

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

Մարինե Ավետիսյան Արթուրի

ՀՀ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ՀԱՄԱԿԱՐԳԻ ԿԱՅՈՒՆՈՒԹՅԱՆ ՎՐԱ ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԱԶԴԵՑՈՒԹՅԱՆ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ

Ը.00.03 «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում»
մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական
աստիճանի հայցման ատենախոսության

ՍԵՂՄԱԳԻՐ

Երևան-2025

Ատենախոսության թեման հաստատվել է Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում:

Գիտական ղեկավար՝

Տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
Մաթևոսյան Աշոտ Վարդադատի

Պաշտոնական ընդդիմախոսներ՝

Տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
Բոստանջյան Վարդան Բաբկենի

Տնտեսագիտության թեկնածու, դոցենտ
Քթոյան Արմեն Մամիկոնի

Առաջատար կազմակերպություն՝

Հայ-Ռուսական Համալսարան

Ատենախոսության պաշտպանությունը կայանալու է 2025 թվականի մարտի 13-ին, ժամը 14:00, Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում գործող թիվ 014 մասնագիտական խորհրդի նիստում: Հասցե՝ 0025, ք. Երևան, Նալբանդյան 128:

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի գրադարանում:

Սեղմագիրն առաքված է 2025 թ. փետրվարի 6-ին:

014 մասնագիտական խորհրդի գիտական քարտուղար

Տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր



S. U. Մարտիրոսյան

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ԸՆԴՀԱՆՈՒՐ ԲՆՈՒԹԱԳԻՐԸ

Հետազոտության արդիականությունը: 2008 թվականի ֆինանսական ճգնաժամը ցույց տվեց, որ գների կայունությանն ու տնտեսական աճին միտված կենտրոնական բանկերի նպատակները կարող են լրջորեն խաթարվել ֆինանսական անկայունության պայմաններում: Բացի այդ, ավանդական դրամավարկային քաղաքականության սահմանափակումները մեծապես անտեսում էին ֆինանսական կայունության հարցերը: Ճգնաժամը ստիպեց կենտրոնական բանկերին իրականացնել անսովոր դրամավարկային քաղաքականություն՝ ինչպես գրոյից ցածր տոկոսադրույքների քաղաքականությունն էր: Այս միջոցառումներն ընդգծեցին ֆինանսական կայունության զուգորդման անհրաժեշտությունը դրամավարկային քաղաքականության հետ: Այսպիսով, մակրոպրոդեցնցիալ կարգավորումը ձեռք բերեց կարևորագույն նշանակություն՝ որպես ֆինանսական կայունությունը բարելավելու գործիք: Ի տարբերություն ավանդական միկրոպրոդեցնցիալ կարգավորման, որը կենտրոնանում է առանձին հաստատությունների ֆինանսական կայունության վրա, մակրոպրոդեցնցիալ կարգավորումը նպատակ ունի մեղմել համակարգային ռիսկերն ու կանխել ֆինանսական անհավասարակշռությունների կուտակումները: 2009 թվականից սկսած աշխարհի շատ կենտրոնական բանկեր սկսեցին ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովումը դիտարկել որպես հիմնական նպատակ կամ նպատակներից մեկը:

2018 թվականին ուժի մեջ մտած նոր Սահմանադրության համաձայն՝ ՀՀ կենտրոնական բանկի համար հիմնական նպատակներ սահմանվեցին գների և ֆինանսական կայունության ապահովումը միաժամանակ: Սա նշանակում է, որ ՀՀ կենտրոնական բանկը, բացի դրամավարկային քաղաքականության իրականացումից, պետք է իրականացնի նաև մակրոպրոդեցնցիալ քաղաքականություն՝ ուղղված ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովմանը:

Ֆինանսական կայունության և դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետ համադրումը դեռևս լայն ուսումնասիրությունների և քանականակ գնահատումների կարիք ունի: Ֆինանսական կայունության և դրամավարկային քաղաքականության փոխազդեցության ճիշտ ըմբռնումը կարևոր է կայուն տնտեսական աճի ապահովման և ապագա ճգնաժամերի կանխարգելման համար: ՀՀ Սահմանադրությամբ ամրագրելուց վեց տարի անց դրամավարկային և մակրոպրոդեցնցիալ քաղաքականությունների համադրման արդյունքների վերաբերյալ գնահատական տալու համար անհրաժեշտ է այս ուղղությամբ կատարել հետազոտություն: Բացի այդ, անհրաժեշտություն է առաջանում նաև հստակեցնել ֆինանսական կայունություն և ֆինանսական համակարգի կայունություն հասկացությունները: Այդ նպատակով ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունության վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության բազմակողմանի վերլուծությունը խիստ կարևոր և արդիական է:

Հետազոտության նպատակը և խնդիրները: Հետազոտության նպատակն է ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունության վրա դրամավարկային քաղաքականության

ազդեցության վերլուծությունն ու գնահատման մոտեցումների մշակումը: Հիմնական նպատակին հասնելու համար առաջադրվել են հետևյալ խնդիրները.

1. վերլուծել դրամավարկային քաղաքականության զարգացման միտումները և իրականացման մոտեցումները,
2. ուսումնասիրել անհնարին երրորդությունը դրամավարկային քաղաքականության ներկա պայմաններում,
3. վերլուծել ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունության և դրամավարկային քաղաքականության համադրելիությունը,
4. քննարկել ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովման մոտեցումներն ու վեր հանել գնահատման խնդիրները,
5. հետազոտել ՀՀ մակրոտնտեսական հիմնական ռիսկերը ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովման համատեքստում,
6. իրականացնել ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունության գնահատում՝ բնութագրող համաթվի կառուցման միջոցով,
7. իրականացնել ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունության վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության գնահատումն ու վեր հանել դրանում առկա խնդիրները,
8. ուսումնասիրել ՀՀ մակրոպրոդեւնցիալ քաղաքականության ռազմավարության անհրաժեշտության հարցը,
9. մշակել և առաջարկել ՀՀ մակրոպրոդեւնցիալ քաղաքականության ռազմավարության հայեցակարգային դրույթներ:

Հետազոտության օբյեկտը և առարկան: Հետազոտության օբյեկտը ՀՀ ֆինանսական համակարգն է, իսկ առարկան՝ ֆինանսական համակարգի կայունության վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության գնահատման հիմնահարցերը:

Հետազոտության տեսական, մեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը: Հետազոտության համար տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել Արժույթի Միջազգային Հիմնադրամի, Եվրոպական կենտրոնական բանկի, Բազելյան Կոմիտեի, Եվրոպական համակարգային ռիսկի խորհրդի, ՀՀ կենտրոնական բանկի, ՀՀ ֆինանսների նախարարության մեթոդական-հետազոտական, ինչպես նաև ոլորտի հետազոտողների աշխատանքները: Տվյալների հավաքագրումն իրականացվել է Արժույթի միջազգային հիմնադրամի (IMF), Տնտեսական համագործակցության և զարգացման կազմակերպության (OECD), ՀՀ Ազգային վիճակագրական կոմիտեի, ՀՀ կենտրոնական բանկի տվյալների շտեմարաններից: Կիրառվել է վեկտոր-ավտոռեգրեսիոն մոդելավորման (VAR), ինչպես նաև Հիմնական բաղադրատարրերի վերլուծության (PCA) գործիքակազմը: Աշխատանքի մեջ կիրառված մեթոդաբանական մոտեցումները ներառում են դրամավարկային և մակրոպրոդեւնցիալ քաղաքականությունների ինստիտուցիոնալ վերլուծությունը, ֆինանսական կայունությունը բնութագրող ցուցանիշների պատմական շարքերի վերլուծությունը, մոդելների մշակումը:

Հետազոտության հիմնական արդյունքները և գիտական նորույթը: Հետազոտական աշխատանքում կատարված ուսումնասիրությունների և

վերլուծությունների արդյունքներն ունեն տեսական, մեթոդական և կիրառական նշանակություն, որոնց գիտական նորություններն արտացոլված են հետևյալ հիմնական դրույթներում.

1. մշակվել է դրամավարկային քաղաքականության միջանկյալ նպատակի ընտրության հարցում կենտրոնական բանկերի կողմից հաշվի առնվող չափորոշիչների SMART սկզբունք,
2. կառուցվել է ՀՀ դրամավարկային և մակրոպրոդենցիալ քաղաքականությունների երկարաժամկետ և կարճաժամկետ նպատակների համադրության մատրիցա,
3. մշակվել է ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունությունը բնութագրող համաթիվ՝ հիմնված ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից մշտադիտարկվող ութ գործոնների համախմբի վրա՝ կիրառելով Հիմնական բաղադրատարրերի վերլուծության (Principal Component Analysis) ծավալների կրճատման մեթոդը,
4. վեկտոր-ավտոռեգրեսիոն (Vector Autoregression) մոդելավորման միջոցով գնահատվել է դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունության վրա,
5. առաջարկվել է Եվրոպական համակարգային ռիսկի խորհրդի չափորոշիչներին բավարարող ՀՀ մակրոպրոդենցիալ քաղաքականության ռազմավարության հայեցակարգային դրույթներ:

Հետազոտության արդյունքների տեսական և գիտագործնական նշանակությունը:

Հետազոտության արդյունքները հնարավոր է օգտագործել ինչպես մեթոդական, այնպես էլ գործնական խնդիրներ լուծելիս, թե՛ ազգային, թե՛ միջազգային ֆինանսատնտեսական կարգավորումներ մշակելիս: Հիմնական շահառուներ կարող են հանդիսանալ պետական մակրոտնտեսական քաղաքականություն մշակողները, ֆինանսական համակարգի մասնակիցները:

Հետազոտության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումները:

Հետազոտության արդյունքները քննարկվել են Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում: Հետազոտության հիմնական գիտական արդյունքներն արտահայտված են 7 գիտական հոդվածներում, որոնցից 1-ը՝ Scopus շտեմարանում ընդգրկված ամսագրում, 3-ը՝ ՀՀ բարձրագույն կրթության և գիտության կոմիտեի կողմից ընդունելի պարբերականներում, 3-ը՝ գիտաժողովի նյութերում:

Հետազոտության կառուցվածքը և ծավալը:

Աշխատանքը կազմված է ներածությունից, երեք գլուխներից, եզրակացությունից, գրականության ցանկից և հավելվածներից: Աշխատանքը շարադրված է 146 մեքենագիր էջի վրա (առանց հավելվածների), ներառում է 41 գծապատկեր և 28 աղյուսակ:

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ՀԱՄԱՌՈՏ ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ

Ատենախոսության առաջին՝ «Դրամավարկային քաղաքականության իրականացման տեսամեթոդաբանական մոտեցումներն ու ֆինանսական համակարգի կայունության համադրելիության հիմնահարցերը» գլխում իրականացվել է դրամավարկային քաղաքականության զարգացման միտումների ուսումնասիրություն, իրականացման մոտեցումների վերլուծություն: Անդրադարձել է կատարվել անհնարին երրորդության հայեցակարգին և դրա արդիականությանը, կատարել է նաև ՀՀ մակրոպրոդենցիալ և դրամավարկային քաղաքականությունների համադրելիության վերլուծություն: Ներկայացվել է ՀՀ-ում ԴԿԲ և Մակրոպրոդենցիալ քաղաքականությունների երկարաժամկետ ու կարճաժամկետ նպատակների համադրության մատրիցա:

Աղյուսակ 1՝ ՀՀ-ում դրամավարկային և մակրոպրոդենցիալ քաղաքականությունների համադրության մատրիցան

	Մակրոպրոդենցիալ քաղաքականության կարճաժամկետ նպատակներ	Մակրոպրոդենցիալ քաղաքականության երկարաժամկետ նպատակներ
Դրամավարկային քաղաքականության կարճաժամկետ նպատակներ	<ul style="list-style-type: none"> -Փաստացի գնաճի մակարդակի վերահսկում -Փաստացի ՀՆԱ-ի աճ -Փաստացի գործազրկության մակարդակի նվազում -Տոկոսադրույք/ԿԲ քաղաքականություն արդյունավետության բարձրացում -Ֆինանսական ցնցումների մեղմացում -Իրացվելիության ապահովում -Շուկաների կայունացում -Համակարգային ռիսկերի մոնիտորինգ և կառավարում -Վստահության պահպանում 	<ul style="list-style-type: none"> Դրամավարկային քաղաքականության կարճաժամկետ նպատակները կարող են միջնաժամկետում հակասել ֆինանսական համակարգի կայունությանը միտված երկարաժամկետ նպատակներին
Դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ նպատակներ	<ul style="list-style-type: none"> Դրամավարկային քաղաքականության երկարաժամկետ նպատակները նպատակում են ֆինանսական համակարգի կայունության կարճաժամկետ նպատակների իրագործմանը 	<ul style="list-style-type: none"> -Մոտեցում գների կայուն մակարդակին -Մոտեցում ներուժային ՀՆԱ-ի մակարդակին -Մոտեցում գործազրկության բնականոն մակարդակին -Մոտեցում չեզոք տոկոսադրույքին -ԸՆկուն ֆինանսական համակարգի խթանում -Կարգավորող շրջանակների ամրապնդում -Համակարգային ռիսկի նվազեցում -Կայուն տնտեսական աճի խթանում -Համաշխարհային ռիսկերի նվազումը կայունության ձևավորում

¹ Աղյուսակը կազմվել է հեղինակի կողմից

Երկրորդ՝ «ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունությանը խոչընդոտող գործոնների վերլուծություն գնահատում» գլխում ուսումնասիրվել են ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովման մոտեցումները, գնահատման խնդիրները, դիտարկվել են ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովման համատեքստում ՀՀ մակրոտնտեսական հիմնական ռիսկերը: Մշակվել է ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունությունը բնութագրող համաթիվ: ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունության վերաբերյալ որոշակի ամբողջական գնահատումներ տալու նպատակով առանձնացրել ենք ԿԲ կողմից մշտադիտարկվող 8 ցուցանիշներ, սակայն օգտագործելով դրանք իբրև ֆինանսական համակարգի կայունությունը բնութագրող համաթիվ բաղադրիչներ:

Ֆինանսական համակարգի կանոնության համաթիվը ներկայացրել ենք որպես ֆունկցիա ներքոնշյալ փոփոխականներից.²

$$FSI = f(LGDP + CE + CA + NL + RA + RE + LA + LD)$$

Մոդելում կատարել ենք հետևյալ նշանակումները.

1. FSI՝ Ֆինանսական համակարգի կայունությունը բնութագրող համաթիվ
2. LGDP-Վարկեր/ՀՆԱ հարաբերության շեղումն իր թրենդից, %
3. CE-Նորմատիվային ընդհանուր կապիտալ/Ռիսկով կշռված ակտիվներ, %
4. CA-Առաջին մակարդակի կապիտալ/Ռիսկով կշռված ակտիվներ, %
5. NL-Չաշխատող վարկեր/Ընդհանուր վարկեր, %
6. RA-Շահութաբերությունն ըստ ակտիվների, %
7. RE-Շահութաբերությունն ըստ կապիտալի, %
8. LA-Բարձր իրացվելի ակտիվներ/Ընդհանուր ակտիվներ, %
9. LD-Բանկի բարձր իրացվելի ակտիվներ/Ցպահանջ պարտավորություններ, %:

Այդուսակ 2-ում ներկայացրել ենք ֆինանսական համակարգի կայունության համաթիվ բաղադրիչների համար գործող սահմանաչափերը:

Աղյուսակ 2. Ֆինանսական համակարգի կայունությունը բնութագրող համաթիվ բաղադրիչների սահմանային ցուցանիշները

N	Բաղադրիչ	Անվանում	Սահմանային ցուցանիշ
1	LGDP	Վարկեր/ՀՆԱ հարաբերության շեղումն իր թրենդից, %	0%
2	CE	Նորմատիվային ընդհանուր կապիտալ/Ռիսկով կշռված ակտիվներ, %	12%
3	CA	Առաջին մակարդակի կապիտալի հարաբերությունը ռիսկով կշռված ակտիվներին, %	9%
4	NL	Չաշխատող վարկերի հարաբերությունը ընդհանուր վարկերին, %	↓
5	RA	Շահութաբերությունն ըստ ակտիվների, %	↑
6	RE	Շահութաբերությունն ըստ կապիտալի, %	↑
7	LA	Բարձր իրացվելի ակտիվների հարաբերությունն ընդհանուր ակտիվներին, %	15%
8	LD	Բանկի բարձր իրացվելի ակտիվների հարաբերությունը ցպահանջ պարտավորություններին, %	60%

² Սույն աշխատանքում մեր կողմից կատարվել են որոշակի փոփոխություններ «The efficiency of ensuring the financial security of Armenia: new approaches» հոդվածում ներկայացված ֆունկցիայի փոփոխականների կազմում, ինչպես նաև ներկայացված ֆունկցիայի օգնությամբ կառուցվել է նոր մոդել

Բաղադրիչներից որոշների մասով ՀՀ օրենսդրությամբ կամ այլ կարգավորումներով որևէ սահմանաչափ չի սահմանվում, սակայն այս դեպքում էլ հնարավոր է տալ դրանց փոփոխության ցանկալի ուղղությունը՝ ֆինանսական համակարգի կայունության տեսանկյունից:

Ելնելով ֆինանսական համակարգի կայունության ընդհանուր տրամաբանությունից՝ վերջինիս կայունությունը կլինի բարձր, եթե.

1. Վարկեր/ՀՆԱ հարաբերության շեղումն իր թրենդից փոքր կամ հավասար լինի գրոյից, այսինքն՝

$$LGDP - LGDP_t = 0 \text{ կամ}$$

$$\Delta LGDP = LGDP - LGDP_t = 0$$

Որտեղ $LGDP_t$ -ն Վարկեր/ՀՆԱ հարաբերության թրենդն է³:

2. Նորմատիվային ընդհանուր կապիտալ/Ռիսկով կշռված ակտիվներ հարաբերակցությունը մեծ կամ հավասար լինի սահմանային ցուցանիշից, այսինքն՝

$$CE \geq CE_t \text{ կամ}$$

$$\Delta CE = CE_t - CE \leq 0$$

Որտեղ CE_t -ն սահմանային ցուցանիշի շեմն է:

3. Առաջին մակարդակի կապիտալ/Ռիսկով կշռված ակտիվներ հարաբերությունը մեծ կամ հավասար լինի սահմանային ցուցանիշից, այսինքն՝

$$CA \geq CA_t \text{ կամ}$$

$$\Delta CA = CA_t - CA \leq 0$$

Որտեղ CA_t -ն սահմանային ցուցանիշի շեմն է:

4. Չաշխատող վարկեր/Ընդհանուր վարկեր հարաբերությունը ձգտի գրոյի, այսինքն՝

$$NL_t \rightarrow 0 \text{ կամ}$$

$$\Delta NL = NL_t - NL \leq 0$$

Որտեղ NL_t -ն ցուցանիշի ցանկալի մակարդակն է:

5. Շահութաբերությունն ըստ կապիտալի հավասար լինի 1-ի (կամ 100%), այսինքն՝

$$RC_t = 1 \text{ կամ}$$

$$\Delta RC = RC - RC_t \leq 0$$

Որտեղ RC_t -ն ցուցանիշի ցանկալի մակարդակն է:

6. Շահութաբերությունն ըստ ակտիվների հավասար լինի 1-ի (կամ 100%), այսինքն՝

$$RA_t = 1 \text{ կամ}$$

$$\Delta RA = RA - RA_t \leq 0$$

Որտեղ RA_t -ն ցուցանիշի ցանկալի մակարդակն է:

7. Բարձր իրացվելի ակտիվներ/Ընդհանուր ակտիվներ հարաբերությունը մեծ կամ հավասար լինի սահմանային ցուցանիշից, այսինքն՝

$$LA \geq LA_t \text{ կամ}$$

$$\Delta LA = LA_t - LA \leq 0$$

³ Վարկեր/ՀՆԱ հարաբերության թրենդը հաշվարկելիս կիրառվել է Hodrick–Prescott filter (թրենդի հարթեցում), որտեղ $\lambda=400,000$

Որտեղ LA_t -ն սահմանային ցուցանիշի շեմն է:

8. Բանկի բարձր իրացվելի ակտիվներ/Ցպահանջ պարտավորություններ հարաբերությունը մեծ կամ հավասար լինի սահմանային ցուցանիշից, այսինքն՝

$$LD \geq LD_t \text{ կամ} \\ \Delta LD = LD_t - LD \leq 0$$

Որտեղ LD_t -ն սահմանային ցուցանիշի շեմն է:

Ստացված ցուցանիշների գումարն անվանենք ֆինանսական համակարգի կայունությունը բնութագրող համաթիվ և նշանակենք K_{FS} -ով:

Ըստ նոր նշանակման՝ համաթիվը կունենա հետևյալ հավասարումը՝

$$K_{FS} = \Delta LGDP + \Delta CE + \Delta CA + \Delta NL + \Delta RA + \Delta RE + \Delta LA + \Delta LD$$

Ատենախոսության Հավելված 2.3.1-ում հաշվարկել և ներկայացրել ենք ֆինանսական համակարգի կայունության համաթիվի մեջ մտնող բաղադրատարրերի արժեքները ՀՀ համար 2013-2023 թթ. եռամսյակային տվյալներով՝ հիմք ընդունելով նախորդ բանաձևը:

Ելնելով վերոնշյալ հավասարումից՝ ֆինանսական համակարգի կայունության համաթիվը կլինի բարձր, եթե.

$$K_{FS} \leq 0$$

Գործնականում համաթիվի հետ աշխատելը դյուրինացնելու նպատակով K_{FS} -ը **բազմապատկենք -1-ով**՝ կատարելով ևս մեկ նշանակում.

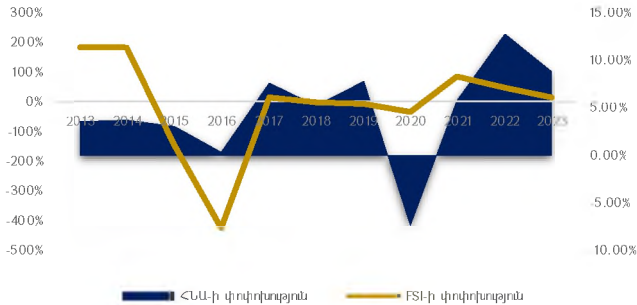
$$FSI = -1 * (K_{FS}) \geq 0$$

Ֆինանսական համակարգի կայունության համաթիվի գործնական նշանակությունը բարձրացնելու անհրաժեշտությամբ պայմանավորված՝ մոդելում ներառված ութ փոփոխականներին համապատասխան կշիռներ վերագրելու նպատակով կիրառել ենք Հիմնական բաղադրատարրերի՝ Principal components analysis (PCA) մեթոդը⁴, որի արդյունքում ֆինանսական համակարգի կայունության համաթիվի հավասարումը ստացել է հետևյալ տեսքը.

$$FSI = f(0.49LGDP + 0.23CE + 0.16CA + 0.05NL + 0.03RA + 0.009RE + 0.002LA \\ + 0.0009LD)$$

Գծապատկեր 1-ում ներկայացրել ենք ֆինանսական համակարգի կայունության համաթիվի և ՀՆԱ-ի փոփոխության դինամիկան 2013-2023թթ. ընթացքում, և ինչպես ակնհայտորեն երևում է գծապատկերից՝ ՀՆԱ-ի աճի տեմպի հետ միասին նույն ուղղությամբ փոխվում է նաև FSI-ն:

⁴ Principal components analysis (PCA) մոդելավորման համար կիրառվել է Python 3.13 ծրագրավորման լեզուն՝ Numpy, Matplotlib, Pandas գրադարանների միջոցով: PCA-ն օգնում է մեկնաբանել տվյալները՝ պարզեցնելով բազմաչափ տվյալները և պահպանելով դրանց հիմնական միտումներն ու օրինաչափությունները: Դա արվում է բազմաչափ տվյալների փոխակերպմամբ, որոնք էլ հանդես են գալիս որպես մոդելի հատկությունների ամփոփում:



Երրորդ՝ «ՀՀ Ֆինանսական համակարգի կայունության և դրամավարային քաղաքականության փոխազդեցության դրսևորումները և գնահատումը» գլխում VAR մոդելավորման գործիքակազմի օգնությամբ գնահատվել է Ֆինանսական համակարգի կայունության համաթվի (FSI), Փոխարժեքի փոփոխության (EXR), Ֆինանսական պարբերաշրջանի համաթվի (FCI) և Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի (RFR) փոխազդեցությունը՝ դիտարկելով վերջիններիս 2013-2023 թվականների եռամսյակային ժամանակային շարքերը: Կառուցվել են համապատասխան իմպուլսային արձագանքման ֆունկցիաներ⁶ (Impulse response functions), կատարվել է «Գրեյնջեր Քաուսալիթի» թեստավորում (Granger Causality Test) և Կանխատեսման սխալի շեղումների տարրալուծում (Forecast error variance decomposition. FEVD):

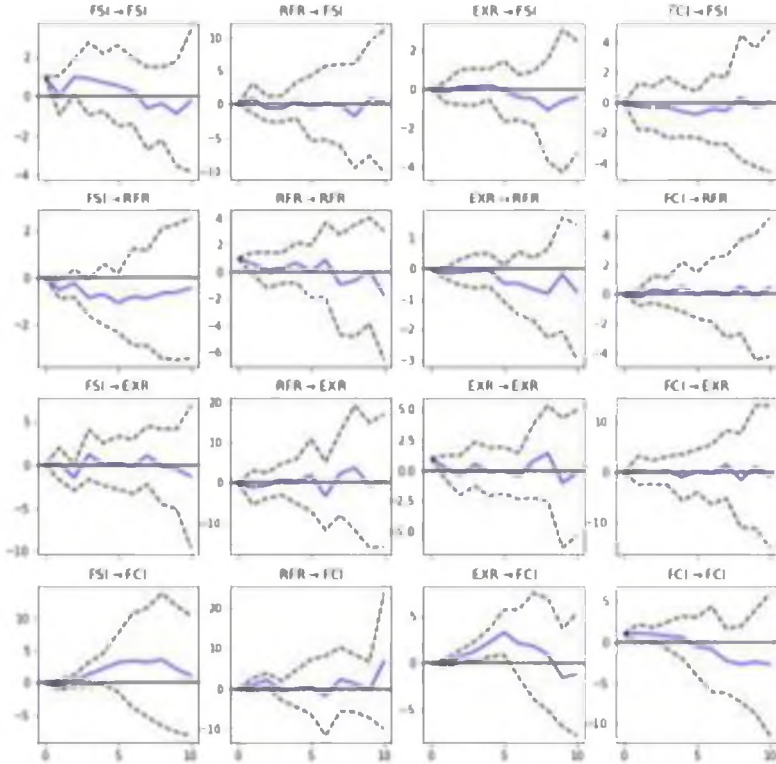
Այս նպատակով կատարել ենք հետևյալ քայլերը.

1. դիտարկել ենք ֆինանսական համակարգի կայունության համաթվի (FSI), Փոխարժեքի փոփոխության (EXR), Ֆինանսական պարբերաշրջանի համաթվի (FCI) և Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի (RFR) 2013-2023 թվականների եռամսյակային ժամանակային շարքերը,
2. VAR մոդելավորման համար օգտագործել ենք Python 3.13 ծրագրավորման լեզվի Statsmodels գրադարանը,
3. կառուցել ենք իմպուլսային արձագանքման ֆունկցիա (Impulse response function)՝ տեսնելու համար, թե ինչպես են նշված չորս փոփոխականները փոխազդում միմյանց հետ,
4. իմպուլսային արձագանքման ֆունկցիան կառուցել ենք Gholesky մեկ ստանդարտ շեղում սկզբունքով,
5. իրականացրել ենք Granger Causality թեստավորում,
6. դիտարկել ենք Կանխատեսման սխալի շեղումների տարրալուծման արդյունքները (forecast error variance decomposition):

⁵ Գծապատկերը կազմվել է հեղինակի կողմից

⁶ Առավել մանրամասն տես՝ “Assessing monetary policy effects on the financial system stability of Armenia”, M. Avetisyan, “MESSENGER of ASUE”, 2024 N2, pg 56-66

Գծապատկեր 2⁷ Փոփոխականների արձագանքը միյանց նկատմամբ (Response to Cholesky One S.D. innovations ± 2 S. E)



Գծապատկեր 2-ում ներկայացված է ֆինանսական համակարգի կայունության համաթվի, Փոխարժեքի փոփոխության, Ֆինանսական պարբերաշրջանի համաթվի և Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի իմպուլսային արձագանքման արդյունքները: Կապույտ գծով ներկայացված է Իմպուլսային արձագանքման ֆունկցիան, որն իրենից ներկայացնում է մոդելում համապատասխան փոփոխականի արձագանքը մոդելի այլ փոփոխականներից որևէ մեկի մեկանգամյա ցնցմանը (shock): Կետագծերով ներկայացված է Իմպուլսային արձագանքման ֆունկցիայի վստահության միջակայքը, այսինքն՝ համապատասխան փոփոխականի իրական տատանումների հավանական միջակայք՝ ի պատասխան փոփոխականներից մեկի մեկանգամյա ցնցմանը: Գծապատկերի հորիզոնական առանցքը ցույց է տալիս դիտարկվող 10-ամյա ժամանակաշրջանն ըստ եռամսյակների, իսկ ուղղահայաց առանցքը՝ արձագանքման տոկոսային միջակայքը:

⁷ Գծապատկերը կազմվել է հեղինակի կողմից՝ Python 3.13 ծրագրավորման լեզվի Numpy, Pandas, Statsmodels, Matplotlib, գրադարանների միջոցով

Այսպիսով, Փոխարժեքն էական ազդեցություն ունի դիտարկվող փոփոխականների վրա: Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը ճշգրտվում է՝ ի պատասխան ֆինանսական պարբերաշրջանի համաթվի և ֆինանսական համակարգի կայունության համաթվի ավելի լայն փոփոխությունների՝ արտացոլելով ՀՀ դրամավարկային քաղաքականության ռեակտիվ վարքագիծը: Իր հերթին Ֆինանսական համակարգի կայունության համաթիվն էականորեն ազդում է Փոխարժեքի և Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վրա՝ ընդգծելով դրամավարկային քաղաքականության և ազգային արժույթի կայունության կարևորությունը ֆինանսական համակարգի կայունության համատեքստում:

Ֆինանսական պարբերաշրջանի համաթիվը մեծապես կախված է Փոխարժեքի դինամիկայից, ինչը ենթադրում է զգայունություն արտաքին ցնցումների կամ փոխարժեքի տատանումների նկատմամբ:

Պետք է նկատել ֆինանսական համակարգի փոխկապակցվածությունը դիտարկվող փոփոխականների հետ, ստացված արդյունքները փաստում են, որ դրամավարկային և մակրոպորտբենցիալ հավաճները խիստ փոխկապակցված են միմյանց հետ: Եվ չնայած նրան, որ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի կիրառման արդյունքները ոչ միշտ են տեսանելի, այնուամենայնիվ, գնալով նվազում են դրա կիրառման արդյունավետության վրա բացասաբար ազդող գործոնները (դոլարայնացման բարձր մակարդակը, բանկային համակարգի նկատմամբ վստահության պակասը, բնակչության ֆինանսական ներգրավվածության ցածր մակարդակը, և այլն), և հետևապես դրամավարկային կամ մակրոպորտբենցիալ գործիքներից որևէ մեկի կիրառման պարագայում կենտրոնական բանկը պետք է հաշվարկի դրա լազավորված ազդեցությունը մյուսի վրա:

Վերլուծության հետ կապված այլ եզրահանգումները ներկայացված են եզրակացությունների բաժնում:

Սույն գլխում հիմնավորել է նաև ՀՀ մակրոպորտբենցիալ քաղաքականության ռազմավարության անհրաժեշտությունը և առաջարկել դրա հայեցակարգային դրույթները:

Ատենախոսությունում դրամավարկային քաղաքականության, ֆինանսական համակարգի կայունության և վերջինիս գնահատման ու դրանց փոխազդեցությունների հետ կապված վերլուծությունները հանգեցրել են հետևյալ հիմնական **եզրակացություններին**:

1. Ֆինանսական համակարգերի աճող գլոբալացումը և փոխկապակցվածությունը լրացուցիչ մարտահրավերներ են առաջացնում դրամավարկային քաղաքականության համար: Միջազգային ֆինանսական կայունության խնդիրներն անուղղակիորեն ազդում են տեղական դրամավարկային քաղաքականության վրա, ուստի, գների և ֆինանսական կայունության փոխազդեցությունը դիտարկելիս պետք է նկատի ունենալ նաև այս հանգամանքը:
2. Դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետությունը և ֆինանսական կայունությանը միտված քաղաքականության հաջողությունը զգալիորեն պայմանավորված է կենտրոնական բանկի հաղորդակցման ռազմավարությունից: Ապագա քաղաքականության մտադրությունների լուսաբանումը դարձել է կարևոր

գործիք շուկայի սպասումների և ֆինանսական կայունության կառավարման հարցում: Ուստի, անհրաժեշտ է կարևոր տեղ հատկացնել հասարակության սպասումների ձևավորմանն ու կառավարմանը՝ ի նպաստ երկու քաղաքականությունների համադրման:

3. Մեր գնահատմամբ ՀՀ կենտրոնական բանկի սահմանումը ֆինանսական համակարգի կայունության վերաբերյալ լիարժեքորեն չի արտահայտում տվյալ տնտեսական երևույթի ողջ բովանդակությունը, ուստի առաջարկում ենք ֆինանսական համակարգի կայունության հետևյալ սահմանումը՝ նախևառաջ հստակեցնել նաև դրա թիրախային նշանակությունը:

Նշանակություն. Ֆինանսական կայունության թիրախային դերը ներառում է ֆինանսական կայունության հնարավոր սպառնալիքների վերլուծությունը, ներկա իրավիճակի գնահատումը, ապագա հեռանկարների մոդելավորումը և ռիսկերի գնահատման վրա հիմնված քաղաքականության գործողությունները:

Ասահմանում. Ֆինանսական համակարգի կայունությունն իրավիճակն է, որի պայմաններում ֆինանսական համակարգը կլանում և կանխարգելում է համակարգային ցնցումներն ու ռիսկերը՝ այդ կերպ նպաստելով երկրի երկարաժամկետ կայուն տնտեսական աճի ապահովմանը:

4. ՀՀ կենտրոնական բանկի ռազմավարությունում առկա են մի շարք խնդիրներ, որի բարելավման դրույթները ներկայացրել ենք ստորև.
- Ֆինանսական կայունության վերաբերյալ սահմանված նպատակն ու վերջինիս բնութագրիչները չեն համապատասխանում նպատակների սահմանման համար միջազգայնորեն ընդունված SMART սկզբունքին, ինչի արդյունքում հնարավոր չէ հստակ չափել և գնահատել նպատակի կատարումը կամ դրա ընթացքը, հետևաբար անհրաժեշտ է բարելավման աշխատանքներ իրականացնել ոչ միայն ֆինանսական կայունության ապահովման ռազմավարական առաջնահերթության, այլև մյուս առաջնահերթությունները SMART սկզբունքին համապատասխանեցնելու ուղղությամբ:
 - Քանի որ կենտրոնական բանկն իր ռազմավարության իրականացման համար պետք է փորձի հասնել այնտեղ սահմանված բոլոր նպատակներին, իսկ ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովումը հավասար կշիռով է այլ ռազմավարական առաջնահերթությունների հետ, սրանով խախտվում է ՀՀ ԿԲ գլխավոր նպատակներին՝ գների և ֆինանսական կայունության ապահովմանն առաջնահերթություն տալու օրենսդրական պահանջը, այսինքն ռազմավարության մեջ ևս պետք է հստակորեն արտահայտվի այս երկու նպատակների գերակայությունն ու դրանց իրականացմանը ուղղված գործողությունների բարձր առաջնահերթությունը:
 - Ֆինանսական համակարգի կայունության ապահովումը ՀՀ ԿԲ երկու գլխավոր նպատակներից մեկն է, այսինքն, քանի դեռ Սահմանադրությամբ այլ բան չի նեխատեսվել, ԿԲ-ն մշտապես պարտավոր է իր ողջ գործիքակազմով ապահովել դրա կատարումը, սակայն, երբ ֆինանսական կայունության ապահովումը միայն որպես ԿԲ որևէ տարվա ռազմավարական առաջնահերթություն է ներառվում

փաստաթղթում, թերագնահատվում է դրա կարևորությունը, իսկ փաստաթղթի ձևաչափը սահմանափակում է դրա ապահովման մեխանիզմների վերաբերյալ ավելի մանրամասն նկարագրություն տալու հնարավորությունը:

- Ռազմավարության ուղղվածությունն ավելի շատ կենտրոնական բանկի արձագանքող (reactive) քաղաքականության մասին է խոսում, քան՝ նախաձեռնող (proactive), ինչն ինքնին հակասում է ռազմավարական փաստաթղթի գաղափարին, ուստի անհրաժեշտ է վերանայել փաստաթղթի ընդհանուր տրամաբանությունը՝ համապատասխանեցնելով այն արևմտյան առաջատար կենտրոնական բանկերի համապատասխան փաստաթղթի կառուցվածքին:
5. Ուսումնասիրելով աշխարհի 194 երկրների փորձը դրամավարկային քաղաքականության անվանական խարխսի ընտրության հարցում՝ արձանագրել ենք, որ երկրների 13%-ն առաջնորդվում է փողի ազդեցատների նպատակադրման ռազմավարությամբ, 23%-ը՝ գնաճի նպատակադրման, 42%-ը՝ փոխարժեքի նպատակադրման, և 22%-ը՝ այլ տիպի նպատակադրման ռազմավարությամբ: Ընդ որում, փոխարժեքի նպատակադրման ռազմավարություն ընտրած երկրների 45%-ն իր արժույթը ֆիքսել է ԱՄՆ դոլարի, 32%-ը՝ Եվրոյի, 10%-ը՝ արտարժույթային զամբյուղի, և 12%-ն այլ արտարժույթների նկատմամբ:
 6. Ֆինանսական կայունության գնահատման ցուցանիշների մեթոդի համակողմանի դիտարկման արդյունքում եզրակացրել ենք, որ մեթոդի ուժեղ կողմերն են՝ վերլուծության տեսանկյունից մատչելի լինելը, դրանց առնչվող տվյալների հրապարակայնությունը, այլ երկրների համանման կամ նույն ցուցանիշների հետ համեմատելու հնարավորությունը, հստակ և միանշանակ լինելը: Մեթոդի թույլ կողմերն են՝ չի տալիս կանխատեսումներ կատարելու հնարավորության բացակայությունը, ֆինանսական համակարգի իրական վիճակի ոչ համարժեք արտացոլումը, համընդհանուր բնույթ ունենալու պատճառով հաճախ ունակ չէ արտացոլել տնտեսության առանձնահատկությունները, մեծ մասամբ արտացոլում է բանկային համակարգում առկա ռիսկերը:
 7. Ֆինանսական կայունության գնահատման մոդելավորման մեթոդի համակողմանի դիտարկման արդյունքում եզրակացրել ենք, որ մեթոդի ուժեղ կողմերն են՝ Ընձեռում է կանխատեսումներ կատարելու հնարավորության առկայությունը, ճիշտ ընտրված պարամետրերի դեպքում ֆինանսական համակարգի ներկա վիճակը համարժեք արտացոլելու հնարավորությունը, կոնկրետ որևէ տնտեսական առանձնահատկություն արտացոլելը՝ կենտրոնանալով կախյալ փոփոխականի վարքագծի վրա: Մեթոդի թույլ կողմերն են՝ վերլուծության տեսանկյունից մատչելի չլինելն ու մոդելավորման կոնկրետ հմտություններ ունենալը, մոդելում ներառվող գործոնների առանձնահատուկ բնույթով պայամանվորված՝ դրանց առնչվող տվյալների բացակայությունը:
 8. Ֆինանսական կայունության վերաբերյալ ԱՄՀ կողմից սահմանված և ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից հաշվարկվող ցուցանիշները դեռևս մշակման կարիք ունեն, քանի որ դրանք միայն բանկային համակարգին են վերաբերում: Չնայած նրան, որ կենտրոնական բանկը ֆինանսական կայունությանը խոչընդոտող ռիսկերը

բաժանում է երեք խմբի՝ արտաքին, ներքին և բուն ֆինանսական համակարգում առաջացող, այնուամենայնիվ, ԿԲ-ն ֆինանսական կայունության գնահատման համար հաշվարկվող ցուցանիշների հիմքում միայն բուն բանկային համակարգում առաջացող ռիսկերի չեզոքացումն է դնում:

9. Կենտրոնական բանկի կողմից հաշվարկվող ցուցանիշների համակարգը, որը բնութագրում է Հայաստանում դոլարայնացման մակարդակը, արտացոլում է միայն իրավիճակն առևտրային բանկերում և վարկային կազմակերպություններում, սակայն պարզ է, որ տնտեսության այլ ոլորտներ ևս ունեն դոլարայնացման զգալի մակարդակ: Այս ոլորտներին վերաբերող ցուցանիշները ևս պետք է ներառվեն կենտրոնական բանկի կողմից հաշվարկվող ցուցանիշների շարքում: Սակայն արձանագրել ենք նաև, որ թե՛ նշված ցուցանիշների դինամիկան դիտարկելիս, և թե՛ տնային տնտեսությունների ավանդների արժույթային կառուցվածքը դիտարկելիս նկատվում է դոլարայնացման մակարդակի նվազում: Մասնավորապես, պատմական ողջ ժամանակահատվածի համար առաջին անգամ դրամային ավանդների կշիռը տնային տնտեսությունների ընդհանուր ավանդներում գերազանցել է արտարժույթային ավանդներին:
10. Մեր կողմից առաջարկվել և հաշվարկվել է ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունությունը բնութագրող համաթիվ, որի վերաբերյալ կարելի է կատարել հետևյալ դատողությունները.
- Առանձնացված 8 ցուցանիշների ընտրությունն արդարացված է, քանի որ վերջիններիս մասնակցությամբ կառուցված մոդելի արդյունքները հստակորեն բացատրում են համապատասխան ժամանակահատվածում ՀՀ տնտեսության իրողություններն ու զարգացումները:
 - Մոդելը այլ հավանական էնդոգեն և էկզոգեն գործոնների ներմուծման հնարավորություն է տալիս:
 - Մոդելն էականորեն ավելի լավ արդյունքներ ցույց տվեց PCA մեթոդով փոփոխականներին կշիռներ տալու շնորհիվ, քան վերջիններիս հավասար կշիռներ վեազրելու մեթոդն էր:
 - Մոդելի բաղադրատարրերի գործակիցների հստակությունն ապահովելու շնորհիվ ապագա որոշ սցենարների ի հայտ գալու պարագայում մոդելը կանխատեսումներ իրականացնելու հնարավորություն է տալիս:
 - Մոդելը հնարավորություն է տալիս նաև իրականացնել սցենարային թեստավորումներ, այսինքն մոդելավորել ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունությանը սպառնացող իրավիճակներ և ստուգել ֆինասական համակարգի արձագանքն այդ սցենարներին:
11. Դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի և ԿԲ կողմից հաշվարկվող ֆինանսական կայունության ցուցանիշների 2014-2024թթ. ամսական դինամիկան և վերջիններիս կորելացիոն կապը դիտարկելիս եկել ենք հետևյալ եզրահանգումներին.
- Նորմատիվային ընդհանուր կապիտալի ու ռիսկով կշռված ակտիվների հարաբերության և վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի միջև կա աննշան,

բայց դրական կորելացիոն կապ ($\text{correl}=0.1$), որը համապատասխանում է մեր կողմից ներկայացված փոխանցումային մեխանիզմին:

- Չաշխատող վարկերի ու ընդհանուր վարկերի հարաբերության և վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի միջև կա աննշան, բայց բացասական կորելացիոն կապ ($\text{correl}=-0.2$), որը համապատասխանում է մեր կողմից ներկայացված փոխանցումային մեխանիզմին:
- Բարձր իրացվելի ակտիվների ու ընդհանուր ակտիվների հարաբերության և վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի միջև կա թույլ, բայց դրական կորելացիոն կապ ($\text{correl}=0.43$), որը համապատասխանում է մեր կողմից ներկայացված փոխանցումային մեխանիզմին:

12. Գնահատելով մեր կողմից առաջարկված ֆինանսական համակարգի կայունության համաթվի արձագանքը VAR մոդելում ներառված մյուս փոփոխականների փոփոխությանը՝ կատարել ենք հետևյալ եզրահանգումները.

- **«Գրեյնջեր քառասալիթի» թեստի արդյունքներով** գրոյական հիպոթեզը 99% վստահելիության միջակայքում հերքվել է, այսինքն Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի, փոխարժեքի և Ֆինանսական պարբերաշրջանի համաթվի փոփոխությունները զգալիորեն ազդում են Ֆինանսական համակարգի կայունության համաթվի վրա ($p=0.001$)՝ հաստատելով փոխկախվածությունը այս փոփոխականների հետ: Զրոյական հիպոթեզը 99%-ից բարձր վստահելիության միջակայքում հերքվել է, այսինքն Ֆինանսական համակարգի կայունության համաթիվը, Փոխարժեքը և Ֆինանսական պարբերաշրջանի համաթիվը շատ ուժեղ ազդեցություն ունեն Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի վրա ($p<0.001$)՝ հաստատելով փոխկախվածությունն այս փոփոխականների հետ: Զրոյական հիպոթեզը 93% հավանականությամբ չհերքվեց ($p=0.07$), ինչը ցույց է տալիս, որ Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը, Ֆինանսական համակարգի կայունության համաթիվը և ֆինանսական պարբերաշրջանի համաթիվը չունեն նշանակալի ազդեցություն Փոխարժեքի փոփոխության վրա: Զրոյական հիպոթեզը 99%-ից բարձր վստահելիության միջակայքում հերքվել է, այսինքն Ֆինանսական համակարգի կայունության համաթիվը, վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը և փոխարժեքը շատ ուժեղ ազդեցություն ունեն Ֆինանսական պարբերաշրջանի համաթվի վրա ($p < 0,001$)՝ հաստատելով փոխկախվածությունն այս փոփոխականների հետ:

- **Կանխատեսման սխալի շեղումների տարրալուծման արդյունքներով** Ֆինանսական համակարգի կայունության համաթիվը ժամանակաշրջանի սկզբում բացատրվում է ինքն իր ցնցումով (100%), սակայն ժամանակի ընթացքում ազդեցությունները դիվերսիֆիկացվում են և արդեն դիտարկվող ժամանակաշրջանի վերջում Փոխարժեքի ազդեցությունը կազմում է 44.7%, վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքինը՝ 16.5% և Ֆինանսական պարբերաշրջանի համաթիվինը՝ 5.7%: Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի մասով զգդեցությունները փոխվում են ժամանակի ընթացքում, սակայն Ֆինանսական համակարգի կայունության համաթվի ազդեցությունը

հետևողականորեն շարունակում է նշանակալի մնալ՝ 41%, իսկ Փոխարժեքը ժամանակաշրջանի վերջում բացատրում է փոփոխության 46,8%-ը: Փոխարժեքի փոփոխությունը հիմնականում պայմանավորված է իր անցյալի արժեքներով (սկզբում 51,5%, իսկ ժամանակաշրջանի վերջում նվազելով մինչև 39%): Դիտարկվող ժամանակաշրջանի վերջում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը բացատրում է փոփոխության 12.7%-ը և Ֆինանսական համակարգի կայունության համաթիվը՝ փոփոխության 40%-ը: Ֆինանսական պարբերաշրջանի համաթիվը ամանակաշրջանի սկզբում բացատրվում է ինքն իր ցնցումով՝ 47%, սակայն փոխարժեքը դառնում է հիմնական շարժիչ ուժը՝ ժամանակաշրջանի վերջում դառնալով 58.4%, ավելի փոքր ազդեցություն ունի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը՝ 24%:

- Այսպիսով, չնայած նրան, որ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի կիրառման արդյունքները ոչ միշտ են տեսանելի, այնուամենայնիվ, գնալով նվազում են դրա կիրառման արդյունավետության վրա բացասաբար ազդող գործոնները (դոլարայնացման բարձր մակարդակը, բանկային համակարգի նկատմամբ վստահության պակասը, բնակչության ֆինանսական ներգրավվածության ցածր մակարդակը, և այլն), և հետևապես դրամավարկային կամ մակրոպրոդեյնցիալ գործիքներից որևէ մեկի կիրառման պարագայում կենտրոնական բանկը պետք է հաշվարկի դրա լազավորված ազդեցությունը մյուսի վրա: Տնտեսական քաղաքականություն մշակելիս խիստ անհրաժեշտ է մեծ տեղ հատկացնել դիտարկվող և այլ մակրոտնտեսական հիմնարարների փոխկապվածության բացահայտմանը:
13. Հիմնավորելով ՀՀ մակրոպրոդեյնցիալ քաղաքականության ռազմավարության անհրաժեշտությունը՝ առաջարկել ենք այդ ռազմավարության բաժիններն ու դրանց հայեցակարգային դրույթները. Ստորև ներկայացված են նշված բաժինները.
- 1) Մակրոպրոդեյնցիալ կարգավորման հիմքերը
 - 2) Կենտրոնական բանկի մանդատը
 - 3) Մանդատի կիրառման իրավասությունները, լիազորությունները եվ սկզբունքները
 - 4) Որոշումների ընդունումը եվ հաղորդակցությունը
 - 5) Կենտրոնական բանկի մակրոպրոդեյնցիալ քաղաքականությունը
 - Նույնականացման և գնահատման փուլ
 - Ֆինանսական համակարգի ճկունության գնահատման փուլ
 - Գործիքների ընտրության և կարգավորման փուլ
 - Գործիքների կիրառման և հաղորդակցման փուլ
 - Արդյունավետության գնահատման փուլ
 - 6) Ինստիտուցիոնալ շրջանակը
 - 7) Համակարգային ռիսկի գնահատում
 - 8) Քաղաքականության գործիքներ
 - 9) Գնահատում եվ ճշգրտում
 - 10) Միջազգային համագործակցության համակարգում
 - 11) Արտակարգ իրավիճակների հաղթահարում:

Ատենախոսության հիմնադրույթներն արտացոլված են հետևյալ հրապարակումներում.

1. **Ա. Մարկոսյան, Մ. Ավետիսյան**, «Փոխարժեքի ռեժիմների ընտրության չափանիշները և դրանց հնարավոր կիրառման գնահատումը», «ԷԿՈՆՈՄԻԿԱ» Գիտական հանդես, 2018, էջ 36-37
2. **Մ. Ավետիսյան**, «Բանկային ճգնաժամերը պայմանավորող գործոնների համեմատական վերլուծություն Հայաստանի և Արցախի տնտեսությունների համար», «ԳԻՏԱԿԱՆ ԱՐՑԱԽ» Պարբերական, 2019, էջ 163-175
3. **Մ. Ավետիսյան**, «Հայաստանում ֆինանսական համակարգի կայունության և դրամավարկային քաղաքականության մի քանի հարցերի շուրջ», «**ԲԱՆԲԵՐ ՀՊՏՀ**», N4, 2020, էջ 85-97
4. **Г. Салназарян, Л. Аветисян, М. Аветисян**, Международные валютные резервы как показатель финансовой безопасности, «**UNIVERSUM: ЭКОНОМИКА И ЮРИСПРУДЕНЦИЯ**» электрон. научн. журн., 2022 3(90), ст. 1-5
5. **G. Salnazaryan, A. Hayrapetyan, M. Avetisyan, L. Avetisyan**, “The efficiency of ensuring the financial security of Armenia: New approaches”, “**JOURNAL OF LIBERTY AND INTERNATIONAL AFFAIRS**” (Scopus indexing journal) 8 (3), 2022, pg 22-33
6. **M. Avetisyan**, “Assessing monetary policy effects on the financial system stability of Armenia”, “**MESSENGER of ASUE**”, 2024 N2, pg 56-66

АВЕТИСЯН МАРИНЕ
ОЦЕНКА ВЛИЯНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА СТАБИЛЬНОСТЬ
ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ РА

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 02.00.03 - «Финансы, бухгалтерский учет»

Защита диссертации состоится 13-го марта 2025г. в 14:00 на заседании специализированного совета 014, действующего при Армянском государственном экономическом университете, по адресу: г. Ереван, Налбандяна 128.

РЕЗЮМЕ

Финансовый кризис 2008 года показал, что цели центральных банков, направленные на обеспечение ценовой стабильности и экономического роста, могут быть серьезно подорваны в условиях финансовой нестабильности. Кроме того, традиционная денежно-кредитная политика игнорировала вопросы финансовой стабильности. Кризис заставил центральные банки прибегнуть к необычным мерам денежно-кредитной политики, таким как политика отрицательных процентных ставок. Эти меры подчеркнули необходимость включения или сочетания финансовой стабильности в денежно-кредитной политике. Таким образом, макропруденциальное регулирование приобрело первостепенное значение как инструмент улучшения финансовой стабильности.

Объект и предмет исследования- проанализировать влияние денежно-кредитной политики на стабильность финансовой системы РА и разработать подходы к оценке. Для достижения основной цели были поставлены следующие **задачи**:

1. Анализировать тенденции развития и подходы реализации денежно-кредитной политики,
2. Изучить невозможную третьест в текущих условиях денежно-кредитной политики,
3. Проанализировать стабильность финансовой системы РА и сопоставимость денежно-кредитной политики,
4. Обсудить подходы к обеспечению стабильности финансовой системы и осветить вопросы оценки,
5. Исследовать основные макроэкономические риски РА в контексте обеспечения стабильности финансовой системы,
6. Осуществить оценку устойчивости финансовой системы Республики Армения путем построения характеристического индекса,
7. Осуществить оценку влияния денежно-кредитной политики на стабильность финансовой системы РА и выявить проблемы в ней,
8. Изучить вопрос необходимости стратегии макропруденциальной политики РА,
9. Разработать и предложить концептуальные положения стратегии макропруденциальной политики РА.

Научная новизна диссертации: Благодаря проведенному в диссертации анализу получен ряд научных результатов, среди которых основными положениями, отражающими научную инновацию, являются:

1. Разработан принцип SMART критериев, учитываемых центральными банками при выборе промежуточной цели денежно-кредитной политики,.
2. Построена матрица сочетания долгосрочных и краткосрочных целей денежно-кредитной и макропруденциальной политики РА.
3. На основе совокупности восьми факторов, контролируемых Центральным банком РА, с использованием метода сокращения объема анализа главных компонент (РСА) разработан индекс, характеризующий стабильность финансовой системы РА.
4. С помощью векторно-авторегрессионного моделирования (VAR) оценено влияние денежно-кредитной политики на стабильность финансовой системы РА.
5. Предложены концептуальные положения стратегии макропруденциальной политики РА, соответствующие стандартам Европейского совета по системным рискам.

AVETISYAN MARINE
ASSESSMENT OF THE IMPACT OF MONETARY POLICY ON THE FINANCIAL SYSTEM
STABILITY OF RA

The dissertation is submitted for pursuing a scientific degree of PhD in economic sciences in the field 01.00.03 - "Finance, bookkeeping accounting"

The defense of the dissertation will take place at 14:00, on 13th of March, 2025 the meeting of the specialized council 014, operating at the Armenia State University of Economics, at the address: Yerevan, Nalbandyan 128.

ABSTRACT

The 2008 financial crisis showed that central banks' objectives of price stability and economic growth can be seriously undermined in the context of financial instability. In addition, traditional monetary policy ignored financial stability issues. The crisis forced central banks to resort to unusual monetary policy measures, such as negative interest rate policies. These measures highlighted the need to integrate or combine financial stability into monetary policy. Macroprudential regulation thus gained paramount importance as a tool to improve financial stability.

Object and subject of research is to analyze the impact of monetary policy on the financial system stability of the Republic of Armenia and to develop approaches to assessment. In order to achieve the stated goal, the following **tasks** were proposed and solved in the dissertation:

1. Analyze the trends in the development of monetary policy and approaches to its implementation,
2. Study the impossible trinity in the current conditions of monetary policy,
3. Analyze the comparability of the stability of the financial system of the Republic of Armenia and monetary policy,
4. Discuss the approaches to ensuring the stability of the financial system and highlight the assessment issues,
5. Research the main macroeconomic risks of the Republic of Armenia in the context of ensuring the stability of the financial system,
6. Carry out an assessment of the stability of the financial system of the Republic of Armenia through the construction of a characteristic index,
7. Carry out an assessment of the impact of monetary policy on the stability of the financial system of the Republic of Armenia and highlight the problems in it,
8. Study the issue of the necessity of a macroprudential policy strategy of the Republic of Armenia,
9. Develop and propose conceptual provisions of the macroprudential policy strategy of the Republic of Armenia.

The scientific novelty of the dissertation. Through the analyses performed in the dissertation, several scientific results were obtained, among which the main provisions reflecting the scientific novelty are:

1. The SMART principle of criteria taken into account by central banks in the selection of an intermediate monetary policy objective has been developed.
2. A matrix of the combination of long-term and short-term goals of the RA monetary and macroprudential policies has been constructed.
3. An index characterizing the stability of the RA financial system has been developed based on a set of eight factors monitored by the Central Bank of the RA, using the Principal Component Analysis (PCA) volume reduction method.
4. The impact of monetary policy on the stability of the RA financial system has been assessed using vector autoregression (VAR) modelling.
5. Conceptual provisions of the RA macroprudential policy strategy that meet the standards of the European Systemic Risk Board have been proposed.

A handwritten signature in blue ink, appearing to be 'H. Hovsepyan', is centered on the page. The signature is fluid and cursive, with a prominent initial 'H'.