սխալ հետազոտության հանգեցնել: Եթե օրինակ՝ արտաքին առևտրում ցնցումների հետևանքով ներմուծումը կրճատվում է ավելի շատ, քան արտահանումը, զուտ արտահանման ցուցանիշը բարելավվում է, սպա դա արդյո՞ք վկայում է տնտեսության կայունության մասին: Այսպես, 2019 թ. հունվար-մարտ ամիսներին ՀՀ արտաքին առևտրի դեֆիցիտը կազմել է -542.8 մլն դոլար, իսկ ահա 2020 թ. նույն ժամանակահատվածում կորոնավիրուսի

¹² ՀՀ ֆինանսական կայունության գնահատման ժամանակ օգտագործված բոլոր տվյալները վերցված են armstat.am, cba.am կայքերից:

հետևանքով և՛ ներմուծումը, և՛ արտահանումը երկնիշ անկում են արձանագրել, ինչի հետևանքով դեֆիցիտը եղել է -475.3 մլն դոլար: Արդյո՞ք զուտ արտահանման նման բարելավումը թույլ է տալիս խոսել կայունության մասին: Իհարկե ոչ: Հետևաբար, մենք որպես արտաքին հատվածը բնութագրող գործոն դիտարկել ենք արտաքին առևտրաշրջանառության ցուցանիշը, իսկ զուտ արտահանման ցուցանիշի կիրառությունը ֆինանսական կայունության գնահատումներում նպատակահարմար չենք համարում:

Ինչպես տեսնում ենք, այս ինդեքսը արժեքներ է ընդունում 0-ից 1 միջակայքում. 1-ին մոտ արժեքների վկայում են բարձր ֆինանսական կայունության, իսկ 0-ին մոտ արժեքները՝ կայունության անկման մասին:

Ֆինանսական կայունության մեր կառուցած ինդեքսը թույլ է տալիս մի շարք եզրակացություններ կատարել: Մասնավորապես՝ ՀՀ-ում ֆինանսական կայունությունը դիտարկված ամբողջ ժամանակահատվածում ամենամեծը եղել է 2007 թ., իսկ հետագայում նվազել է՝ հիմնականում 0.4 գործակցից ցածր: ՀՀ ֆինանսական կայունության ինդեքսի, մեր կարծիքով, ոչ բարենպաստ դինամիկան պայմանավորված է մի շարք օբյեկտիվ հանգամանքներով:

Առաջին՝ համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամը և դրա հարուցած հետևանքները:

Երկրորդ՝ 2014 թ. ռուս-ուկրաինական ճգնաժամը, ՌԴ նկատմամբ պատժամիջոցների կիրառումը, արևմտյան երկրների կողմից ՌԴ նկատմամբ արտաքին առևտրի սահմանափակումների կիրառումը անուղղակիորեն մեծ հարված հասցրեցին ՀՀ տնտեսությանը: Բացի այդ, վերը թվարկված գործոնների և 2014-2016 թթ. նավթի գների կտրուկ անկումները հանգեցրին ռուսական ռուբլու բազմապատիկ արժեզրկմանը, ինչի հետևանքով ՌԴ-ից Հայաստան եկող տրանսֆերտները, որոնք կազմում են արտերկրից եկող տրանսֆերտների առյուծի բաժինը (90%-ից ավելի), կտրուկ կրճատվեցին: Եթե 2013 թ. ՀՀ-ում տրանսֆերտների զուտ ներհոսքը կազմել է 1450 մլն դոլար, ապա 2014 թ.՝ 1220.1, իսկ 2015 թ.՝ 870 մլն դոլար: Հետագա տարիներին ևս անկումը շարունակվել է: ՌԴ-ն ՀՀ հիմնական առևտրային գործընկերն է, և այդ երկրում տնտեսական-քաղաքական ցնցումները բացասաբար են անդրադարձնում Հայաստանի ֆինանսական կայունության վրա:

Յրրորդ՝ Հայաստանում նկատվում է խիստ բացասական մի միտում՝ պետական պարտքի կայուն աճ: Եթե 2007 թ. այս ցուցանիշը կազմում էր 500 մլրդ դրամից մի փոքր ավելի, ապա 2019 թ. վերջին՝ 3.5 տրիլիոն դրամ: Ընդ որում՝ պարտքի նման կտրուկ աճը չի ուղեկցվել տնտեսության մեջ ենթակառուցվածքների ստեղծմամբ, ՀՆԱ-ի շոշափելի աճ տեղի չի ունեցել: Բացի սրանից, ՀՀ պետական բյուջեն աչքի է ընկնում խրոնիկ դեֆիցիտով. երբեմն եռամսյակի բյուջեի դեֆի-

ցիտ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը արտահայտվում է երկնիշ թվերով, օրինակ՝ 2009 թ. չորրորդ եռամսյակում՝ 23%, 2015 թ. չորրորդ եռամսյակում՝ 15%: Պետական ֆինանսական համակարգի նման անբարենպաստ վիճակը ազդել է մեր ինդեքսի վրա:

Չորրորդ՝ բացի պետական ֆինանսական համակարգի պարտքային բեռի աճից, Հայաստանում նկատվում է նաև մասնավոր հատվածի պարտքային բեռնվածության աճ: Այսպես, ֆինանսական կայունությունը բնութագրող կարևոր ցուցանիշներից է, ինչպես վկայում են փորձագիտական վերլուծությունները, վարկեր/ՀՆԱ հարաբերակցությունը¹³, որը Հայաստանում վերջին տարիներին կտրուկ աճել է: Եթե 2007 թ. բանկային համակարգի վարկեր/ՀՆԱ ցուցանիշը կազմում էր 13.5%, ապա 2019 թ. այն գրեթե քառապատկվել է՝ 52.1%¹⁴: Սա նշանակում է, որ տնտեսությունը նույն միավոր ՀՆԱ-ն թողարկելու համար արդեն չորս անգամ ավելի վարկ է ներգրավում, քան 2007 թ.: Այս փաստը բացասաբար է անդրադառնում ՀՀ կորպորատիվ հատվածի և տնային տնտեսությունների ֆինանսական կայունության վրա:

Ամփոփելով կարող ենք ասել, որ մեր կառուցած ֆինանսական կայունության ինդեքսը թույլ է տալիս ընդհանուր գնահատել տարբեր գործոնների ազդեցությունը երկրի ֆինանսական կայունության վրա և կարող է ծառայել նաև որպես կանխատեսման գործիք: Մասնավորապես՝ ամսական ցուցանիշների առկայության դեպքում ինդեքսը կառուցելիս հնարավոր կլինի կանխատեսել սպասվող ճգնաժամը, երբ օրինակ՝ ինդեքսի արժեքները կտրուկ անկումներ են ունենում կամ մոտենում են 0.3 գործակցին: Մեր կարծիքով՝ ԱՄՆ-ի առաջարկած և ՀՀ ԿԲ կողմից կիրառվող ֆինանսական կայունության յոթ ինդիկատորները թեև որոշակի պատկերացում տալիս են, սակայն բավարար չեն ֆինանսական կայունությունը գնահատելու համար, մինչդեռ մեր առաջարկած ինդեքսը թույլ է տալիս համակողմանի գնահատել ամբողջ ֆինանսական համակարգի վարքագծի դինամիկան՝ արձանագրելով ֆինանսական կայունության անկումները:

Բանալի բառեր - *ֆինանսական կայունություն, գնահատում, ճգնաժամ, ինդեքս, պարտքային բեռ*

ВААГН ТЕПОЯН – Основные вопросы оценки финансовой стабильности в Республике Армения. – В настоящее время рост нестабильности на мировых финансовых рынках заставляет экономистов задуматься о количественной оценке и прогнозировании ситуации. В статье описаны подходы к определению,

¹³ Sté u **Persson M. and Blavarg M.**, The Use of Market Indicators in Financial Stability Analysis, Economic Review, Sveriges Riksbank, 2003, էջ 5-28:

¹⁴ Ինչպես նշված, այնպես էլ նախորդ վիճակագրական տվյալների աղբյուրը՝ cba.am, վիճակագրություն, ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն, armstat.am

оценке и моделированию финансовой устойчивости вообще и, в частности, методологический подход к её оценке в Армении на основе индекса, рассчитанного на пятнадцать макроэкономических показателей. Именно так оценивается состояние финансовой устойчивости в стране и внутренние и внешние угрозы ей.

Ключевые слова: финансовая стабильность, оценка, кризис, индекс, долговое бремя

ՎԱԿԱԳՆ ԹԵՐՕՅԱՆ – Key Issues of Assessing Financial Stability in the Republic of Armenia. – Nowadays, the growth of financial instability due to diverse factors in global financial markets is forcing economists to find solutions for quantitatively measuring, assessing, and predicting financial stability. The article describes the current approaches for determining, evaluating and modeling of financial stability and a methodological approach has been suggested for assessing the financial stability of the Republic of Armenia, based on an index that has been calculated taking into account fifteen macroeconomic indicators. Using the suggested methodological approach, the state of the financial stability of the Republic of Armenia, as well as the internal and external threats have been assessed.

Key words: financial stability, assessment, crisis, index, debt burden

Ներկայացվել է՝ 14.04.2020

Գրախոսվել է՝ 27.04.2020

Ընդունվել է տպագրության՝ 25.05.2020