



ՄԱԿՐՈՏՆՏԵՍԱԳԻՏՈՒԹՅՈՒՆ

Հոդվածի հղումը. Ավագյան Գ., Վարդանյան Ք., Առաքելյան Ռ. (2024),
Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի տատանումների ազդեցությունը
շուկայական տոկոսադրույքների վրա Հայաստանի Հանրապետությունում,
Տնտեսություն և հասարակություն, ՀՊՏՀ, *Տնտեսագետ*, 1(4), 7-31,
DOI: 10.52174/29538114_2024.1-7


Ներկայացվել է խմբագրություն՝ 11.03.2024 թ.

Ուղարկվել է գրախոսության՝ 14.03.2024 թ.

Երաշխավորվել է հրատարակման՝ 02.07.2024 թ.


ԳԱՅԱՆԵ ԱՎԱԳՅԱՆ

ՀՊՏՀ մակրոէկոնոմիկայի ամբիոնի դոցենտ,
տնտեսագիտության թեկնածու

 <https://orcid.org/0000-0003-3395-2473>


ՔՆԱՐԻԿ ՎԱՐԴԱՆՅԱՆ

ՀՊՏՀ մակրոէկոնոմիկայի ամբիոնի դոցենտ,
տնտեսագիտության թեկնածու

 <https://orcid.org/0000-0002-7198-3740>

ՌԱՖԻԿ ԱՌԱՔԵԼՅԱՆ

ՀՀ ԿԲ ֆինանսական վերահսկողության
վարչության վերահսկող

 <https://orcid.org/0009-0002-3215-8278>

ՎԵՐԱՖԻՆԱՆՍԱՎՈՐՄԱՆ ՏՈԿՈՍԱԴՐՈՒՅՔԻ ՏԱՏԱՆՈՒՄՆԵՐԻ ԱԶԴԵՑՈՒԹՅՈՒՆԸ ՇՈՒԿԱՅԱԿԱՆ ՏՈԿՈՍԱԴՐՈՒՅՔՆԵՐԻ ՎՐԱ ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՀԱՆՐԱՊԵՏՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ

Անվիճելի է, որ տնտեսության իրական հատվածը ներդրումների կարիք ունի
հատկապես ներկա տեխնոլոգիական դարում, մյուս կողմից՝ բանկերը տիրապետում
են զգալի ֆինանսական ռեսուրսների, սակայն անբավարար, անհամաչափ տեղեկատ-
վության և ֆինանսական համակարգի զարգացման ոչ բավարար մակարդակի պատ-
ճառով իրական ու ֆինանսական հատվածների փոխգործակցությունն արդյունավետ
չէ: Իրական հատվածի փոփոխություններին ֆինանսական հատվածի «ուշ արձագան-
քումը» դարձել է ֆինանսական ծառայությունների առաջարկի խրոնիկ ավելցուկի

պատճառ՝ ստեղծելով իրավիճակ, երբ բանկերում ձևավորված իրացվելիության մակարդակը մեծ մասամբ կախվածություն չունի տնտեսական պարբերաշրջաններից:

Հոդվածը նվիրված է ՀՀ տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների վրա տոկոսադրույքների տարանջամբների ազդեցության ուղիների բացահայտմանը և ազդեցության գնահատմանը: Իրականացվել է ՀՀ իրական և ֆինանսական հատվածները բնութագրող հիմնական ցուցանիշների շարժընթացի, տոկոսադրույքների առանձին տեսակների վարքագծի վերլուծություն՝ ըստ դրանք պայմանավորող գործոնների, մեկնաբանվել են տոկոսադրույքի տարանջամբներով պայմանավորված մակրոտնտեսական զարգացումները ՀՀ-ում, տնտեսաչափական մոդելների օգնությամբ գնահատվել են տոկոսադրույքի ուղու վրա առկա մի շարք օղակների միջև ազդեցության չափերը: Կատարված ուսումնասիրությունը հնարավոր է դարձրել ՀՀ դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմների հիմնախնդիրների վերհանումը և լուծման հնարավոր ուղղությունների մատչանշումը: Գնահատման արդյունքները ցույց են տվել, որ Կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի փոփոխությանն արձագանքում են ավանդային և վարկային տոկոսադրույքները, միջբանկային ռեպո և մեկ տարի ժամկետայնություն ունեցող պետական պարտավորումների եկամտաբերության տոկոսադրույքները տարբեր ժամանակային լագերում:

Հիմնաբառեր. վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք, դրամավարկային քաղաքականություն, փոխանցման մեխանիզմ, գնահատում

JEL: E52, O23

DOI: 10.52174/29538114_2024.1-7

Ներածություն: Տոկոսադրույքների տատանումների պատճառների և հետևանքների վերլուծությունը կարևորվում է ներքին շուկայում արտադրության և սպառման, ներդրումների, արտադրողականության, կապիտալ հոսքերի, փոխարժեքների և մի շարք այլ տնտեսական ցուցանիշների վրա ունեցած փոխադարձ ազդեցությամբ: Տնտեսության ֆինանսական և իրական հատվածների վրա տոկոսադրույքի դերը կարևորվում է փոխանցման այն ուղիների առկայությամբ, որոնց միջոցով մակրոտնտեսական հիմնական ցուցանիշների վարքագծի վրա ազդում է վերջինիս փոփոխությունը: Ակնհայտ է, որ գործնականում անհնար է ճշգրիտ գնահատել տնտեսության առանձին հատվածների վրա տոկոսադրույքների տատանումների ազդեցությունն ու հնարավոր բոլոր հետևանքները, քանի որ դրանք տնտեսության տարբեր հատվածներում տարբեր կերպ են դրսևորվում: Որքան արագ և համընթաց են ճշգրտվում բանկերի ավանդների ու վարկերի տոկոսադրույքները շուկայական տոկոսադրույքի փոփոխության հետ, այնքան ավելի արդյունավետ է ընթանում տնտեսության իրական հատվածին դրամավարկային ազդակների փոխանցումը:

ՀՀ կենտրոնական բանկը տնտեսության վրա ազդելու նպատակով որդեգրել է տոկոսադրույքի ուղու մեխանիզմը, թեև ՀՀ-ում փոխարժեքի միջոցով գործող փոխանցումային մեխանիզմը դեռևս արդիական է և նվազեցնում է վերը նշված տոկոսադրույքի փոփոխության միջոցով տնտեսության վրա ազդեցության արդյունավետությունը: Տոկոսադրույքն այս համատեքստում մակրոտնտեսական հաշվեկշռվածության ապահովման հիմնարար է: Գնաճի նպատակադրման ռազմավարության ներքո դրամավարկային քաղաքականության գործառնական նպատակը կարճաժամկետ տոկոսադրույքն է, որի կառավարումն իրականացվում է իրացվելիության կառավարման միջոցով:

Տնտեսության վրա ազդող տարաբնույթ շոկերին դիմագրավելու համար կենտրոնական բանկերը փոփոխում են դրամավարկային քաղաքականության գործիքների տոկոսադրույքները, որոնք, իրենց հերթին, ուղղակի և անուղղակի կերպով ազդում են տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների բազմաթիվ ցուցանիշների վրա, որը մշտապես ունի բազմակողմանի վերլուծության անհրաժեշտություն: Վերոնշյալ հանգամանքներով է պայմանավորվում և հիմնավորվում թեմայի արդիականությունը:

Հոդվածի հիմնական նպատակն է բացահայտել և գնահատել տոկոսադրույքների, մասնավորապես՝ դրամավարկային քաղաքականության գործիք հանդիսացող վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի տատանման ազդեցությունը տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների մի շարք ցուցանիշների վրա:

Գրականության ակնարկ: Տնտեսագիտական գրականությունում տնտեսական աճի վրա նշանակալի ազդեցություն ունեցող գործոնների շարքում նշվում է տոկոսադրույքը: Նմանօրինակ փոխազդեցության լայն ճանաչումը զուգակցվում է այդ փոխազդեցության ուղղվածության, «ուժի», տոկոսադրույքի բարձր և ցածր գնահատականների, հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականությունների բնույթի վերաբերյալ բազմաթիվ տարաձայնություններով:

Տնտեսության իրական հատվածի զարգացման և ֆինանսական համակարգի միջև կապի բնույթը, պատճառահետևանքային կապերը հիմնարար հարցեր են, որոնց ուսումնասիրությունը հիմնականում հանգում է, այսպես կոչված, «Շումպետեր–Ռոբինսոն բանավեճին»¹:

Ըստ Շումպետերի՝ տնտեսական զարգացման գործում կարևոր դերակատարություն ունի ֆինանսական համակարգը, քանի որ ֆինանսական ինստիտուտները կարող են խթանել նորամուծական տեխնոլոգիաները և ապագա տնտեսական աճը՝ ներդրումներն ուղղորդելով դեպի բարձր արտադրողական ճյուղեր: Տեսակետը զարգացրել են Գոլդսմիթը, Մաք–Քինոն, Պագանոն, Քինգը, Լևինը, որոնց կարծիքով, ֆինանսական միջնորդության արդյունավետության մակարդակը բարձրացնող քաղաքականության միջոցառումները ուղղակի ազդեցություն ունեն տնտեսական աճի վրա²: Ռոբինսոնը կարծում է, որ ֆինանսական համակարգի զարգացումը պարզորեն հետևում է տնտեսական աճին³:

IS-LM մոդելն առաջին անգամ հրապարակվել է «Պարոն Քեյնսը և դասականները» հոդվածում, լայն տարածում ստացել 1949 թ. հրատարակված Ա. Հանսենի «Փողի տեսությունը և ֆիսկալ քաղաքականությունը» գրքում: Մոդելի հիմքում փողի և ապրանքների շուկաների վերլուծությունն է, որոնք միասին որոշում են տնտեսության մեջ տոկոսադրույքների և արտադրանքի հավասարակշռված մակարդակները⁴:

¹ St’u Economic Development with Finance: Studies of Emerging Economies, PUYANG SUN, 2009, էջ 10:

² St’u Finance and Growth: Schumpeter Might be Right, Robert G. King; Ross Levine, 1993, էջ 2-4:

³ St’u Economic Development with Finance: Studies of Emerging Economies, PUYANG SUN, 2009, էջ 20:

⁴ St’u «Theory and Applications of Microeconomics (v. 1.0)», «The IS-LM Model», section 16.25, <https://2012books.lardbucket.org/books/theory-and-applications-of-macroeconomics/s20-25-the-is-lm-model.html>

Մակրոտնտեսական կարճաժամկետ հավասարակշռության ձևավորման մեխանիզմը բաց տնտեսությունում կապիտալի բացարձակ շարժունակության պայմաններում նկարագրող մոդել է՝ որպես IS-LM-BP մոդելի դեպքերից մեկը հանդիսացող Մանդել-Ֆլեմինգի մոդել⁵:

«ՀՀ ԿԲ-ն ֆինանսական շուկայում հանդես է գալիս դրամավարկային քաղաքականության չորս խումբ անուղակի՝ հիմնական վերաֆինանսավորման, ճշգրտող, կառուցվածքային, մշտական հնարավորության գործիքներով⁶: Կենտրոնական բանկերը, հաշվի առնելով իրենց գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը, որպես գործառնական նպատակ են սահմանում կարճաժամկետ տոկոսադրույքը: Փաստորեն, ազդելով կարճաժամկետ տոկոսադրույքի վրա, Կենտրոնական բանկը հնարավորություն կունենա ազդելու եկամտաբերության կորի ամբողջ երկայնքի վրա, որն էլ, իր հերթին, կձևավորի գնաճի ցանկալի մակարդակ՝ փոխանցումային մեխանիզմի միջոցով:

Դրամավարկային քաղաքականությունը սահմանված որոշակի ուղիների միջոցով ազդում է ամբողջական պահանջարկի և գների վրա, որոնք էլ ազդում են ֆինանսական և իրական հատվածի սուբյեկտների սպառման և ներդրումային որոշումների վրա⁷: Գոյություն ունեն ամբողջական պահանջարկի վրա ազդող մի շարք դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմների կառուցակարգեր⁸, որոնցից են տոկոսադրույքի, վարկավորման, հարստության, փոխարժեքի, սպասումների ուղիները: Կախված տվյալ երկրի կապիտալի շուկայի և բանկային համակարգի զարգացման աստիճանից՝ դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմները կարող են ըստ երկրների տարբեր լինել⁹: Ըստ քեյնսականների՝ փոխանցումային մեխանիզմի հիմնական լծակ են տոկոսադրույքները, իսկ ընդհանուր մեխանիզմում կարևոր դեր են խաղում ձեռնարկատերերի կողմից ներդրումային ծախսերի վերաբերյալ որոշումները: Փոխանցումային մեխանիզմում կարևոր դերակատարություն ունեն նաև երկրի առևտրային բանկերի վարկային հնարավորությունները, բանկային համակարգի մրցակցության աստիճանը:

⁵ Տե՛ս **Young W. and Darity W., Jr.**, «IS-LM-BP: an inquest», <https://web.archive.org/web/20090219095757/http://www.econ.ucdavis.edu/faculty/kdhoover/pdf/Hope/Young.pdf>

⁶ Տե՛ս ՀՀ ԿԲ խորհրդի 24.01.2014 թ. ««ՀՀ Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության անուղակի գործիքներ և դրանց կիրառման մեխանիզմներ» փաստաթղթին հավանություն տալու մասին» թիվ 7Ա որոշում, <https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/karger/19-Announcement-instruments.pdf>

⁷ Տե՛ս **Dabla-Norris E., Floerkemeier H.**, Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Armenia: Evidence from VAR Analysis, International Monetary Fund working paper, 2006, https://www.researchgate.net/publication/5124972_Transmission_Mechanisms_of_Monetary_Policy_in_Armenia_Evidence_from_VAR_Analysis

⁸ Տե՛ս **Моисеев П.**, Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики, журнал «Финансы и кредит», N 18, 2002, <https://cyberleninka.ru/article/n/transmissionnyy-mehanizm-denezhno-kreditnoy-politiki/viewer>

⁹ Տե՛ս **Checetti S. G.**, Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism, Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, 1999, https://www.researchgate.net/publication/2391458_Legal_Structure_Financial_Structure_and_the_Monetary_Policy_Transmission_Mechanism

Որքան արագ և համընթաց են բանկերն արձագանքում շուկայական տոկոսադրույքի փոփոխությանը՝ ճշգրտելով վարկերի, ավանդների տոկոսադրույքները, այնքան ավելի արդյունավետ է տնտեսության իրական հատվածին դրամավարկային ազդակների փոխանցումը:

«Վարկային ճեղքերը զարգացած և զարգացող երկրներում» հոդվածում¹⁰ ընդգծվում է ԱՄՆ-ի դաշնային պահուստային համակարգի՝ որպես կապիտալի հոսքերի ուղղությունները ձևավորող կառույցի դերը: Եթե զարգացած և զարգացող երկրներում վարկավորման ճեղքերը համընկնեն, ապա նշված երկրների խմբերից մեկում առաջացած խնդիրների դեպքում կապիտալը մի խմբից կհոսի դեպի մյուսը, թեկուզև դրա ընթացքը կարող է դանդաղ լինել: Վերոնշյալ պնդումն ապացուցելու համար հեղինակները կառուցել են վարկավորման ճեղքերը զարգացող և զարգացած երկրների համար, ինչը թույլ է տվել եզրակացնել, որ նշված երկրներում վարկավորման ցիկլերը տարբերվում են:

Որպես ամփոփում՝ հեղինակները կանխատեսել են, որ ապագայում կարելի է սպասել միջազգային կապիտալի հոսքերի ուղղությունների փոփոխություն՝ զարգացող երկրներից դեպի զարգացած երկրներ՝ հիմնականում պայմանավորված ԱՄՆ-ում, նաև մյուս զարգացած երկրներում սպասվող տոկոսադրույքների բարձրացմամբ:

Ք. Վարդանյանն ու Գ. Ավագյանն իրենց հոդվածում¹¹ հիմնավորում են, որ ՀՀ տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների վիճակը պայմանավորող գործոնները կոշտ են դարձնում ֆինանսական ծառայությունների սակագները պահանջարկի նկատմամբ, որը կարճաժամկետում հանգեցնում է հավասարակշիռ մակարդակից վերջիններիս շեղման: Իրական հատվածի փոփոխություններին ֆինանսական հատվածը սկսում է «ուշ արձագանքել», որն էլ, իր հերթին, դառնում է ֆինանսական ծառայությունների առաջարկի խրոնիկ ավելցուկի պատճառ:

Հեղինակների կարծիքով տոկոսադրույքի՝ հավասարակշիռ մակարդակից բարձր կամ ցածր լինելը պարզելը գործնականում անհնար է, թեև բանկային համակարգում գերիրացվելիությունը, առաջին հայացքից, պետք է հուշեր հավասարակշիռ մակարդակից բարձր տոկոսադրույքի մասին: Նման դժվարությունը հիմնավորվում է այն հանգամանքով, որ բանկերը, որպես շուկայում ռացիոնալ վարքագիծ դրսևորող տնտեսավարող սուբյեկտներ, իրենց վարքագիծը պլանավորելիս հաշվի են առնում կառուցվածքային և ընդհանուր տնտեսական գործոններն ու շուկայի անկատարությունը: Վերջիններս, բնականաբար, նախընտրում են պահել «հավելյալ» իրացվելիություն:

¹⁰ Տե՛ս Գրիգորյան Կ., Պողոսյան Վ., Մխիթարյան Լ., Վարկային ճեղքերը զարգացած և զարգացող երկրներում, «Բանբեր ՀՊՏՀ», 2 (54), Եր., «Տնտեսագետ», 2019, <https://asue.am/upload/files/science/banber/2019-year-2/2019.2-9.pdf>

¹¹ Տե՛ս Վարդանյան Ք., Ավագյան Գ., Տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների խզման հիմնարար պատճառները և դրսևորումները Հայաստանի Հանրապետությունում, «Բանբեր ՀՊՏՀ», N3, Եր., «Տնտեսագետ», 2018, էջ 57-73, <https://asue.am/upload/files/science/banber/2018-year-3/6-B-2018-3-5.pdf>

Հեղինակները կարծում են, որ տնտեսական վիճակի վերլուծությունը, երկու հատվածների խզման տեսանկյունից, պահանջում է ոչ թե գնահատել շուկայական տոկոսադրույքն իր հիմնարարների նկատմամբ, այլ բացահայտել տոկոսադրույքի կոշտության, բանկային համակարգի գերիրացվելիության վիճակը ձևավորող գործոնները, չափելի դարձնել դրանց ազդեցությունը:

Ուշագրավ է Է. Աղաբեկյանի «Պահանջվող իրական տոկոսադրույքի ձևավորման հիմնախնդիրները ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայում» վերտառությամբ հետազոտությունը¹², որտեղ բացահայտվել են ՀՀ պետական պարտատոմսերի անվանական և իրական եկամտաբերությունների ձևավորման առանձնահատկությունները: Կատարված կոինտեգրացման, կոռելյացիոն վերլուծությունները, ինչպես նաև թրենդների ձևավորման ֆիլտրերի կիրառումը բացահայտել են, որ ՀՀ պետական պարտատոմսերի անվանական եկամտաբերության միտումները տարբերվում են գնաճի և իրական տոկոսադրույքի միտումներից՝ հիմք տալով եզրակացնելու, որ շուկայում գոյություն չունի պահանջվող իրական տոկոսադրույք, անվանական եկամտաբերությունը չի ձևավորվում իրական տոկոսադրույքի և սպասվող գնաճի միջոցով:

Շուկայի ճկունության ապահովման տեսանկյունից կարևորվում է կարգավորման լծակների աստիճանական փոխարինումը մասնակիցների փոխադարձ վերահսկողությամբ: Ֆինանսական շուկայի արդյունավետ գործունեության համար հատկապես կարևոր է կապիտալի շուկայում գործող ինստիտուտների՝ ներդրումային բանկերի, ընկերությունների և ֆոնդերի գործունեության ազատությունը¹³: Զարգացող շուկաներում ոչ բանկ ֆինանսական ինստիտուտների նկատմամբ կարգավորման դաշտի խիստ լինելու աստիճանը և բանկերի նկատմամբ պահուստավորման պահանջի չափերը նշանակալի դրական կապի մեջ են վարկերի և ավանդների տոկոսադրույքների սփրեդի մեծության հետ¹⁴:

Էմպիրիկ գնահատման փորձ է «ՀՀ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության փոփոխության հնարավոր ռիսկերն ու դրանց գնահատումը» հետազոտությունը¹⁵: Հեղինակը, որպես հիմնական նպատակ սահմանելով ՀՀ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա ազդող հիմնարար գործոնների բացահայտումն ու ֆինանսական շուկայի մասնակիցների վրա դրանց հետագա հնարավոր փոփոխությունների ազդեցության գնահատումը,

¹² Տե՛ս **Aghabekyan E.**, Problems of ensuring the required real interest rates on the RA government bond market, «Ֆինանսներ և հաշվապահական հաշվառում» գիտական հանդես 2(6), Եր., 2020, էջ 127-142,

https://www.researchgate.net/publication/356605732_Problems_of_ensuring_the_required_real_interest_rates_on_the_RA_government_bond_market

¹³ Տե՛ս **Гринспен А.**, Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы, 2007, էջ 798:

¹⁴ Տե՛ս Financial Intermediation Costs in Low-Income Countries: The Role of Regulatory, Institutional, and Macroeconomic Factors, Tigran Poghosyan, IMF, 2012, էջ 13:

¹⁵ Տե՛ս **Աղաբեկյան Է.**, ՀՀ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության փոփոխության հնարավոր ռիսկերն ու դրանց գնահատումը, ՀՀ տնտեսության զարգացման առաջնահերթությունները. ներքին և արտաքին մարտահրավերներ /ՀՊՏՀ 28-րդ գիտաժողովի նյութեր/: Եր., «Տնտեսագետ», 2021, էջ 5-25, https://library.asue.am/open/gitajoxov28_1.pdf?fbclid=IwAR31T6pTf55CnBeaoq9EsZSir35JfdrPx5HY4ytLXvyxzZbFc8N2rHoKz3c

հատկապես կարևորել է պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների, սպրեդների, իրական եկամտաբերության ձևավորման և շարժընթացի վերլուծությունն ըստ դրանց առավելագույն, նվազագույն, միջին եկամտաբերությունների, ինչպես նաև ստանդարտ շեղումների դիտարկման: Վերլուծությունն ընդգրկել է 2013 թ. հուլիսից մինչև 2020 թ. հունվարի վերջն ընկած ժամանակահատվածը: Հետազոտության արդյունքների հիման վրա արված եզրակացություններից հատկապես ուզում ենք շեշտադրել հետևյալը. 10 և 1 տարվա պարտատոմսերի եկամտաբերության սպրեդների նեղացման վրա էականորեն ազդում են ճգնաժամային վիճակները, ԿԲ ռեպո տոկոսադրույքի փոփոխությունները: Հեղինակը սա բացատրում է այն հանգամանքով, որ կարճաժամկետ պարտատոմսերի տոկոսադրույքներն ավելի զգայուն են ռեպո տոկոսադրույքի նկատմամբ: Շուկայի կայունության պայմաններում երկարաժամկետ գործիքների պահանջարկը մեծանում է, երկարաժամկետ եկամտաբերությունը նվազում է, և կարճաժամկետ եկամտաբերության կայուն մնալու պայմաններում սպրեդները նեղանում են: Հեղինակը հիմնավորել է, որ հետագայում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի նվազեցումը և՛ կարճաժամկետ, և՛ երկարաժամկետ ազդեցությամբ հանգեցնում է կարճաժամկետ պարտատոմսերի տոկոսադրույքների անկման և սպրեդի մեծացման:

Հետազոտության մեթոդաբանություն: Հետազոտության համար որպես տեսական և տեղեկատվական հիմք են ծառայել ՀՀ կենտրոնական բանկի գործունեությունը կարգավորող նորմատիվային իրավական ակտերը, պարբերաբար հրապարակվող հաշվետվությունները և հողվածները, ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի հրապարակած վիճակագրական տեղեկագրերը, տարեգրքերը, տվյալների շտեմարանները, վիճակագրական հետազոտություններ իրականացնող տարբեր կազմակերպությունների կողմից պարբերաբար հրապարակվող հաշվետվություններն ու զեկույցները, հիմնախնդրով զբաղվող հայ և օտարերկրացի հեղինակների աշխատությունները, գիտական ամսագրերում հրապարակված հողվածները:

Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի էմպիրիկ ուսումնասիրությունների միջազգային փորձը վերլուծությունները դիտարկում է 2 մոտեցմամբ.¹⁶

1. Կառուցվածքային մոտեցում (Structural approach): Նշված մոտեցման շրջանակներում ստեղծվում են տնտեսության բոլոր հատվածներում սպառողների և ֆիրմաների վարքագիծը նկարագրող հավասարումների համակարգեր՝ կառուցվածքային մոդելներ: Նշված հավասարումներով ներկայացվում են դրամավարկային և հարկաբյուջետային քաղաքականությունների ազդեցության ուղիները ամբողջական պահանջարկի վրա:
2. Կրճատված կազմի մոտեցում (Reduced form approach): Այս մոտեցման գործողության մեխանիզմը հնարավոր չէ տեսնել, և երբեմն տնտեսագետները դա նմանեցնում են «սև արկղի»: Նշված մոտեցման հիմքում

¹⁶ Տե՛ս **Mishkin F. S.**, The Economics of Money, Banking and Financial Markets» seventh edition, <https://handoutset.com/wp-content/uploads/2022/06/The-Economics-of-Money-Banking-and-Financial-Markets-Frederic-S.-Mishkin.pdf>

այն տրամաբանությունն է, համաձայն որի, տնտեսական ակտիվության վրա փողի առաջարկի ազդեցությունը բացահայտվում է շրթայի օղակների միջև առկա կոռելյացիոն կապերը ուսումնասիրելով:

Հետևելով 2006 թ. Արժույթի միջազգային հիմնադրամի կողմից ՀՀ ԴՎՔ փոխանցումային մեխանիզմի հետազոտությունում կիրառված մեթոդաբանության մասնակի հատվածին (համաձայն որի՝ ՀՀ կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի և գնաճի միջև կապը նշանակալի, բայց նաև բավականին թույլ է¹⁷) ուսումնասիրվել է Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի տոկոսադրույքի ուղին: Տարբերությունն այն է, որ դիտարկվել է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի ազդեցությունը շուկայական տոկոսադրույքների վրա, մասնավորապես՝ երկրորդային շուկայում պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության, միջբանկային ռեպո և մինչև մեկ տարի և մեկ տարուց ավելի ժամկետով ավանդների ու վարկերի տոկոսադրույքների վրա: Նշված ցուցանիշները տարանջատվել են 2 խմբի: Առաջին խմբում ներառվել են Կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը և մինչև մեկ տարի ու մեկ տարուց ավելի ժամկետով ավանդների և վարկերի տոկոսադրույքները, իսկ 2-րդ խմբում՝ Կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը, 1, 5 և 10 տարի ժամկետայնություն ունեցող՝ երկրորդային շուկայում շրջանառվող պետական պարտատոմսերի միջին ամսական եկամտաբերության տոկոսադրույքները և միջբանկային ռեպո տոկոսադրույքը: Մոդելի մշակման համար, վերոնշյալ ցուցանիշներն ընտրելուց հետո, հավաքագրվել են 2013 թ. հունվարից մինչև 2023 թ. հոկտեմբերի ամսական տվյալները: Տվյալները վերցվել են ՀՀ կենտրոնական բանկի և ՀՀ վիճակագրական կոմիտեի հրապարակած հաշվետվություններից և վիճակագրական տվյալներից՝ կատարելով համապատասխան լրամշակումներ, համադրումներ և փոփոխություններ: Մինչև 1 տարի և 1 տարուց ավելի ժամկետով ավանդների ու վարկերի տոկոսադրույքների տվյալները մշակվել են՝ կշռելով ըստ դրամի և արտարժույթով արտահայտված ավանդների և վարկերի ծավալների:

Երկու խմբում ներառված ցուցանիշների փոխկապակցվածության ուժգնության վերլուծության համար իրականացվել է կոռելյացիոն վերլուծություն, հաշվարկվել է յուրաքանչյուր երկու ցուցանիշների միջև առկա կոռելյացիայի գործակիցը, ինչպես նաև դա մեկնաբանվել է ցուցանիշների շարժընթացը պատկերող գծապատկերների հետ մեկտեղ:

Երկու խմբի ցուցանիշների համար իրականացվել է Augmented Dickey-Fuller Unit Root test-ը, համաձայն որի թե՛ առաջին և թե՛ երկրորդ խմբի ցուցանիշների շարքերը ոչ ստացիոնար են (Non-stationarity), ուստի տվյալները նախքան մոդելավորումը մշակվել են, և վերցվել են վերջիններիս առաջին կարգի տարբերությունները, սակայն այդ ցուցանիշների հիման վրա կատարված վերլուծության արդյունքում ստացվել են տնտեսագիտորեն ոչ տրամաբանական մեկնաբանելի արդյունքներ, ուստի խնդրի լուծման համար ընտրվել է

¹⁷ Տե՛ս **Dabla-Norris E., Floerkemeier H.**, Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Armenia: Evidence from VAR Analysis, International Monetary Fund working paper, 2006, https://www.researchgate.net/publication/5124972_Transmission_Mechanisms_of_Monetary_Policy_in_Armenia_Evidence_from_VAR_Analysis

շարքի լոգարիթմած տարբերակը, որի պարագայում շարքերը նույնպես ոչ ստացիոնար էին, սակայն շեղումները էապես կրճատվել են:

Վերլուծության մեջ օգտագործվել է VAR մոդելը, որը նկարագրում է մի շարք k փոփոխականների փոփոխությունը: Մոդելում մինչ վերլուծությունն իրականացնելը կատարվել է նաև լագերի ընտրության չափանիշների թեստ (VAR Lag Order Selection Criteria, հիմնված AIC: Akaike information criterion վրա), որի համաձայն՝ առաջին խմբի ցուցանիշների համար մոդելը կառուցվել է մինչև 2 ամսվա ժամանակային լագով, իսկ 2-րդ խմբի ցուցանիշների համար՝ 5 ամսվա ժամանակային լագով:

Բացի վերոնշյալից՝ ուսումնասիրվել են դիտարկող ժամանակահատվածում Կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի դինամիկան և դրանից բխող այլ ցուցանիշների շարժընթացը, մասնավորապես՝ բանկային վարկերի և ավանդների տոկոսադրույքների, պետական պարտատոմսերի կարճաժամկետ, միջնաժամկետ և երկարաժամկետ պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքների, միջբանկային ռեպո տոկոսադրույքի շարժընթացը: Դիտարկվել են նաև առևտրային բանկերի կողմից տրամադրված վարկերի և ներգրավված ավանդների ծավալների, ինչպես նաև տոկոսադրույքների շարժընթացը, ավանդների և վարկերի ծավալների հարաբերակցությունն ըստ տնտեսության հատվածների, վարկերի ծավալների հարաբերակցությունն ըստ տրամադրված ոլորտների: Վիճակագրական մեթոդներն օգտագործվել են ընդհանուր տվյալների մշակման, ձևափոխման և դրանց միջոցով ցուցանիշների միջև կապերի ու փոխազդեցությունների բացահայտման նպատակով:

Գրաֆիկական մեթոդի կիրառմամբ ուսումնասիրված տվյալները ներկայացվել են տարբեր աղյուսակների և գծապատկերների տեսքով. ցուցանիշների շարժը ցույց տալու համար օգտագործվել են հիմնականում գծային գրաֆիկներ: Հետազոտության ընթացքում կիրառվել է դինամիկ վերլուծության մեթոդը, որը հնարավորություն է տվել ուսումնասիրելու երևույթների վարքագծային փոփոխությունները ժամանակի մեջ՝ տարբեր իրադարձությունների ազդեցությամբ: Դա օգնել է բացահայտել, թե ժամանակի ընթացքում ուսումնասիրվող ցուցանիշները ինչ վարքագիծ են դրսևորել՝ ի պատասխան էական գործոնների փոփոխությունների:

Վերլուծություն: ՀՀ կենտրոնական բանկը գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունն իրականացնելիս կարճաժամկետ տոկոսադրույքը ընդունում է որպես գործառնական նպատակ: Կենտրոնական բանկը, փոփոխելով վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը, ազդում է շուկայի տոկոսադրույքների վրա, մասնավորապես՝ միջբանկային, վարկային, ավանդային և այլն, որոնք էլ, իրենց հերթին, ազդում են գնաճի մակարդակի վրա համախառն պահանջարկի վրա փոփոխության միջոցով: Փաստացի՝ Կենտրոնական բանկն իր վարած դրամավարկային քաղաքականության ուղղության մասին ազդակները ֆինանսական շուկայի մասնակիցներին է փոխանցում տոկոսադրույքի միջոցով: Նշված վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքն էլ որոշվում է՝ գնահատելով տարեկան գնաճի նպատակային ցուցանիշի շեղվածությունը կանխատեսված մակարդակից:

2013 թ. վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը պահպանվել է կայուն 8%-ի մակարդակում, ինչի արդյունքում արձանագրվել է կարճաժամկետ շուկայական տոկոսադրույքների թույլ նվազման միտում: Մասնավորապես՝ տարեսկզբին միջբանկային ռեպո տոկոսադրույքը կազմում էր 8.19%, որը հասավ մինչև 8.42%-ի՝ տարեվերջին նվազելով մինչև 8.31%: Նվազման վարքագիծ դրսևորվեց նաև պետական պարտատոմսերի շուկայում, որի վրա, բացի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքից, ազդեցություն ուներ նաև ՀՀ ֆինանսների նախարարության կողմից պետական պարտքի կառավարման քաղաքականությունը: Այսպիսով՝ 1 տարի ժամկետով պետական պարտատոմսերի միջին եկամտաբերությունը 2013 թ. դեկտեմբերին կազմեց 8.57%, 5 տարի ժամկետով պարտատոմսերինը՝ 10.27%, իսկ 10 տարի ժամկետով պարտատոմսերինը՝ 10.76%: 2014 թ. Կենտրոնական բանկը թույլացրեց քաղաքականությունը՝ տարեսկզբին տոկոսադրույքը սահմանելով 7.75%, որը մինչև տարվա վերջ նվազեց մինչև 6.75%: Մեղմացնող քաղաքականությանն արձագանքեց կարճաժամկետ պետական պարտատոմսերի շուկան: 2015 թ-ից սկիզբ առած դրամավարկային քաղաքականության մեղմացման գործընթացը շարունակվեց նաև 2020 թ. սկզբին: Համավարակի նախնական փուլում ևս Կենտրոնական բանկը 0,5 տոկոսային կետով նվազեցրեց վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը: Արդյունքում՝ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը նվազեց մինչև 4,25%, որը մնաց անփոփոխ մինչև տարեվերջ, քանի որ, Կենտրոնական բանկի գնահատմամբ, ընթացիկ գնաճի և գնաճային սպասումների ավելացումը առավելապես պայմանավորված էր առաջարկի գործոններով: Վերջինս դարձավ դիտարկվող ժամանակահատվածում տոկոսադրույքի վերջին՝ ամենաստորին սահմանը: Դրանից հետո, սկսած 2021 թ. հունվարից, Կենտրոնական բանկը աստիճանաբար իրականացրեց դրամավարկային քաղաքականության խստացման գործընթաց: Հաշվի առնելով գնաճի և գնաճային սպասումների հետագա ավելացման ռիսկերը, մասնավորապես՝ այն, որ 12-ամսյա բնականոն գնաճը շարունակել է ավելանալ և կազմել է 7.4%¹⁸, հունիսին Կենտրոնական բանկը բարձրացրեց վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը 0.5 տոկոսային կետով՝ սահմանելով 6.5%: Տվյալ տարում գնաճը սկսեց արագանալ. մասնավորապես՝ օգոստոսին արձանագրվեց 0.8% գնաճ, որի պարագայում ընդհանուր 12-ամսյա գնաճը ամսվա վերջին կազմեց 8.8%: Այդ ընթացքում բնականոն գնաճի 12-ամսյա ցուցանիշը ևս որոշակիորեն ավելացավ՝ օգոստոսին կազմելով 8.0%: Տնտեսության թե՛ արտաքին, թե՛ ներքին հատվածի զարգացումները գների վրա շարունակում էին դրսևորել առավելապես գնաճային ճնշումներ: Կենտրոնական բանկը, հաշվի առնելով վերոնշյալը, վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը սահմանեց 7.25%:

Ձևավորված անորոշությունների պայմաններում ֆինանսական շուկայի մասնակիցների որոշումները պետական պարտատոմսերում ներդրումների առումով բավականին զգուշավոր են եղել: Պարտատոմսերի նկատմամբ ցածր պահանջարկն ու թերտեղաբաշխումներն ուղեկցվել են պարտատոմսերի եկամտաբերությունների աստիճանական աճով գրեթե ամբողջ եռամսյակի ընթացքում: Եկամտաբերություններն աճել են ՊՊ եկամտաբերության կորի

¹⁸ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ կայքէջ, Գնաճի հաշվետվություն, 2021/2,

https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/DVO/Monetary%20overview_II_2021.pdf

ողջ երկայնքով՝ եռամսյակի վերջում մասնակիորեն կրելով նաև ԿԲ քաղաքականության տոկոսադրույքի բարձրացման ազդեցությունը: Պահպանվող անորոշությունների ներքո 2021 թ. առաջին եռամսյակում շարունակվել է վարկավորման աճի տեմպերի դանդաղումը գրեթե բոլոր վարկատեսակների գծով՝ ուղեկցվելով վարկավորման տոկոսադրույքների աճով: Միևնույն ժամանակ, բանկերն ու վարկային կազմակերպությունները շարունակել են աշխատել տոկոսադրույքների զգալի աճով: Այդուհանդերձ, հաշվի առնելով նաև պահանջարկի՝ սպասվածից ավելի դրական զարգացումները, ընդհանուր վարկավորման ծավալները եռամսյակի ընթացքում աճել են, և 12-ամսյա աճը 2021 թվականի մարտին կազմել է 8.3%: Վարկավորման ընդհանուր ծավալների 12-ամսյա աճը 2021 թվականի հունիսին կազմել է 2.1%, որտեղ էական դերակատարություն է ունեցել հիպոտեկային վարկավորման աճը՝ կազմելով 36.3%:

Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի բարձրացումներն իրենց ազդեցությունն են թողել նաև պետական պարտատոմսերի շուկայի բոլոր հատվածներում: Սեպտեմբերի վերջին վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի բարձրացումը նախորդ եռամսյակի վերջի համեմատությամբ միջինում կազմել է 0.8%:

ԿԲ քաղաքականության ազդեցությունը նկատելի է նաև բանկերի կողմից դրամով ներգրավված միջոցների, հատկապես՝ մինչև 1 տարի ժամկետով տոկոսադրույքների վարքագծում: Տնտեսաքաղաքական անորոշությունների և ցածր ներդրումային ակտիվության պայմաններում, ինչպես նաև 2020 թ. պետական աջակցության ծրագրերի ավարտից հետո, 2021 թ. նկատվել է բանկերի և վարկային կազմակերպությունների կողմից վարկավորման ծավալների նվազման միտում՝ բացառությամբ հիպոտեկային վարկերի: Վարկավորման ընդհանուր ծավալը, 12-ամսյա կտրվածքով, 2021 թվականի սեպտեմբերին նվազել է 3.1%-ով:

2021 թ. երրորդ եռամսյակում վարկավորման աճի տեմպերի շարունակական դանդաղումն ուղեկցվել է տոկոսադրույքների որոշակի աճով՝ պայմանավորված ինչպես տնտեսական ռիսկերի հարաբերական գնահատականի, այնպես էլ ԿԲ քաղաքականության տոկոսադրույքների ավելացմամբ. ազդեցությունը դրսևորվել է գրեթե բոլոր վարկատեսակներում:

2022 թ. փետրվարին 12-ամսյա գնաճը կազմել է 6.5%, իսկ բնականոն գնաճը՝ 6.4%: Ռուս-ուկրաինական ռազմաքաղաքական հակամարտությունը, ՌԴ-ի նկատմամբ կիրառված պատժամիջոցները լրացուցիչ բացասական ազդեցություն ունեցան ինչպես գործընկեր երկրների տնտեսական աճի հեռանկարների, այնպես էլ միջազգային ապրանքահումքային շուկաների և մատակարարման շղթաների վրա՝ հանգեցնելով զգալի գնաճային դրսևորումների, ինչպես և կանխատեսել էր ՀՀ ԿԲ-ն¹⁹: Հետևաբար՝ անհրաժեշտ էր ստեղծված իրավիճակում բարձրացնել քաղաքականության տոկոսադրույքը համեմատաբար մեծ քայլով՝ 1.25 տոկոսային կետով, քանի որ տնտեսական հեռանկարի հետ կապված անորոշության և գնաճային սպասումների ավելացման ռիսկերի պահպանման դեպքում հետագայում ևս կդիտարկվեր դրամավարկային պայմանների հնարավոր խստացման անհրաժեշտություն: 2022 թ. երկրորդ եռամսյակում, միջազգային գրեթե բոլոր ապրանքային և հումքային շուկաներից

¹⁹ Տե՛ս նույն աղբյուրը:

փոխանցվող գնաճային ազդեցությունների և ՀՀ-ում ձևավորված բարձր պահանջարկի պայմաններում, ներքին գնաճը շարունակեց ավելանալ: 2022 թ. մայիսին 12-ամսյա գնաճը կազմեց 9.0%, իսկ բնականոն գնաճը՝ 8.4%: Այս փուլում ԿԲ-ն նպատակային համարեց քաղաքականության տոկոսադրույքը թողնել անփոփոխ: Հետագայում տոկոսադրույքի աճի միտումը պահպանվեց՝ տարեվերջին գրանցելով արդեն 10.75% մակարդակ²⁰: Տոկոսադրույքի բարձրացմանը պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքների արձագանքն առավել արտահայտված է եղել միջնաժամկետ և կարճաժամկետ հատվածներում, իսկ բանկային համակարգի կողմից ներգրավված միջոցների տոկոսադրույքների վրա դա դեռևս թույլ է դրսևորվել: Ավանդների տոկոսադրույքների փոքր աճ արձանագրվել է իրավաբանական անձանց՝ մինչև 1 տարի ժամկետով ավանդների տոկոսադրույքներում: Այդուհանդերձ, ՀՀ ԿԲ-ի կողմից իրականացվող վարկային պայմանների հարցումների համաձայն, 2021 թ. չորրորդ եռամսյակում և՛ բիզնես, և՛ սպառողական վարկավորման չափանիշներում ու պայմաններում որոշակի դյուրացումներ են կատարվել: Մասնավորապես՝ տնտեսության առանձին ճյուղերի ակտիվացման սպասումները, բանկերի և վարկային կազմակերպությունների ռիսկի «ախորժակի» ավելացումը դրականորեն են ազդել վարկավորման առաջարկի վրա, բայց նաև որոշ չափով խստացվել է վարկավորման տոկոսադրույքի պայմանը, ինչը, սակայն, արտացոլվել է միայն մինչև 1 տարի ժամկետով բիզնես վարկերի տոկոսադրույքի դեկտեմբերի ցուցանիշում: Տարվա 2-րդ եռամսյակի ընթացքում պետական պարտատոմսերի շուկան ևս, արձագանքելով քաղաքականության տոկոսադրույքի փոփոխություններին, բնութագրվել է տոկոսադրույքների աճով: Ընդ որում, եկամտաբերությունների աճն ավելին է եղել կարճաժամկետ հատվածում՝ հատկապես մինչև 3 ամիս ժամկետով պարտատոմսերի շարքում: Փետրվարին եկամտաբերության կորի փոփոխություն, 2021 թ. դեկտեմբերի համեմատությամբ, գրեթե չի արձանագրվել, իսկ մարտի վերջին արդեն, անորոշությունների ավելացման պայմաններում և ԿԲ քաղաքականության գործողությունների արդյունքում, նկատելի է եղել եկամտաբերությունների աճ կորի ողջ երկայնքով: Եկամտաբերության կորի դիրքը մարտի վերջին, դեկտեմբերի համեմատությամբ, զուգահեռ տեղաշարժվել է վեր, միջին հաշվով, 1.17 տոկոսային կետով: 2022 թ. ընթացքում արձանագրվել է առևտրային բանկերի կողմից ներգրավված և տրամադրված միջոցների աճ, որն ուղեկցվել է առավելապես արտարժույթային միջոցների տոկոսադրույքների նվազմամբ:

2023 թ. առաջին եռամսյակի ընթացքում ՀՀ հիմնական գործընկեր երկրներում արձանագրվող թույլ տնտեսական աճն ուղեկցվել է ընդհանուր գնաճային միջավայրի մեղմմամբ, այնուհանդերձ, որոշ ապրանքների և ծառայությունների գները մնացել են բարձր: Այս իրավիճակում արտաքին հատվածից ՀՀ տնտեսությանը փոխանցվող գնաճային ազդեցությունները շարունակել են թուլանալ:

²⁰ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ կայքէջ, Գնաճի հաշվետվություններ՝ 2022/1, 2022/2, 2022/3, 2022/4, https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/DVQ/Monetary%20overview_I_2022.pdf https://www.cba.am/AM/pperiodicals/Monetary%20overview_II_2022.pdf https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/DVQ/Monetary%20overview_III_2022.pdf <https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/DVQ/Monetary%20overview-IV-2022.pdf>

2022 թ. չորրորդ եռամսյակում ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի բարձրացման համապատկերում պետական պարտատոմսերի շուկայում եկամտաբերությունների աճը զգալի է եղել շուկայի միջնաժամկետ հատվածում: Հատկանշական է, որ չորրորդ եռամսյակի վերջին, ԿԲ գործողություններին զուգահեռ, երկարաժամկետ տոկոսադրույքների արձագանքը եղել է նվազման ուղղությամբ: Այդուհանդերձ, պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների միջին աճը կորի ողջ երկայնքով կազմել է 0.5 տոկոսային կետ: Առևտրային բանկերի կողմից տրամադրված և ներգրավված միջոցների աճը 2022 թ. չորրորդ եռամսյակի ընթացքում շարունակվել է: Դա միաժամանակ ուղեկցվել է տոկոսադրույքների աճով՝ իր վրա կրելով նաև ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի բարձրացման ազդեցությունը: Իրական հատվածում եկամուտների աճի և դրա հեռանկարների վերաբերյալ ձևավորված անորոշությունների պայմաններում վարկավորման նկատմամբ պահանջարկը, հետևաբար՝ փաստացի ծավալների աճը եղել են հարաբերականորեն զսպված: 2023 թ. առաջին եռամսյակի ընթացքում շարունակվել է առևտրային բանկերի կողմից ներգրավված և տրամադրված միջոցների աճը՝ տոկոսադրույքների ոչ նշանակալի փոփոխությամբ: Վարկավորման ընդհանուր ծավալը, 12-ամսյա կտրվածքով, 2023 թ. մարտին աճել է 6.4%-ով, սպառողական և հիպոտեկային վարկավորումը, համապատասխանաբար՝ 11.3%-ով և 28.6%-ով: Եռամսյակի ընթացքում բանկերի կողմից ոչ ռեզիդենտներից ներգրավված ավանդների ծավալը կայունացել է ձևավորված բարձր մակարդակում՝ 12-ամսյա կտրվածքով 2023 թ. մարտին կազմելով 54.7%: 2023 թվականի երկրորդ եռամսյակում 12-ամսյա գնաճը կտրուկ նվազել է՝ մայիսի վերջին կազմելով 1.3%²¹: Նշվածից ելնելով՝ Կենտրոնական բանկն այս փուլում նպատակային է համարել համեմատաբար փոքր քայլով թուլացնել դրամավարկային պայմանները՝ նվազեցնելով այն, իսկ 2023 թ. դեկտեմբեր 12-ին սահմանելով արդեն 9.25%²²:

2023 թ. երկրորդ եռամսյակում պետական պարտատոմսերի շուկայում արձանագրվել է եկամտաբերության կորի նվազում ամբողջ հատվածում, որը համահունչ է նույն ժամանակահատվածում ԿԲ գործողություններին: Երկարաժամկետ տոկոսադրույքներն ավելի շատ են նվազել, քան կարճաժամկետ տոկոսադրույքները, ինչը նաև արտահայտում է գնաճային սպասումների և ապագա տոկոսադրույքների վերաբերյալ շուկաների սպասումները: 2023 թվականի երկրորդ եռամսյակում առևտրային բանկերի կողմից ներգրավված և տրամադրված միջոցները շարունակել են աճել: Մինչույն ժամանակ, գրանցվել է տնային տնտեսությունների վարկերի տոկոսադրույքների բարձրացում: Սա կարող է մասնակիորեն պայմանավորված լինել սպառողական վարկերի բարձր պահանջարկով, ինչը համահունչ է տնտեսությունում նկատվող ներքին պահանջարկի բարձր աճին: Համաձայն Կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվող հարցումների՝ առևտրային բանկերում վարկավորման

²¹ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ Գնաճի հաշվետվություններ՝ 2023/1, 2023/2, 2023/3, https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/DVQ/Inflation_report_2023Q2.pdf https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/DVQ/Inflation_report_2023Q3_arm.pdf <https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/DVQ/Inflation%20report%202023Q1.pdf>

²² Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ կայքէջ, Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը սահմանվել է 10.75 տոկոս, https://www.cba.am/AM/News/Pages/news_121223.aspx#sthash.wlktQYCe.dpbs

պայմանները որոշակիորեն մեղմվել են, վարկավորման ոլորտում նկատվել է նաև պահանջարկի աճ: Բնակարանաշինության ոլորտը շարունակել է պահպանել բարձր ակտիվություն, ինչը վկայում է հիպոտեկային վարկերի կայուն աճի մասին:

Եթե դիտարկենք տրամադրված վարկերի տոկոսադրույքների դինամիկան, ապա դրական տեղաշարժն ակնառու է²³: 2013 թ. մինչև 1 տարի ժամկետով ՀՀ դրամով տրամադրված վարկերի միջին տոկոսադրույքը կազմել է 15.04%, իսկ 2022 թ.՝ 12.03%: Նույն ժամկետով ԱՄՆ դոլարով տրամադրված վարկերի միջին տոկոսադրույքը 2013 թ. կազմել է 10.47%, 2022 թ.՝ 7.74%: Դիտարկվող ժամանակահատվածում նվազման միտում ունեն նաև 1 տարուց ավելի ժամկետով տրամադրված վարկերի տոկոսադրույքները, մասնավորապես՝ 2013 թ. ՀՀ դրամով տրամադրված վարկերի միջին տոկոսադրույքը կազմել է 18.29%, իսկ 2022 թ.՝ 14.45%: Նույն ժամկետով ԱՄՆ դոլարով տրամադրված վարկերի միջին տոկոսադրույքը 2013 թ. կազմել է 11.85%, 2022 թ.՝ 8.63%:

Առևտրային բանկերի կողմից տրամադրվող վարկերի միջին տոկոսադրույքները վերջին տարիներին ունեցել են նվազման միտում, որը հիմնականում պայմանավորված է նաև բանկերի մրցակցության աստիճանի աճով: 2021–2022 թթ. վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի աճով պայմանավորված վարկավորման տոկոսադրույքների զգալի աճ չի գրանցվել: Վարկավորման ծավալներում նվազման միտում վերջին 3 տարիներին ունեցել են միայն արտարժույթով տրամադրված վարկերը, որը պայմանավորված է եղել հիմնականում արտարժույթի տատանումների ռիսկով:

Վերլուծելով ՀՀ առևտրային բանկերի կողմից ներգրավված ավանդների միջին տոկոսադրույքները 2013–2022 թթ.²⁴ կարող ենք փաստել, որ նշված ժամանակահատվածում թե՛ մինչև մեկ տարի ժամկետով և թե՛ մեկ տարուց ավելի ժամկետով ներգրավված ավանդների միջին տոկոսադրույքների շարժընթացն ունեցել է նվազման միտում: Դիտարկվող ժամանակահատվածում 2020 թվականին է գրանցվել նվազագույն տոկոսադրույքը մինչև 1 տարի ժամկետով ավանդների ներգրավման գծով՝ ՀՀ դրամի համար կազմելով 7.4%, ԱՄՆ դոլարի համար՝ 1.46%:

2021 թ. ՀՀ կենտրոնական բանկն իրականացրեց կարգավորման փոփոխություն, որով էականորեն խստացրեց բանկերի կողմից ներգրավված միջոցների պահուստավորման չափը՝ ՀՀ դրամով ներգրավված միջոցների դիմաց Կենտրոնական բանկում դրամով տեղաբաշխվող պարտադիր պահուստների նվազագույն չափը սահմանելով ներգրավված միջոցների 4%-ի չափով՝ նախկին 2%-ի փոխարեն²⁵: Նշվածն ավանդների ներգրավման տոկոսադրույքների վրա կարող էր ունենալ ավելի էական ազդեցություն, քան վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի փոփոխությունը: Սակայն, 2021 թ. սկսած, դրամով արտահայտված ավանդների միջին տոկոսադրույքները սկսեցին

²³ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ կայքէջ, https://www.cba.am/stat/stat_data_arm/12_Lending_rates_arm.xlsx

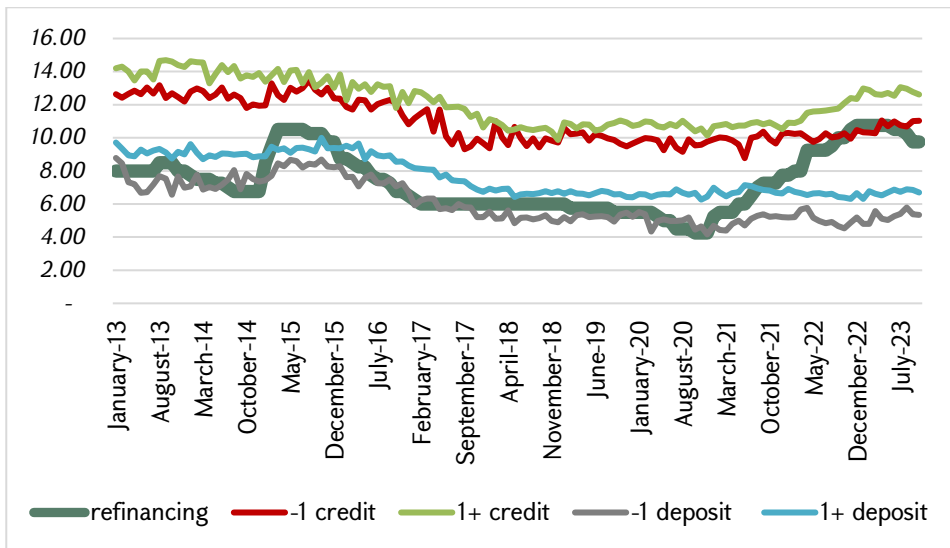
²⁴ Աղբյուրը՝ https://www.cba.am/stat/stat_data_arm/11_Deposit_rates_arm.xlsx

²⁵ Տե՛ս «Բանկերի գործունեության կարգավորումը, բանկային գործունեության հիմնական տնտեսական նորմատիվները» Կանոնակարգ 2, կետ 24, <https://www.arlis.am/documentview.aspx?docid=176380>

որոշակի չափով աճել: Սա կարող է պայմանավորված լինել ներդրողների պասիվության հետ, որոնցից ավանդ ներգրավելու համար առկա անորոշությունների պայմաններում առևտրային բանկերը բարձրացնում են ավանդների տոկոսադրույքները:

Ներկայացնենք հետազոտության մեթոդաբանությունում նշված՝ ընտրված ցուցանիշների վերաբերյալ կատարված վերլուծությունները և գնահատման արդյունքները:

Կոռելյացիոն վերլուծություն: Առաջին խմբում ներառված ցուցանիշների կոռելյացիոն վերլուծությունը ցույց է տալիս (աղյուսակ 1), որ Կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքն ամենաուժեղ չափով կորելյացված է 1 տարուց ավելի ժամկետայնություն ունեցող վարկերի հետ, իսկ ամենաթույլ չափով՝ երկարաժամկետ ավանդների հետ:



Գծապատկեր 1. Առաջին խմբում ներառված ցուցանիշների շարժընթացը 2013–2023 թթ.

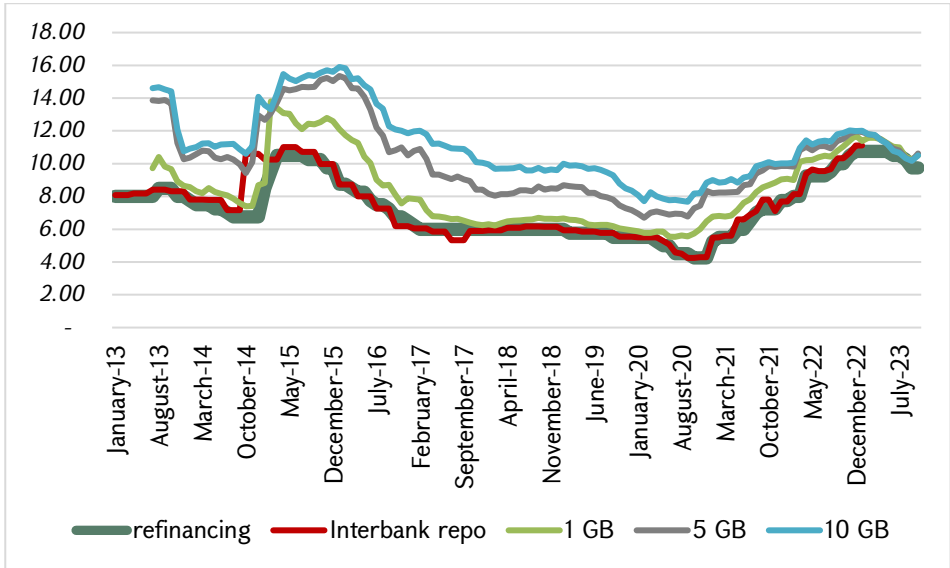
Աղյուսակ 1

Առաջին խմբում ներառված ցուցանիշների կոռելյացիոն վերլուծություն

ԿՔ	refinancing	-1 credit	1+ credit	-1 deposit	1+ deposit
refinancing	1				
-1 credit	0.498398	1			
1+ credit	0.597417	0.898501	1		
-1 deposit	0.4208	0.883236	0.820101	1	
1+ deposit	0.350274	0.910835	0.845758	0.949069	1

Հատկանշական է, որ երբ Կենտրոնական բանկը 2021 թ. սկսեց բարձրացնել վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը, մինչև մեկ տարի և մեկ տարուց ավելի ժամկետով ավանդների ու վարկերի տոկոսադրույքները շատ թույլ արձագանքեցին կամ ընդհանրապես չարձագանքեցին դրան: Նշվածը հիմնականում կարող էր պայմանավորված լինել բանկերի մրցակցության բարձր աստիճանով, և վերջիններս վարկերի տոկոսադրույքների բարձրացմանը չեն դիմում՝ հաշվի առնելով նաև հաճախորդների կորստի ռիսկը:

Երկրորդ խմբում ընդգրկված ցուցանիշների համար իրականացված կոռելյացիոն վերլուծությունից (աղյուսակ 2) պարզ է դառնում, որ այս խմբում կոռելյացվածության աստիճանը շատ ավելի բարձր է. Կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը ամենաուժեղը կոռելյացված է միջբանկային ռեպո տոկոսադրույքի հետ, չնայած նրան, որ ընդամենը 0.01-ով է գերազանցում մեկ տարի ժամկետայնություն ունեցող պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության հետ ունեցած ցուցանիշը: Կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը այս խմբում ամենաթույլ կոռելյացվածության աստիճանը ունի երկարաժամկետ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության տոկոսադրույքի հետ:



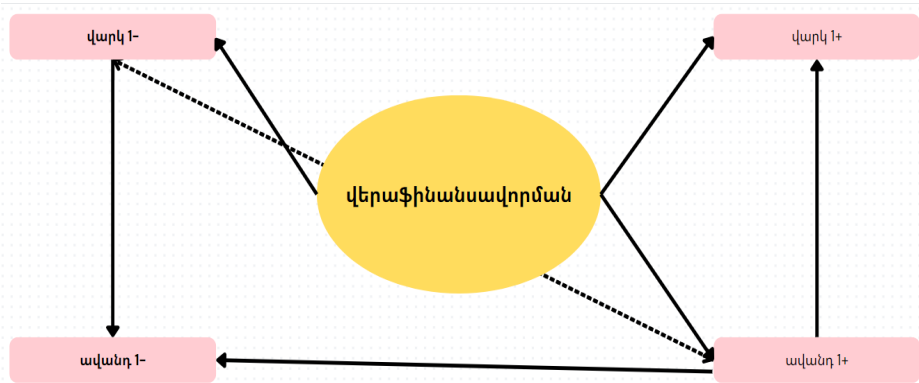
Գծապատկեր 2. Երկրորդ խմբում ներառված ցուցանիշների շարժընթացը 2013–2023 թթ.

Աղյուսակ 2

Երկրորդ խմբում ներառված ցուցանիշների կոռելյացիոն վերլուծություն

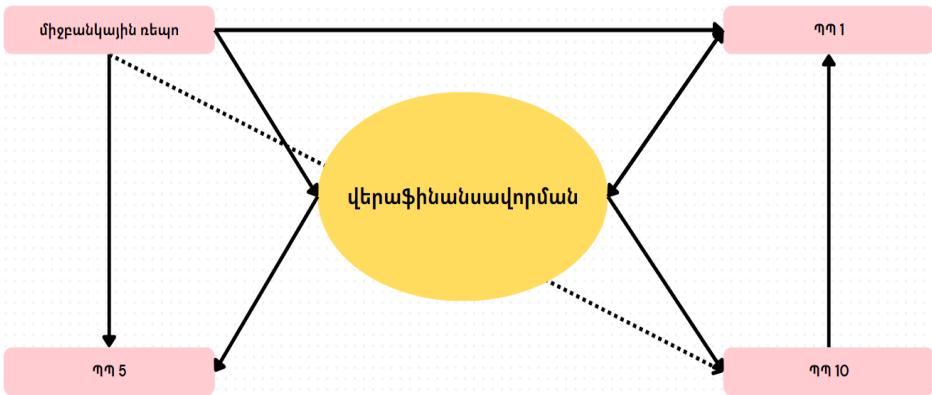
	refinancing	Interbank repo	1 GB	5 GB	10 GB
refinancing	1				
Interbank repo	0.938285	1			
1 GB	0.948197	0.89098	1		
5 GB	0.800132	0.811397	0.899796	1	
10 GB	0.696542	0.745373	0.805317	0.974762	1

«Գրեյնջեր քաուսալիթի թեստ» (Granger Causality Test): Առաջին խմբում ներառված ցուցանիշների համար իրականացված Գրեյնջերի պատճառականության թեստի արդյունքները փաստում են, որ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի հետ (5% միջակայքում) նշանակալի պատճառական կապի մեջ են երկարաժամկետ ավանդների և վարկերի տոկոսադրույքները, ինչպես նաև կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույքը, իսկ կարճաժամկետ ավանդների տոկոսադրույքի հետ նշանակալի կապ առկա չէ:



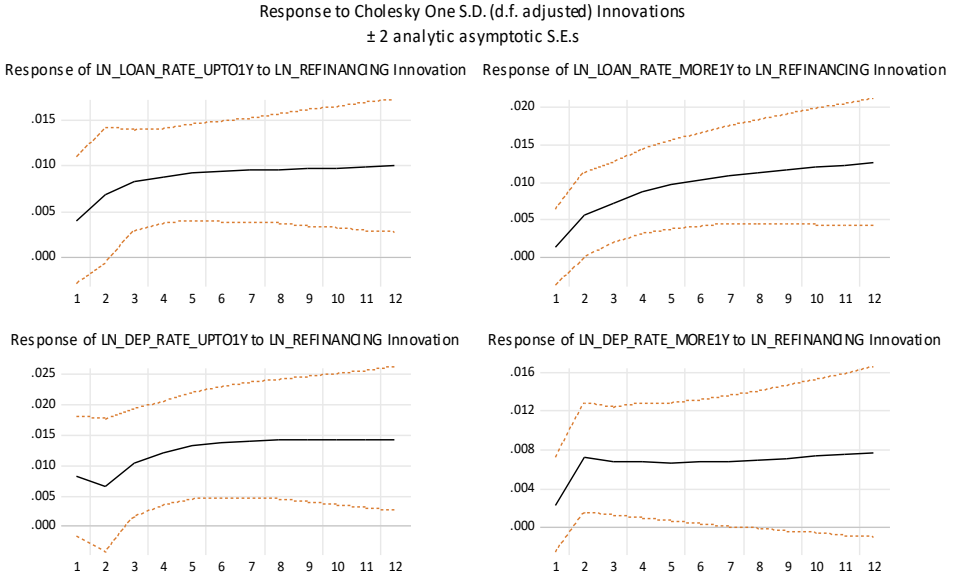
Գծապատկեր 3. Granger Causality Test-ի արդյունքները առաջին խմբում ներառված ցուցանիշների համար

Երկրորդ խմբում ներառված ցուցանիշների համար իրականացված Գրեյնջերի պատճառականության թեստի արդյունքները փաստում են, որ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի հետ (5% միջակայքում) նշանակալի պատճառական ուղիղ կապի մեջ են 1, 5 և 10 տարի ժամկետայնություն ունեցող պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքները, իսկ միջբանկային ռեպոյի և մեկ տարի ժամկետայնություն ունեցող պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքների հետ բացահայտվել է հակադարձ նշանակալի պատճառական կապ:



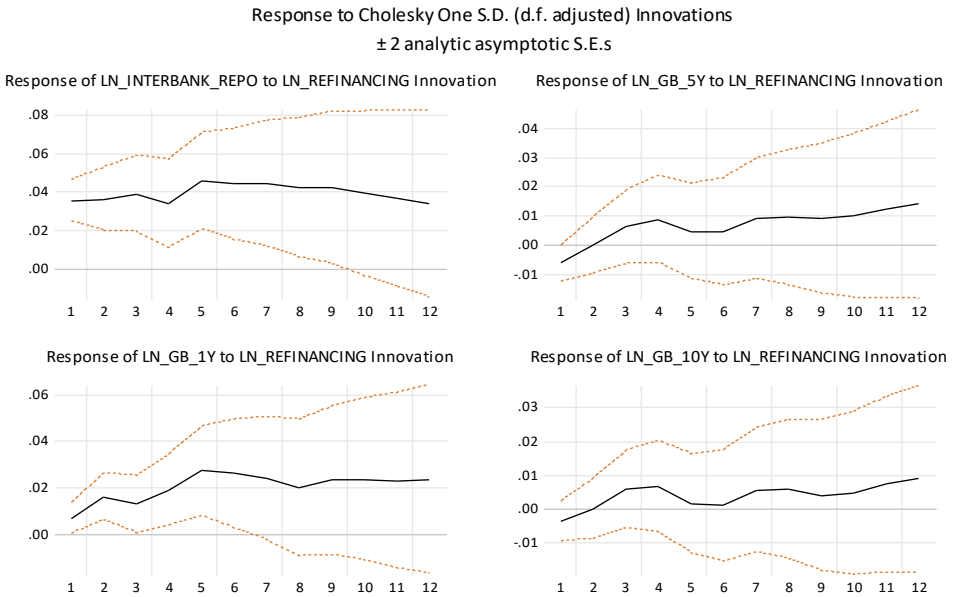
Գծապատկեր 4. Granger Causality Test-ի արդյունքները երկրորդ խմբում ներառված ցուցանիշների համար

«VAR մոդել 1», առաջին խմբում ներառված ցուցանիշներ: Ըստ գնահատված VAR մոդելի արդյունքների և գծապատկեր 5-ում բերված ազդակի արձագանքման ֆունկցիաների՝ առաջին խմբում ներառված ցուցանիշները արձագանքում են Կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի 1 միավոր փոփոխության շուկին 1–3 ամիս միջակայքային հորիզոնում, որից հետո ազդեցությունն աստիճանաբար մարում է:



Գծապատկեր 5. Ազդակի արձագանքման (impulse response) ֆունկցիաները՝ առաջին խմբում ներառված ցուցանիշներ

«VAR մոդել 2», երկրորդ խմբում ներառված ցուցանիշներ: Կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի ազդեցությունը այս խմբում, ըստ մոդելի և գծապատկեր 6-ում պատկերված ազդակի արձագանքման ֆունկցիաների, նշանակալի է մեկ տարի ժամկետայնություն ունեցող պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության և միջբանկային ռեպո տոկոսադրույքների վրա մինչև 5 լագ հորիզոնում, որից հետո ազդեցությունը մարում է:

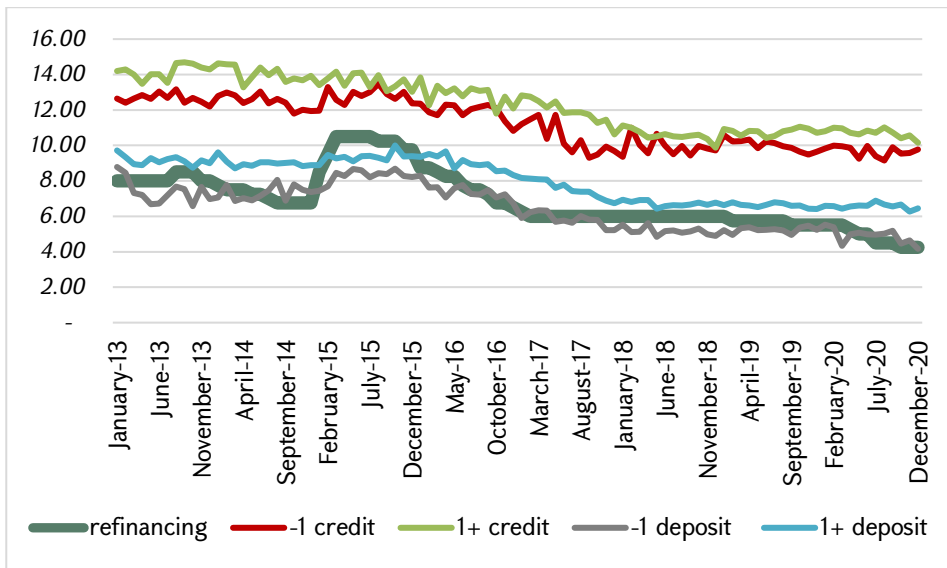


Գծապատկեր 6. Ազդակի արձագանքման (impulse response) ֆունկցիաները՝ երկրորդ խմբում ներառված ցուցանիշներ

Այսպիսով, ըստ մոդելի տրված արդյունքների, ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականությանը, մասնավորապես՝ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի փոփոխության ազդեցությանը արձագանքում են ավանդային և վարկային տոկոսադրույքները, միջբանկային ռեպո և մեկ տարի ժամկետայնություն ունեցող պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության տոկոսադրույքները:

Քանի որ վերլուծության արդյունքում պարզ դարձավ, որ Կենտրոնական բանկի կողմից 2021 թ. սկսած վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի բարձրացմանը մինչև մեկ տարի և մեկ տարուց ավելի ժամկետով ավանդների ու վարկերի տոկոսադրույքները շատ թույլ արձագանքեցին, կառուցել ենք նույն մոդելը միայն առաջին խմբում ներառված ցուցանիշների համար՝ հիմք ընդունելով արդեն 2013 թ. հունվարից մինչև 2020 թ. դեկտեմբերի տվյալները:

Նախ իրականացրել ենք կոռելյացիոն վերլուծություն: Ինչպես նկատելի է աղյուսակ 3-ից, ի տարբերություն 2013-2023 թթ. ցուցանիշների, այստեղ կոռելյացվածության մակարդակը բավականին բարձր է. Կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը ամենաուժեղը կոռելյացված է մինչև 1 տարի ժամկետայնություն ունեցող ավանդների տոկոսադրույքների հետ, այնուհետև 1 տարուց ավելի ժամկետայնություն ունեցող ավանդների տոկոսադրույքների հետ, իսկ հետո, համապատասխանաբար՝ մինչև 1 տարի և 1 տարուց ավելի ժամկետայնություն ունեցող վարկերի տոկոսադրույքների հետ:



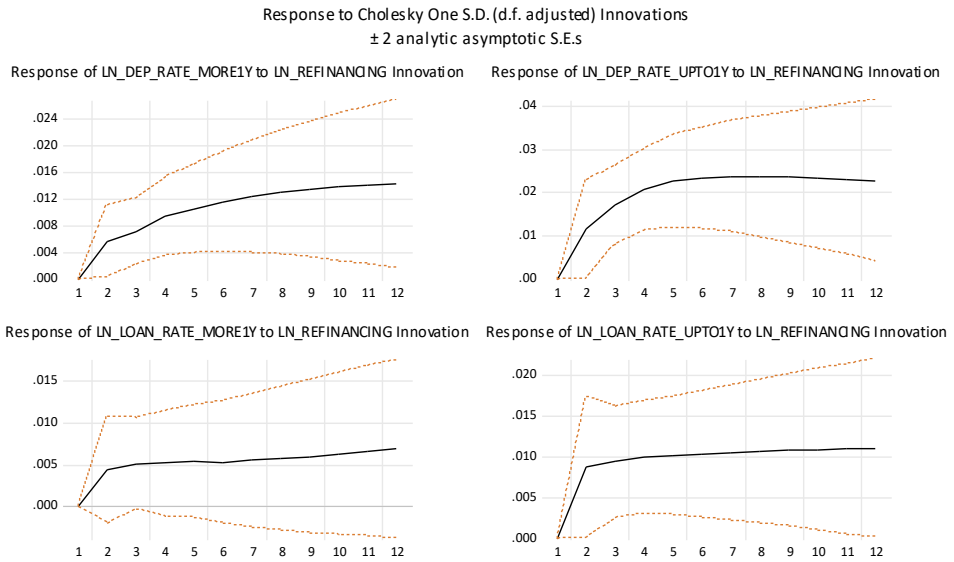
Գծապատկեր 7. Առաջին խմբում ներառված ցուցանիշների շարժընթացը 2013–2020 թթ.

Աղյուսակ 3

Առաջին խմբում ներառված ցուցանիշների կոռելյացիոն վերլուծություն 2013–2020 թթ. ցուցանիշների համար

	refinancing	-1 credit	1+ credit	-1 deposit	1+ deposit
refinancing	1				
-1 credit	0.837931	1			
1+ credit	0.764882	0.924885	1		
-1 deposit	0.890896	0.885504	0.882013	1	
1+ deposit	0.851181	0.928656	0.931452	0.947229	1

«VAR մոդել 1», առաջին խմբում ներառված ցուցանիշներ (2013–2020 թթ.): Ըստ գնահատված VAR մոդելի արդյունքների՝ այստեղ նույնպես Կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքների փոփոխության ազդեցությունը նշանակալի չէր ցուցանիշների վրա: Գծապատկեր 8-ում բերված ազդակի արձագանքման ֆունկցիաների համաձայն՝ արձագանքը Կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի 1 տոկոս փոփոխության շուկին տատանողական է:



Գծապատկեր 8. Ազդակի արձագանքման (impulse response) ֆունկցիաները՝ առաջին խմբում ներառված ցուցանիշներ (2013–2020 թթ.)

Եզրակացություն: Տոկոսադրույքների տատանումների ազդեցությունը ՀՀ տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների վրա բոլոր ուղղություններով և ստույգ գնահատելը գրեթե անհնար է, սակայն տեսական և փորձառական մակարդակներում հիմնավորվում է, որ տոկոսադրույքների շարժընթացը էականորեն ազդում է երկրի տնտեսական աճի տեմպերի վրա, ընդ որում՝ բավականին բարդ մեխանիզմով:

Երկու խումբ ցուցանիշների վերլուծության արդյունքում պարզ դարձավ, որ Կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքն առաջին խմբում ամենաուժեղը կոռելացված է 1 տարուց ավելի ժամկետայնություն ունեցող վարկերի հետ, իսկ ամենաթույլը՝ երկարաժամկետ ավանդների հետ: Կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը երկրորդ խմբում ամենաուժեղը կոռելացված է միջբանկային ռեպո տոկոսադրույքի հետ, թեև ընդամենը 0.01-ով է գերազանցում մեկ տարի ժամկետայնություն ունեցող պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության հետ ունեցած ցուցանիշը:

VAR մոդելի գնահատման արդյունքները ցույց տվեցին, որ Կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի փոփոխությանը արձա-

զանքում են ավանդային և վարկային տոկոսադրույքները, միջբանկային ռեպո և մեկ տարի ժամկետայնություն ունեցող պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության տոկոսադրույքները տարբեր ժամանակային լազերում:

Granger Causality Test-ի արդյունքները ցույց տվեցին, որ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի հետ նշանակալի ուղիղ պատճառական կապի մեջ են երկարաժամկետ ավանդների և վարկերի տոկոսադրույքները և կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույքը, 1, 5 և 10 տարի ժամկետայնություն ունեցող պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքները, իսկ միջբանկային ռեպոյի և մեկ տարի ժամկետայնություն ունեցող պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույքների հետ բացահայտվեց հակադարձ նշանակալի պատճառական կապ:

Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմների հնարավոր ուղիներից ՀՀ-ում գործում է տոկոսադրույքի ուղին, մինչդեռ դրա ազդեցությունը տնտեսության առանձին հատվածների մեծ մասի վրա բավականին թույլ է: Միևնույն ժամանակ, դրամավարկային քաղաքականության փոխարժեքի ուղին ՀՀ տնտեսության վրա ունի նշանակալի ազդեցություն, թեև դա ՀՀ ԿԲ որդեգրած գնաճի նպատակադրման ռազմավարության պայմաններում որպես փոխանցումային մեխանիզմի ուղի դիտարկել չի կարելի («անհնարին երրորդություն»): Ստեղծված իրավիճակում ՀՀ ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի արդյունավետության բարձրացման հնարավոր տրամաբանական տարբերակը փոխանցումային մեխանիզմի փոխարժեքի ուղու ազդեցության թուլացմանն ուղղված համակարգված միջոցառումների իրականացումն է և, ըստ այդմ, տոկոսադրույքի ուղու ազդեցության մեծացումը: Նշված համակարգում անհրաժեշտ է կարևորել նաև սպասումների դերն ու նշանակությունը և իրականացվող քաղաքականության հիմքում դնել ՀՀ ԿԲ՝ հասարակության հետ կապերի, հասարակության՝ ՀՀ ԿԲ վարած քաղաքականության վստահության բարձրացմանն ուղղված միջոցառումները, որոնք դրական ազդեցություն կունենան հասարակության սպասումների ձևավորման գործընթացի վրա, և ԿԲ դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը կփոխանցվի տնտեսությանն առավել արագ ու արդյունավետ:

Օգտագործված գրականություն

1. ՀՀ ԿԲ խորհրդի 24.01.2014 թ. «ՀՀ Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության անուղակի գործիքներ և դրանց կիրառման մեխանիզմներ» փաստաթղթին հավանություն տալու մասին» թիվ 7Ա որոշում, <https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/karger/19-Announcement-instruments.pdf>
2. «Բանկերի գործունեության կարգավորումը, բանկային գործունեության հիմնական տնտեսական նորմատիվները» Կանոնակարգ 2, <https://www.arlis.am/documentview.aspx?docid=176380>
3. ՀՀ ԿԲ Գնաճի հաշվետվություն, 2021/2, <https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/DVQ/Monetary%20overview II 2021.pdf>

4. ՀՀ ԿԲ Գնաճի հաշվետվություն, 2022/2, <https://www.cba.am/AM/periodicals/Monetary%20overview%202022.pdf>
5. ՀՀ ԿԲ Գնաճի հաշվետվություն, 2022/3, https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/DVQ/Monetary%20overview_III_2022.pdf
6. ՀՀ ԿԲ Գնաճի հաշվետվություն, 2022/4, <https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/DVQ/Monetary%20overview-IV-2022.pdf>
7. ՀՀ ԿԲ Գնաճի հաշվետվություն, 2023/1, <https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/DVQ/Inflation%20report%2023Q1.pdf>
8. ՀՀ ԿԲ Գնաճի հաշվետվություն, 2023/2, https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/DVQ/Inflation_report_2023Q2.pdf
- ՀՀ ԿԲ Գնաճի հաշվետվություն 2023/3, https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/parberakan/DVQ/Inflation_report_2023Q3_arm.pdf
9. Գրիգորյան Կ., Պողոսյան Վ., Մխիթարյան Լ., Վարկային ճեղքերը զարգացած և զարգացող երկրներում, «Բանբեր ՀՊՏՀ», 2 (54), 2019, <https://asue.am/upload/files/science/banber/2019-year-2/2019.2-9.pdf>
10. Վարդանյան Բ., Ավագյան Գ., Տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների խզման հիմնարար պատճառները և դրսևորումները Հայաստանի Հանրապետությունում, «Բանբեր ՀՊՏՀ», N3, 2018, էջ 57-73, <https://asue.am/upload/files/science/banber/2018-year-3/6-B-2018-3-5.pdf>
11. Աղաբեկյան Է., ՀՀ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության փոփոխության հնարավոր ռիսկերն ու դրանց գնահատումը, ՀՀ տնտեսության զարգացման առաջնահերթությունները. ներքին և արտաքին մարտահրավերներ /ՀՊՏՀ 28-րդ գիտաժողովի նյութեր/, Եր., «Տնտեսագետ», 2021, էջ 5-25:
12. Гринспен А., Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы, 2007.
13. Aghabekyan E., Problems of ensuring the required real interest rates on the RA government bond market, «Ֆինանսներ և հաշվապահական հաշվառում» գիտական հանդես, 2(6), 2020, էջ 127-142.
14. Economic Development with Finance: Studies of Emerging Economies, PUYANG SUN, 2009.
15. Finance and Growth: Schumpeter Might be Right, Robert G. King; Ross Levine, 1993.
16. «Theory and Applications of Microeconomics (v. 1.0)» «The IS-LM Model», section 16.25, <https://2012books.lardbucket.org/books/theory-and-applications-of-macroeconomics/s20-25-the-is-lm-model.html>
17. Warren Young and William Darity, Jr., «IS-LM-BP: an inquest», <https://web.archive.org/web/20090219095757/http://www.econ.ucdavis.edu/faculty/kdhoover/pdf/Hope/Young.pdf>
18. Dabla-Norris E., Floerkemeier H., «Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Armenia: Evidence from VAR Analysis», International Monetary Fund working paper, 2006,

- https://www.researchgate.net/publication/5124972_Transmission_Mechanisms_of_Monetary_Policy_in_Armenia_Evidence_from_VAR_Analysis
19. Моисеев Р., Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики, журнал «Финансы и кредит», N 18, 2002, <https://cyberleninka.ru/article/n/transmissionnyy-mehanizm-denezhno-kreditnoy-politiki/viewer>
 20. Checetti S. G., «Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy Transmission Mechanism», Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, 1999, https://www.researchgate.net/publication/2391458_Legal_Structure_Financial_Structure_and_the_Monetary_Policy_Transmission_Mechanism
 21. Financial Intermediation Costs in Low-Income Countries: The Role of Regulatory, Institutional, and Macroeconomic Factors, Tigran Poghosyan, IMF, 2012.
 22. Mishkin F. S., «The Economics of Money, Banking and Financial Markets» seventh edition, <https://handoutset.com/wp-content/uploads/2022/06/The-Economics-of-Money-Banking-and-Financial-Markets-Frederic-S.-Mishkin.pdf>
 23. https://www.cba.am/stat/stat_data_arm/12_Lending_rates_arm.xlsx
 24. https://www.cba.am/stat/stat_data_arm/11_Deposit_rates_arm.xlsx
 25. https://www.cba.am/AM/News/Pages/news_121223.aspx#sthash.wlkt0YCe.dpbs

ГАЯНЕ АВАГЯН

Доцент кафедры макроэкономики АГЭУ,
кандидат экономических наук

КНАРИК ВАРДАНЯН

Доцент кафедры макроэкономики АГЭУ,
кандидат экономических наук

РАФИК АРАКЕЛЯН

Руководитель отдела финансового надзора ЦБ РА

Влияние колебаний процентной ставки рефинансирования на рыночные процентные ставки в Республике Армения. – Бесспорно, что реальный сектор экономики нуждается в инвестициях, особенно в нынешний технологический век, с другой стороны, банки обладают значительными финансовыми ресурсами, но из-за недостаточной, асимметричной информации и недостаточного уровня развития финансовой системы, взаимодействие реального и финансового секторов неэффективно. «Запоздалая реакция» финансового сектора на изменения в реальном секторе стала причиной хронического избыточного предложения финансовых услуг, создавшего ситуацию, когда уровень формируемой в банках ликвидности во многом не зависит от экономических циклов.

Статья посвящена выявлению путей влияния колебаний процентных ставок на реальный и финансовый секторы экономики РА и оценке влияния. Проведен анализ тенденций основных показателей, характеризующих реальный и финансовый секторы РА, поведения отдельных видов процентных ставок по определяющим его факторам. Были прокомментированы макроэкономические события в РА, вызванные колебаниями процентных ставок. С помощью эконометрических моделей были оценены размеры эффекта между рядом звеньев траектории процентных ставок. Проведенное исследование позволило осветить проблемы трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики РА и указать возможные пути решения.

В результате оценки установлено, что процентные ставки по депозитам и кредитам, ставки межбанковского РЕПО и однолетних государственных облигаций реагируют на изменение ставки рефинансирования ЦБ с разными временными лагами.

Ключевые слова: ставка рефинансирования, денежно-кредитная политика, трансмиссионный механизм, оценка.

JEL: E52, O23

DOI: 10.52174/29538114_2024.1-7

GAYANE AVAGYAN

*Associate Professor at the Chair of Macroeconomics at ASUE,
PhD in Economics*

KNARIK VARDANYAN

*Associate Professor at the Chair of Macroeconomics at ASUE,
PhD in Economics*

RAFIK ARAKELYAN

Supervisor at Financial Supervision Department, Central Bank of Armenia

Effect of Refinancing Interest Rate Fluctuations on Market Interest Rates in the Republic of Armenia.

It is indisputable that the real sector of the economy requires investment, especially in the current technological age. Banks, on the other hand, possess significant financial resources, but due to insufficient, asymmetric information and the underdeveloped financial system, the interaction between the real and financial sectors is ineffective. The "late response" of the financial sector to changes in the real sector has become the cause of a chronic oversupply of financial services, resulting in a situation where the level of liquidity in banks is largely independent of economic cycles.

The paper aims to identify the ways in which interest rate fluctuations impact the real and financial sectors of the RA

economy and to evaluate this impact. The paper analyzes trends in the main indicators characterizing the real and financial sectors of RA, as well as the behavior of various types of interest rates according to the factors determining them. It comments on the macroeconomic developments in RA caused by interest rate fluctuations. With the help of econometric models, the study estimates the effect sizes between various links on the interest rate path. The study made it possible to highlight the problems with the transmission mechanisms of the monetary policy of RA and suggest possible solutions. As a result of the assessment, it was found that deposit and credit interest rates, interbank repo rates, and one-year government bond yield rates respond to changes in the refinancing rate of the Central Bank in different time lags.

Keywords: *refinancing rate, monetary policy, transmission mechanism, evaluation*

JEL: E52, O23

DOI: 10.52174/29538114_2024.1-7