

ԿԱՐԾԻՔ

Մարինե Արթուրի Ավետիսյանի «ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունության վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության գնահատումը» թեմայով ատենախոսության վերաբերյալ՝ ներկայացված Ը.00.03 - «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում» մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի հայցման համար

Ատենախոսության թեմայի 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 զրոյից ցածր տոկոսադրույքների քաղաքականությունն էր: Այս միջոցառումներն ընդգծեցին ֆինանսական կայունության զուգորդման անհրաժեշտությունը դրամավարկային քաղաքականության հետ: Այսպիսով, մակրոպրոդեյնցիալ կարգավորումը ձեռք բերեց կարևորագույն նշանակություն՝ որպես ֆինանսական կայունությունը բարելավելու գործիք: Ի տարբերություն ավանդական միկրոպրոդեյնցիալ կարգավորման, որը կենտրոնանում է առանձին հաստատությունների ֆինանսական կայունության վրա, մակրոպրոդեյնցիալ 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 մակրոպրոդեյնցիալ 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 մակրոպրոդեյնցիալ 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 մակրոպրոդեցիալ քաղաքականության ռազմավարության անհրաժեշտության հարցը,
9. մշակել և առաջարկել ՀՀ մակրոպրոդեցիալ քաղաքականության ռազմավարության հայեցակարգային դրույթներ:

Ատենախոսության կառուցվածքը և բովանդակությունը

Ատենախոսության **ներածությունում** հիմնավորվել են թեմայի արդիականությունը, ձևակերպվել են հետազոտության առարկան և օբյեկտը, նպատակն ու խնդիրները, տեսական, մեթոդաբանական և տեղեկատվական հիմքերը, ներկայացվել են հետազոտության հիմնական արդյունքները և գիտական նորույթները, տեսական և գործնական նշանակությունը:

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 մակրոպրոդեցիալ և դրամավարկային քաղաքականությունների համադրելիության վերլուծություն: Ներկայացվել է ՀՀ-ում ԴՎՔ և Մակրոպրոդեցիալ քաղաքականությունների երկարաժամկետ ու կարճաժամկետ նպատակների համադրության մատրիցա:

Ատենախոսության երկրորդ՝ «ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունությանը խոչընդոտող գործոնների վերլուծություն և 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, որի բաղադրիչները ՀՀ ԿԲ կողմից մշտադիտարկվող 8 ցուցանիշներ են:

Ատենախոսության 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 ֆունկցիաներ (Impulse response functions), կատարվել է «Գրեյնջեր Քաուսալիթի» թեստավորում (Granger Causality Test) և Կանխատեսման սխալի շեղումների տարրալուծում (Forecast error variance decomposition, FEVD):

Ատենախոսության գիտական արդյունքները և նորոյթները

«Ետազոտության արդյունքներից հիշատակության արժանի են հետևյալները»

1. մշակվել է դրամավարկային քաղաքականության միջանկյալ նպատակի ընտրության հարցում կենտրոնական բանկերի կողմից հաշվի առնվող չափորոշիչների SMART սկզբունք,
2. կառուցվել է ՀՀ դրամավարկային և մակրոպրոդեցնցիալ քաղաքականությունների երկարաժամկետ և կարճաժամկետ նպատակների համադրության մատրից,
3. վեկտոր-ավտոռեգրեսիոն (Vector Autoregression) մոդելավորման միջոցով գնահատվել է դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունության վրա,
4. առաջարկվել է Եվրոպական համակարգային ռիսկի խորհրդի չափորոշիչներին բավարարող ՀՀ մակրոպրոդեցնցիալ քաղաքականության ռազմավարության հայեցակարգային դրույթներ:

Հետազոտության արդյունքների 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 ծավալը եվ կառուցվածքը

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:

Դիտողություններ ատենախոսության վերաբերյալ

Ատենախոսությունը գերծ չէ թերություններից, որոնցից առավել նշանակալի են հետևյալները՝

1. Մեր մոտեցմամբ, «ֆինանսական կայունություն» եզրույթի՝ ՀՀ ԿԲ կողմից տրված սահմանման առնչությամբ արված դիտարկումներն ու վերապահումները (ատենախոսության էջ 63) բավարար չափով հիմնավոր ու խորքային չեն: Այսպես, հեղինակը պնդում է, որ «ֆինանսական համակարգի կայունությունը ոչ թե ունակություն է, այլ իրավիճակ...»: Համամիտ չենք այս դիտարկմանը. կայունությունը համակարգի ներքին կարողություն է, համակարգի կենսունակությունն ու ամբողջականությունն ապահովելուն նպաստող ներքին կապերի առկայություն, մինչդեռ կայունության դրսևորումը, ինչպես հեղինակը նշում է՝ «իրավիճակը», կարող է լինել նույնիսկ ոչ կայունության արդյունք, այլ օրինակ՝ տարամետ ուղղվածությամբ համարժեք շոկային գործոնների ազդեցության հետևանք: Բայց դա որևէ կերպ չի կարող նշանակել, որ համակարգը կայուն է: Եվ հակառակը՝ կարող են առկա լինել համակարգի կայունությանն աջակցող ներքին կապեր, որոնք սակայն որևէ շոկային գործոնի ազդեցության պայմաններում ի վիճակի չլինեն ապահովել համակարգային պարամետրերի փոփոխությունը՝ սահմանված միջակայքերում: Դա պետք է մեկնաբանել

ոչ թե որպես կայունության բացակայություն, այլ դրա անբավարար մակարդակ: Նույն կերպ, երկրորդ դիտարկմամբ վերապահումներ են արված ֆինանսական կայունության վերջնականատակի մասով, որպես այդպիսին առաջարկելով կայուն տնտեսական աճին նպաստելը: Մինչդեռ, մեր կարծիքով, որևէ համակարգի կայունության վերջնարդյունքը չի կարող դուրս գալ այդ համակարգի սահմաններից: Ֆինանսական համակարգի կայունության թիրախ կարող է լինել այն նպատակը, որը տվյալ համակարգը հետապնդում է՝ նույնիսկ ավելի մեծ համակարգի մաս կազմելով: Ֆինանսական համակարգի գոյությունը իմաստավորվում է այնքանով, որքանով այն, օրինակ, ֆինանսական միջնորդության գործառույթներ է կատարում: Հետևաբար, ֆինանսական համակարգի կայունության վերջնարդյունքը հենց այդ գործառույթների պատշաճ կատարման ապահովումն է: Ինչ վերաբերում է կայուն տնտեսական աճին նպաստելուն, ապա դա ոչ թե ֆինանսական, այլ տնտեսական համակարգի կայունության վերջնարդյունք կարող է համարվել: Երրորդ վերապահումը ևս խնդրահարույց է՝ ի վերջո, եթե կայունությունը ԿԲ-ն սահմանում է որպես արտաքին հավանական ցնցումներին դիմակայելու ունակություն, ապա դա ինքնըստինքյան ենթադրում է ոչ միայն ընթացիկ, այլ նաև ապագայում հնարավոր համակարգային ցնցումների կանխելու, կլանելու կարողություն:

2. Ատենախոսության էջ 82-ում հեղինակը եզրակացնում է, որ ֆինանսական կայունության՝ «ԿԲ կողմից հաշվարկվող ցուցանիշները դեռևս «մշակման կարիք ունեն, քանի որ դրանք միայն բանկային համակարգին են վերաբերում, իսկ վերջինիս մասնաբաժինը ֆինանսական համակարգում յուրաքանչյուր տարի նվազման միտում է արձանագրում»: Ըստ էության, ֆինանսական կայունության ցուցանիշները արտացոլում են ֆինանսական համակարգում առկա ռիսկերի աղբյուրները կամ էլ դրանց դրսևորումները: Եթե կան նշանակալի ռիսկերի այլ աղբյուրներ կամ դրսևորումներ, ապա ցանկալի կլիներ ատենախոսությունում հստակեցնել, թե ի՞նչ ցուցանիշներ են դուրս մնում ներկայումս կիրառվող համակարգից, որքանով են այդ առաջարկվող ցուցանիշները ներկայացուցչական և ինչո՞ւ են հենց դրանք ապահովում ֆինանսական կայունության ավելի համարժեք գնահատական: Բացի այդ, էջ 95-ում հեղինակը եզրակացնում է, որ

ՀՀ ֆինանսական կայունության մակարդակը բնութագրող ցուցանիշները «իներտ են», քանի որ դրանք վերջին տասնամյակում էական տատանումներ չեն արձանագրել, մինչդեռ այդ ընթացքում, տարբեր տարիներին (2015-ին, 2018-ին, 2020-2021-ին) ֆինանսական համակարգում «ուշագրավ զարգացումներ են եղել»: Այստեղ հարկ է, սակայն, հաշվի առնել, որ հեղինակի մատնանշած ֆինանսական համակարգի ուշագրավ զարգացումները ֆինանսական համակարգի կայունության վրա շոշափելի ազդեցություն չեն ունեցել, հետևաբար տրամաբանական է, որ ֆինանսական համակարգի կայունության գնահատման համար կիրառվող ցուցանիշներում ևս էական տատանումներ չեն արձանագրվել: Սա խոսում է նույնիսկ այն բանի օգտին, որ ֆինանսական կայունության գնահատման համար ճիշտ ու համարժեք ցուցանիշներ են ընտրված:

3. Էջ 84-ում հեղինակը կարծես հավակնում է նույն հարթությունում դնել բյուջետային և ֆինանսական կայունության մակրոտնտեսական ռիսկերը: Նույնիսկ եթե դրանք ունեն նշանակալի ընդհանրություններ՝ այնքանով, որ դրանց հիմում մակրոտնտեսական հարաբերություններն են, այնուհանդերձ, դա չի նշանակում, որ բյուջետային մակրոտնտեսական ռիսկերը ինքնաբերաբար դառնում են ֆինանսական կայունության մակրոտնտեսական ռիսկեր:
4. Ատենախոսության էջ 93-ում հեղինակն արձանագրում է, որ ՀՀ տնտեսության դոլարայնացման մակարդակի գնահատման նպատակով կիրառվող ցուցանիշների համակարգը արտացոլում է միայն առևտրային բանկերում և վարկային կազմակերպություններում առկա իրավիճակը, մինչդեռ «տնտեսության շատ այլ ոլորտներ ևս ունեն դոլարայնացման բարձր մակարդակ»: Ցանկալի կլիներ աշխատանքում կոնկրետացնել, թե ո՞ր ոլորտների մասին է խոսքը, ի՞նչ փաստերի վրա է հիմնված դրանցում դոլարայնացման բարձր մակարդակի վերաբերյալ դատողությունը, և ամենակարևորը՝ դրանց վերաբերյալ ցուցանիշների կամ գնահատականների ներառումը ի՞նչ կարող է ավելացնել ՀՀ տնտեսության դոլարայնացման մակարդակին, դրանցից բխող ռիսկերի վերլուծության համար հիմք հանդիսացող 5 ցուցանիշներից կազմված համակարգին:

5. Ֆինանսական համակարգի կայունության համաթվի մշակման առաջարկը կարևոր, բայց նաև բարդ լուծելի խնդիր է: Մասնավորապես, հեղինակն առաջարկում է համաթվում ներառել էջ 98-ում նկարագրված 8 ցուցանիշները, որոնք յուրաքանչյուրը առանձին-առանձին չափազանց կարևոր ցուցիչ են, սակայն համաթվում լուծված չէ այն խնդիրը, որ ցուցիչներից որևէ մեկը կարող է ունենալ ֆինանսական համակարգի կայունությանը լրջորեն սպառնող մակարդակ, մինչդեռ համաթիվը այդ իրավիճակը կարող է ի ցույց չդնել՝ մյուս ցուցանիշների նպաստավոր մակարդակների մեջ տարրալուծելով որևէ առանձին ցուցանիշի խիստ ռիսկային գնահատականը: Բացի այդ, մեր կարծիքով, ֆինանսական համակարգի կայունության համաթվում կշիռների գնահատման համար օգտագործված գլխավոր բաղադրիչների եղանակի արդյունքները հավելյալ մեկնաբանության և ճշգրտման կարիք ունեն: Այլապես ստացվում է, որ համաթվի առանձին ցուցանիշների կշռային գործակիցների անընդունելի բարձր հարաբերակցություն է ձևավորվել: Կամ՝ խնդրահարույց ենք համարում այն, որ համաթվում առավել կարևոր բաղադրիչ է դիտարկված վարկեր/ՀՆԱ հարաբերակցության շեղման գնահատականը, այն դեպքում, երբ ֆինանսական կայունության առումով առնվազն ոչ պակաս կարևոր իրացվելիության կամ վարկային ռիսկի գնահատականները համաթվում որակապես ցածր կշիռներով են հանդես գալիս:

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆ

Վերը նշված դիտողությունները էապես չեն ազդում հետազոտության արդյունքների կարևորության ու նշանակալիության վրա:

Մարինե Արթուրի Ավետիսյանի «ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունության վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության գնահատումը» թեմայով թեկնածական ատենախոսությունն ինքնուրույն հետազոտություն է: Վերլուծության արդյունքում առաջադրված են գիտական նորույթ պարունակող մոտեցումներ:

Հետազոտության հիմնական արդյունքները հրապարակվել են 6 գիտական հոդվածներում՝ ՀՀ ԲԿԳԿ-ի կողմից ընդունելի, ինչպես նաև միջազգային նշանակության գրախոսվող և Scopus շտեմարանում ընդգրկված ամսագրում:

Ատենախոսության սեղմագիրն արտացոլում է ուսումնասիրության հիմնական բովանդակությունը և կարևոր դրույթներն ու արդյունքները՝ համապատասխանելով ՀՀ ԲԿԳԿ-ի պահանջներին:

Այսպիսով, **Մարինե Արթուրի Ավետիսյանի «ՀՀ ֆինանսական համակարգի կայունության վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության գնահատումը»** թեմայով թեկնածուական ատենախոսությունը համապատասխանում է ՀՀ «Գիտական աստիճանաշնորհման կանոնակարգի» 6-րդ և 7-րդ կետերին, ինչպես նաև ՀՀ ԲԿԳԿ-ի կողմից թեկնածուական ատենախոսություններին ներկայացվող այլ պահանջներին, իսկ հեղինակն արժանի է տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական աստիճանի շնորհմանը՝ ներկայացված Ը.00.03 - «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում» մասնագիտությամբ:

ՊԱՇՏՈՆԱԿԱՆ ԸՆԴԴԻՄԱԽՈՍ

Տնտեսագիտության թեկնածու, դոցենտ՝

03.03.2025թ.

Պարոն Ա. Մ. ՔԹՈՅԱՆԻ

ստորագրության իսկությունը հաստատում եմ

ՀՊՏՀ գիտական քարտուղար՝

03.03.2025թ.

Ա. Մ. ՔԹՈՅԱՆ



Լ. Հ. Դարբինյան