



## ՀԱՅԿԱԶ ԱՐԱՄՅԱՆ

«ՆԱՍՐԱԲ ՕԷՄԷՔՍ ԱՐՄԵՆԻԱ» ԲԲԸ(ՀԿԴ)  
բիզնես արմինիստրատոր,  
ՀՊՏՀ ֆինանսների ամբիոնի ասպիրանտ

### ՏՆՏԵՍՈՒԹՅԱՆ ԿՐԱ ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԱԶԴԵՑՈՒԹՅԱՆ ՓՈԽԱՆՑՈՒՄԱՅԻՆ ՄԵԽԱՆԻԶՄՆԵՐԻ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ ՀՀ-ՈՒՄ

Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմների արդյունավետությունից է կախված, թե Կենտրոնական բանկը որքանով կկարողանա ազդել տնտեսությունում գների, զբաղվածության, ամբողջական պահանջարկի և, վերջիվերջո, տնտեսական աճի վրա: Հոդվածը նվիրված է ՀՀ-ում վերոնշյալ մեխանիզմների արդյունավետության գնահատման հետ կապված հարցերի քննարկմանը: Փոխանցումային նշված մեխանիզմները գնահատելու նպատակով առանձին-առանձին վերլուծվել են տոկոսադրույքի, վարկավորման, հարստության և փոխարժեքի ուղիները բնութագրող հիմնական ցուցանիշները, կատարվել են համապատասխան եզրահանգումներ:

**Հիմնաբառեր.** փոխանցումային մեխանիզմ, տոկոսադրույքի ուղի, վարկավորման ուղի, հարստության կամ ակտիվների գների ուղի, փոխարժեքի ուղի, ֆինանսական շուկայի զարգացածություն

JEL: E5, E52, E58, E59

Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմները սահմանում են ուղիներ, որոնցով ազդում են տնտեսության, մասնավորապես՝ ամբողջական պահանջարկի և գների վրա՝ արդյունքում ազդելով նաև ընկերությունների, տնային տնտեսությունների և ֆինանսական միջնորդների սպառման և ներդրումային որոշումների վրա<sup>1</sup>: Չնայած դրամավարկային քա-

<sup>1</sup> Տե՛ս **Era Dabla-Norris** and **Holger Floerkemeier**, Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Armenia: Evidence from VAR Analysis, November, 2006:

ղաքականության վերաբերյալ տեսություններում առաջարկվում են փոխանցումային ուղիների տարբեր դասակարգումներ, այնուամենայնիվ, բոլորում էլ առանձնացվում են դրամավարկային քաղաքականության հետևյալ փոխանցումային մեխանիզմները. տոկոսադրույքի, վարկավորման, հարստության կամ ակտիվների գների, փոխարժեքի ուղիներ:

Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմների արդյունավետությունից է կախված, թե որքանով կենտրոնական բանկը կկարողանա ազդել տնտեսությունում գների, զբաղվածության, ամբողջական պահանջարկի և տնտեսական աճի վրա, ինչն էլ ցանկացած երկրի կենտրոնական բանկի, այդ թվում՝ ՀՀ կենտրոնական բանկի գերխնդիրներից մեկն է:

Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմները տարբեր են ըստ երկրների՝ պայմանավորված դրանց ֆինանսական միջնորդության զարգացման մակարդակով, այն է՝ բանկային համակարգի, կապիտալի շուկայի զարգացմամբ<sup>2</sup>:

Միջազգային ոլորտում կատարված վերլուծությունները ցույց են տալիս, որ զարգացած ֆինանսական շուկաներ ունեցող երկրներում առավել գործուն է դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի փոխանցումային ուղին, մինչդեռ զարգացող և անցումային տնտեսությամբ երկրներին առավել բնորոշ է փոխարժեքի ուղին: Տոկոսադրույքի, վարկավորման և հարստության ուղիները անարդյունավետ են թերզարգացած կապիտալի շուկաներ և ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտներ ունեցող երկրներում<sup>3</sup>:

Նախքան ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային ուղիներին անդրադառնալը, դիտարկենք տարբեր եկամտային խմբերում ընդգրկված երկրների և Հայաստանի ֆինանսական զարգացման համեմատական ցուցանիշները, որն էլ հենց վերոնշյալ ուղիների արդյունավետության նախադրյալն է:

Տարբեր եկամտային խմբերում ընդգրկված երկրների և ՀՀ ֆինանսական զարգացման համեմատական ցուցանիշները կարելի է ներկայացնել աղյուսակի միջոցով (աղյուսակ 1):

Առաջին հետևությունը, որ կարող ենք կատարել ըստ ներկայացված տվյալների այն է, որ ՀՀ ֆինանսական համակարգում արժեթղթերի շուկան շատ փոքր դերակատարում ունի, որն հատկանշական է նաև ցածր եկամտով երկրների համար: Ընդ որում, արժեթղթերի, մասնավորապես՝ բաժնետոմսերի շուկան բնութագրող բոլոր ցուցանիշներով ՀՀ-ն զիջում է դիտարկվող երկրների խմբերին: Նույնը կարող ենք ասել նաև ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտների, այդ թվում՝ ապահովագրական ընկերությունների ակտիվների վերաբերյալ, որոնք ևս նվազ են դիտարկվող այլ երկրների համապատասխան ցուցանիշներից (աղյուսակ 1):

Եթե ՀՀ ֆինանսական համակարգի ոչ բանկային հատվածի դերակատարությունը փոքր է, ապա բանկային հատվածը, բացառությամբ բանկային ավանդներ/ՆԱ հարաբերակցության, զերազանցում է նաև միջին եկամտով երկրներին, ինչը խոսում է զարգացած, բայց, միևնույն ժամանակ մենաշնորհային բանկային համակարգի առկայության մասին:

<sup>2</sup> Տե՛ս **Checetti S.**, Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy, Transmission Mechanism," Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy, Review, July, 1999:

<sup>3</sup> Տե՛ս **Coricelli F., Lgert B. and MacDonald R.**, Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the Empirical Evidence, 2005:

Աղյուսակ 1

**Տարբեր եկամտային խմբերում ընդգրկված երկրների և ՀՀ ֆինանսական զարգացման համեմատական ցուցանիշները 2015 թ.<sup>4</sup>**

	Բարձր եկամտով երկրներ	Միջին եկամտով երկրներ	Ցածր եկամտով երկրներ	Հայաստան
Փողի լայն զանգված (% , ՀՆԱ )	121.45	130.00	35.59	36.76
Գնաձ (տարեկան %)	0.29	3.10	3.55	3.73
Բանկային վարկեր (% , ՀՆԱ)*	91.13	36.13	13.46	45.14
Բանկային ավանդներ (% , ՀՆԱ)*	78.95	42.00	18.68	26.95
Փոխառության և ավանդի տոկոսադրույքների սպրեդ (%)*	4.26	6.43	11.32	5.98
Բանկային ակտիվներ (% , ՀՆԱ)*	102.70	44.97	19.20	50.79
Ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտների ակտիվներ (% , ՀՆԱ)*	3.08	6.88	1.76	0.87
Ապահովագրական ընկերությունների ակտիվներ (% , ՀՆԱ)*	29.74	3.08	5.24	0.96
Շուկայական կապիտալացում (% , ՀՆԱ)	118.61	60.80	19.73 **	1.22 **
Շրջանառվող բաժնետոմսերի ընդհանուր ծավալ (% , ՀՆԱ)	158.15	183.80	0.20 **	0.007 **
Բաժնետոմսերի շուկայի շրջանառելիության գործակից (%)*	48.05	17.89	1.44 **	0.79 **

\* Տվյալներն ըստ 2014 թ.

\*\* Տվյալներն ըստ 2012 թ.

ՀՀ-ում, ինչպես նաև ցածր եկամտով երկրներում փոքր է նաև դրամական լայն զանգվածի տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ում, և, հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ փողի զանգվածը էական դեր ունի տոկոսադրույքի ուղու գործելու համար, վերջինս ևս կարող է անարդյունավետ լինել վերոնշյալ երկրների պարագայում:

Ուստի կարելի է ենթադրել, որ ՀՀ-ում, ինչպես նաև ցածր եկամտով երկրներում առավել գործուն կարող է լինել դրամավարկային քաղաքականության վարկավորման փոխանցումային մեխանիզմը: Միևնույն ժամանակ, հաշվի առնելով ՀՀ-ում դոլարայնացման բարձր մակարդակը (զծապատկեր 3), այստեղ առավել արդյունավետ կարող է գործել դրամավարկային քաղաքականության փոխարժեքային ուղին:

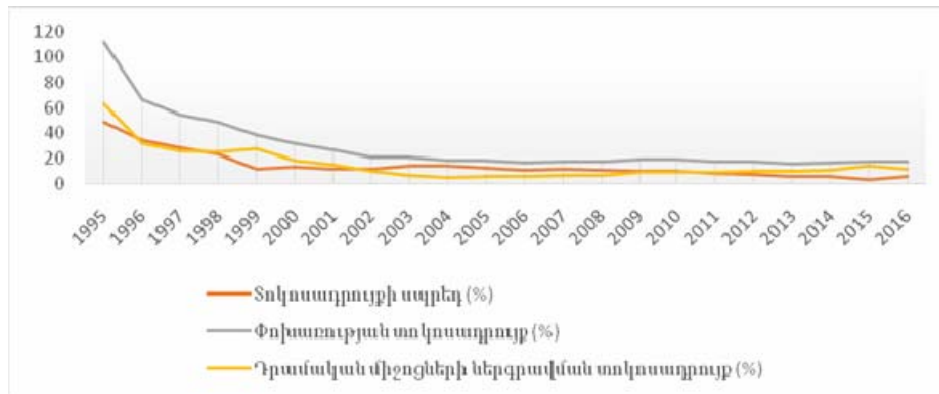
Այժմ անդրադառնանք ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային ուղիներից յուրաքանչյուրին և բացահայտենք դրանց արդյունավետությանը խոչընդոտող հանգամանքները:

Վերլուծությունը սկսելով տոկոսադրույքի ուղուց՝ նախ նշենք, որ տոկոսադրույքի ուղին դրսևորվում է ամբողջական պահանջարկի վրա տոկոսադրույքների ազդեցության միջոցով: Քեյնսյան ավանդական մոտեցման համաձայն՝ դրամավարկային քաղաքականությունը կարող է ազդել փոխառության իրական ծախսերի վրա անվանական կարճաժամկետ տոկոսադրույքի սահմանման (փոփոխման) միջոցով, ինչն էլ հենց տոկոսադրույքի ուղու դրսևորումն է: Վերջինիս ազդեցության մեխանիզմը բավական պարզ է. գների ան-

<sup>4</sup> Աղյուսակը կազմվել է Համաշխարհային բանկի և Արժույթի միջազգային հիմնադրամի պաշտոնական տվյալների բազայում հրապարակված տվյալների հիման վրա:

փոփոխության պայմաններում անվանական տոկոսադրույքի աճը հանգեցնում է իրական տոկոսադրույքի և, հետևաբար՝ ֆինանսական ռեսուրսների ներգրավման ծախսերի աճին, իսկ ֆինանսական ռեսուրսների թանկացումն էլ, իր հերթին, պատճառ է դառնում սպառման և ներդրումների կրճատմանը:

Տոկոսադրույքի ուղու արդյունավետությունը ՀՀ-ում գնահատելու համար գծապատկերի միջոցով ներկայացնենք փոխառության, դրամական միջոցների ներգրավման և վերջիններիս սպրեդի շարժընթացը 1995–2016 թթ.



**Գծապատկեր 1.** ՀՀ-ում փոխառության, դրամական միջոցների ներգրավման և վերջիններիս սպրեդի շարժընթացը 1995–2016 թթ.<sup>5</sup>

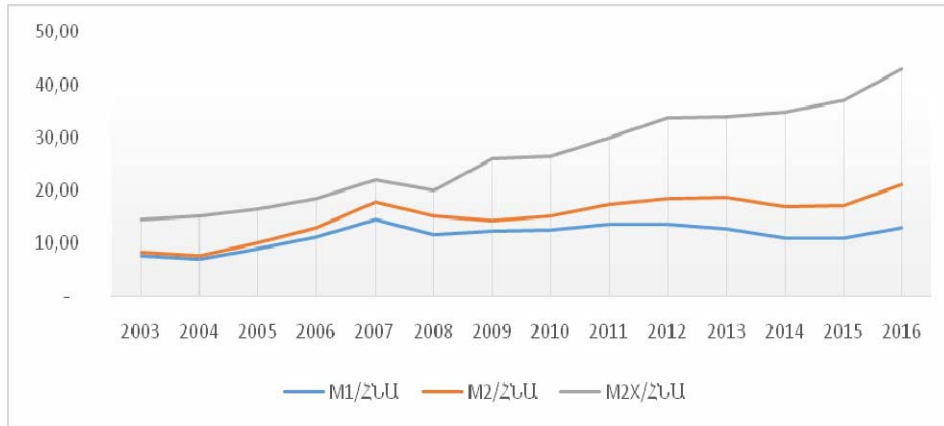
Ըստ գծապատկերի՝ մինչև 2010 թ. ՀՀ-ում փոխառության տոկոսադրույքի և դրամական միջոցների ներգրավման տոկոսադրույքի սպրեդը բավական մեծ է եղել (2010 թ. ավելի քան 10 տոկոս), թերևս, պայմանավորված բանկային շուկայի հատվածավորմամբ և բանկերի միջև ցածր մրցակցությամբ: Վերջինս տոկոսադրույքի ուղու խոչընդոտ է, քանի որ, հավանաբար, նվազում է վարկերի ավանդների պահանջարկի առաձգականությունը համապատասխան տոկոսադրույքներից: Սակայն պետք է նշել, որ, 2010 թ. սկսած, տոկոսադրույքի սպրեդը շարունակ նվազել է՝ 2015 թ. կազմելով 3.4 տոկոս, ընդ որում, սպրեդի նվազումը դրսևորվել է փոխառության և դրամական միջոցների ներգրավման տոկոսադրույքների նվազմանը զուգահեռ, ինչը կարևոր նախադրյալ է ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղու արդյունավետության մակարդակի բարձրացման համար: 2016-ին տոկոսադրույքի սպրեդը աճել է՝ դառնալով 5,7՝ պայմանավորված դրամական միջոցների ներգրավման տոկոսադրույքի նվազմամբ:

Եթե տոկոսադրույքի սպրեդի շարժընթացը վերջին տարիներին նպաստում է տոկոսադրույքի ուղու արդյունավետությանը, ապա մոնետարացման ցածր մակարդակը և ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտների թերզարգացածությունը էական խոչընդոտներ են: Ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտների թերզարգացումն ակնհայտ երևում է աղյուսակում 1-ում բերված տվյալներից, իսկ ինչ վերաբերում է մոնետարացման գործակցին, ապա այն շուրջ 4 անգամ զիջում է բարձր և միջին եկամուտ ունեցող երկրների ցուցանիշները, որտեղ առավել արդյունավետ է հենց տոկոսադրույքի ուղին: Սակայն հարկ է նշել, որ փողի ագրեգատների տեսակարար կշիռը ՀՀ-ում

<sup>5</sup> Գծապատկերները կառուցվել են Համաշխարհային բանկի, Արժույթի միջազգային հիմնադրամի պաշտոնական տվյալների բազայում հրապարակված տվյալների հիման վրա:

շարունակ աճում է, մասնավորապես՝ M2x-ի և ՀՆԱ հարաբերակցությունը դիտարկվող ժամանակաշրջանի ընթացքում աճել է շուրջ 3 անգամ (գծապատկեր 2):

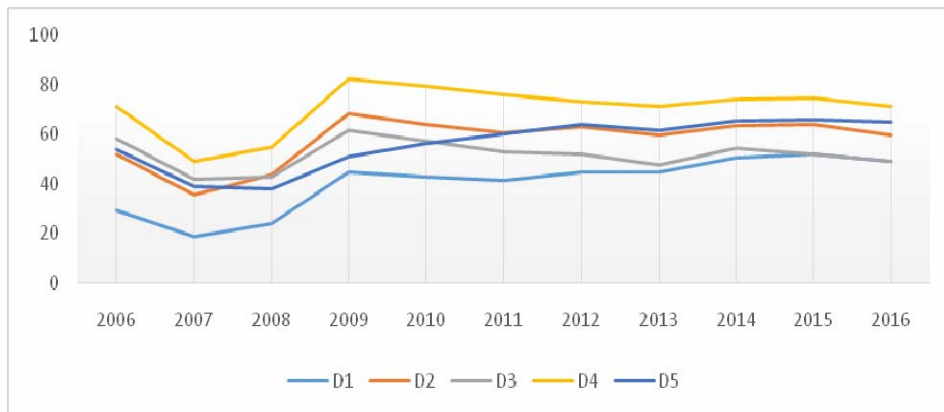
Գծապատկերի օգնությամբ ներկայացնենք մոնետարացման ցուցանիշների շարժընթացը 2005–2016 թվականներին.



**Գծապատկեր 2.** ՀՀ-ում մոնետարացման ցուցանիշների շարժընթացը 2005–2016 թթ.<sup>6</sup>

Բացի մոնետարացման ցածր մակարդակից և ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտների թերզարգացումից, տոկոսադրույքի ուղու անարդյունավետությունը պայմանավորված է նաև ՀՀ ֆինանսական համակարգի դոլարայնացման բարձր մակարդակով (գծապատկեր 3), ինչի հետևանքով դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքների փոփոխությունը չի ազդում դոլարային վարկերի և ավանդների տոկոսադրույքների վրա:

ՀՀ-ում դոլարայնացման մակարդակը բնութագրող ցուցանիշների շարժընթացը կարելի է ներկայացնել գծապատկերի միջոցով.



**Գծապատկեր 3.** ՀՀ-ում դոլարայնացման մակարդակը բնութագրող ցուցանիշների շարժընթացը 2005–2016 թթ.<sup>7</sup>

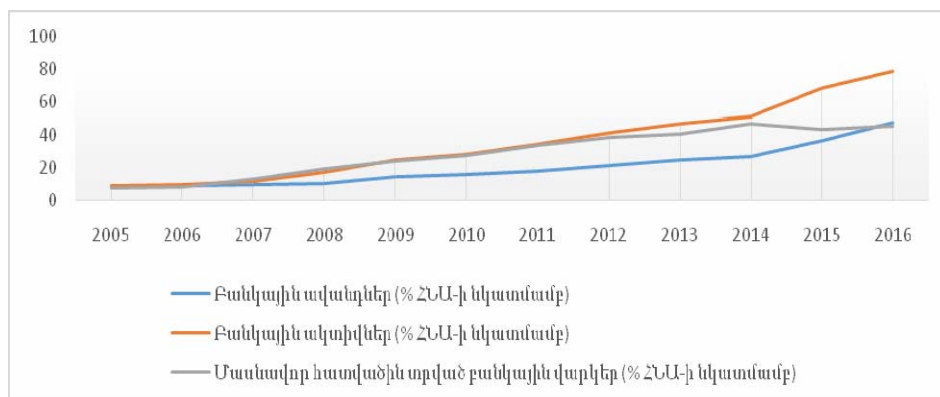
<sup>6</sup> Գծապատկերները կառուցվել են ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի հիման վրա:

Ինչպես տեսնում ենք, ՀՀ-ում առավել բարձր են ավանդների և վարկերի դոլարայնացման գործակիցները, մասնավորապես՝ 2016 թ. դեկտեմբերի դրությամբ դրանք, համապատասխանաբար, կազմում են 71,5 և 65 տոկոս: Սա նշանակում է, որ ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից տոկոսադրույքի փոփոխությունը գրեթե չի անդրադառնա դոլարային ավանդների և վարկերի տոկոսադրույքների և, հետևաբար՝ տնտեսությունում առկա փողի առաջարկի փոփոխության վրա:

Անդրադառնալով դրամավարկային քաղաքականության վարկավորման ուղուն՝ նախ նշենք, որ վերջինիս ազդեցությունը դրսևորվում է բանկային վարկավորման ծավալների միջոցով: Դրա էությունն այն է, որ կենտրոնական բանկը, նպատակ ունենալով նվազեցնելու առևտրային բանկերի պահուստային միջոցները, կրճատում է վերջիններիս տրամադրվող վարկային միջոցների ծավալները կամ էլ փոփոխում առևտրային բանկերի պահուստավորման տոկոսադրույքը: Այս ամենը ազդում է բանկերի կողմից իրականացվող վարկավորման ծավալների վրա, որի պատճառով բանկային վարկից կախվածություն ունեցող ֆիրմաները և տնային տնտեսությունները սպառողական ծախսերի կրճատումից բացի այլընտրանք չեն ունենում:

Վարկավորման ուղին ՀՀ-ում համեմատաբար գործում է, որի միջոցով կենտրոնական բանկը կարողանում է ազդել առևտրային բանկերի վարկավորման առաջարկի վրա: Այնուամենայնիվ, պետք է նշել, որ ՀՀ բանկերի՝ ֆինանսավորման այլ աղբյուրներից միջոցներ ներգրավելու հնարավորությունը վերջիններիս դարձնում է անտարբեր զսպող դրամավարկային քաղաքականության նկատմամբ: Վարկավորման ուղու խոչընդոտ է նաև տնտեսավարող սուբյեկտների՝ բանկային վարկերից փոքր կախվածությունը. այս դեպքում որպես բանկային վարկին այլընտրանք են ծառայում պաշտոնական տրանսֆերտները և օտարերկրյա բանկերից ներգրավված վարկերը<sup>8</sup>:

ՀՀ բանկային համակարգը բնութագրող ցուցանիշների շարժընթացը 2005–2016 թթ. ներկայացնենք գծապատկերի միջոցով.



**Գծապատկեր 4.** ՀՀ բանկային համակարգը բնութագրող ցուցանիշների շարժընթացը 2005–2016 թթ.<sup>9</sup>

<sup>7</sup> Գծապատկերները կառուցվել են ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի հիման վրա:

<sup>8</sup> Տե՛ս **Era Dabla-Norris** and **Holger Floerkemeier**, նշվ. աշխ.:

<sup>9</sup> Գծապատկերը կազմվել է Համաշխարհային բանկի պաշտոնական տվյալների բազայում հրապարակված տվյալների հիման վրա:

ՀՀ-ում դիտարկվող ժամանակահատվածի ընթացքում բանկային համակարգը բնութագրող բոլոր ցուցանիշներն էլ կայուն աճ են արձանագրել, մասնավորապես, սկսած 2007 թ.՝ այդ թվում նաև համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի տարիներին: Ընդ որում, 2005–2016 թթ. ընթացքում բանկային ավանդներ/ՀՆԱ հարաբերակցությունն աճել է շուրջ 5.2, իսկ բանկային ակտիվներ/ՀՆԱ և բանկային վարկեր/ՀՆԱ հարաբերակցությունը համապատասխանաբար 8,9 և 5,79 անգամ, ինչն, անկասկած, նախադրյալներ է ստեղծում վարկավորման ուղու արդյունավետ գործունեության համար:

Այստեղ հարկ է նշել նաև, որ որպես վարկավորման ուղու արդյունավետության մակարդակի բարձրացման գործիք է ծառայում պարտադիր պահուստավորման տոկոսադրույքը, որի նվազեցումը կարող է նպաստել տնտեսությունում վարկավորման ծավալների աճին: Այստեղ հատկանշական է ՀՀ ԿԲ-ի կողմից 2015 թ. ընդունված որոշումը, համաձայն որի կորպորատիվ պարտատոմսերի թողարկման միջոցով առևտրային բանկերն ազատվում են ներգրավված միջոցների նկատմամբ պարտադիր պահուստավորում իրականացնելու պարտավորությունից: Վերջինս կարող է նպաստել ինչպես ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայի զարգացմանը, այնպես էլ վարկավորման և հետագայում նաև հարստության ուղու արդյունավետության բարձրացմանը:

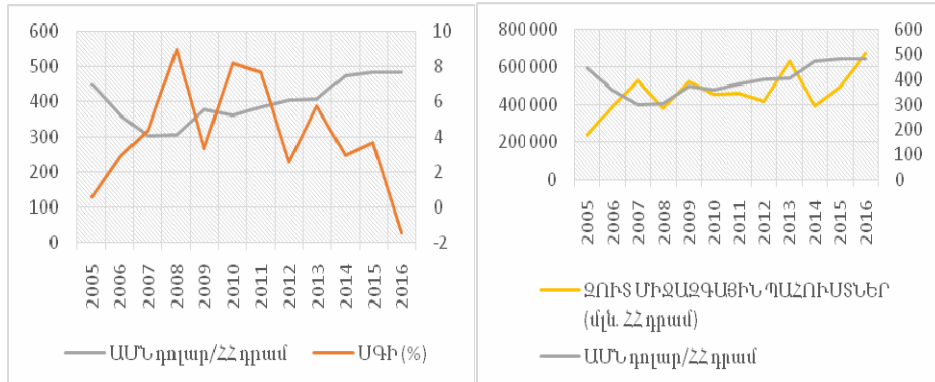
Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային ուղին հարստության կամ ակտիվների գների ուղին է, որը դրսևորվում է արժեթղթերի շուկայում եկամտաբերության և տնտեսավարող սուբյեկտների բարեկեցության աճի միջոցով: Հարստության ուղին առաջին անգամ դիտարկվել է Ֆրանկո Մոդիլիանիի և Ալբերտ Էնդի կողմից խնայողությունների վարկածը քննարկելիս: Դա գործում է հետևյալ կերպ. նախ՝ տոկոսադրույքների փոփոխությունը հանգեցնում է ֆինանսական ակտիվների գների փոփոխությանը, որոնցում ներդրվել են տնային տնտեսությունների խնայողությունները (բաժնետոմսեր, պարտատոմսեր, թանկարժեք մետաղներ), իսկ ֆինանսական ակտիվների գների աճն ու նվազումն էլ, համապատասխանաբար, նպաստում են տնային տնտեսությունների հարստության, հետևաբար՝ սպառողական ծախսերի և/կամ ներդրումների ավելացմանը: Այս ուղին հատուկ է զարգացած ֆինանսական շուկաներ ունեցող տնտեսություններին, ուստի, պայմանավորված ՀՀ արժեթղթերի, այդ թվում՝ բաժնային ֆինանսական գործիքների շուկայի թերզարգացմամբ (աղյուսակ 1), ՀՀ-ում խիստ անարդյունավետ է գործում:

Դրամավարկային քաղաքականության փոխարժեքային ուղին տնտեսության վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության առանցքային ուղիներից մեկն է: Այստեղ կարևոր է տոկոսադրույքային համարժեքի սահմանումը: Այս ուղու առանձնահատկությունն այն է, որ տնտեսության վրա ազդեցությունը դրսևորվում է ազգային արժույթի ամրապնդման կամ թուլացման միջոցով: Այսպես՝ ազգային արժույթի ամրապնդումը հանգեցնում զուտ արտահանման և ամբողջական պահանջարկի նվազմանը, և հակառակը: Վերոնշյալ ուղին կիրառվում է միայն բաց տնտեսություն ունեցող երկրներում:

ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականության ամենաարդյունավետ մեխանիզմը, թերևս, հենց փոխարժեքի ուղին է, ինչը պայմանավորված է հետևյալ հանգամանքներով. նախ՝ բարձր է ներմուծման տեսակարար կշիռը ՀՆԱ-ում (2016 թ. դրությամբ կազմում է ավելի քան 30 տոկոս), երկրորդ՝ բարձր է ՀՀ-ում դոլարայնացման մակարդակը (գծապատկեր 3), երրորդ՝ ՀՀ

տնտեսությունը էականորեն կախված է օտարերկրյա տրանսֆերտներից, չորրորդ՝ ՀՀ դրամի արժևորումը և արժեզրկումը էական դերակատարում ունեն սպառողական ծախսերի վրա:

ԱՄՆ դոլար/ՀՀ դրամ փոխարժեքի ազդեցությունը 2005–2016 թթ. սպառողական գների ինդեքսի և ՀՀ կենտրոնական բանկի զուտ միջազգային պահուստների վրա կարելի է ներկայացնել գծապատկերի միջոցով.



**Գծապատկեր 5.** *ԱՄՆ դոլար/ՀՀ դրամ փոխարժեքի սպառողական գների ինդեքսի և ՀՀ կենտրոնական բանկի զուտ միջազգային պահուստների շարժը 2005–2016 թթ.<sup>10</sup>*

Ըստ գծապատկերի՝ ԱՄՆ դոլար/ՀՀ դրամ փոխարժեքի և սպառողական գների ինդեքսի միջև փոխազդեցությունը հակադարձ համեմատական է, ինչի մասին փաստում է նաև ցուցանիշների միջև առկա կոռելյացիոն կապը. դա դիտարկվող ժամանակահատվածում կազմում է  $-0.55^*$ :

Կոռելյացիոն կախվածության վերլուծության համաձայն՝ ԱՄՆ դոլար/ՀՀ դրամ փոխարժեքի ազդեցությունը զուտ միջազգային պահուստների վրա ևս հակադարձ համեմատական է և կազմում է  $-0.17$  է\*:

Փոխարժեքի ուղու ազդեցությունը դրսևորվում է նաև Կենտրոնական բանկի արտարժույթային ինտերվենցիաների շրջանակներում, երբ իրականացվում են արտարժույթի առք ու վաճառքի գործառնություններ (գծապատկեր 6):

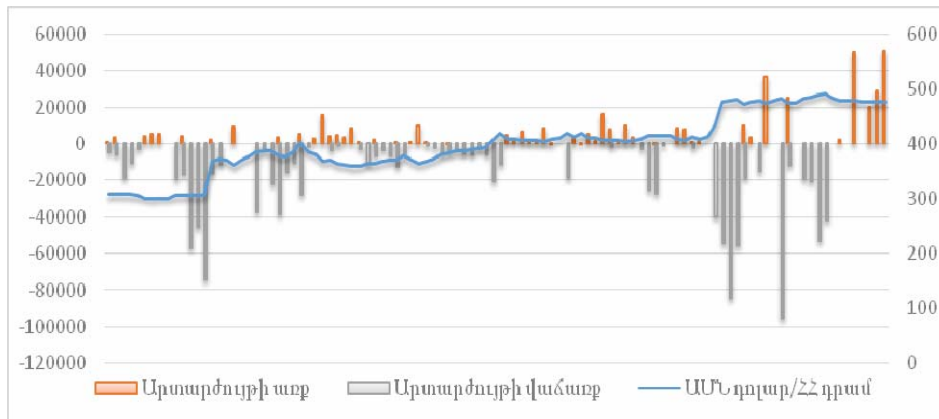
Հարկ է նշել, որ, 2016 թ. մարտից սկսած, ՀՀ կենտրոնական բանկը որոշում է կայացրել չմիջամտել արտարժույթի շուկայում փոխարժեքի ձևավորմանը՝ չիրականացնել արտարժույթային ինտերվենցիաներ:

Հետագոտելով ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմների դրսևորման առանձնահատկությունները և ամփոփելով վերլուծության արդյունքները՝ կարող ենք կատարել հետևյալ եզրահանգումները.

<sup>10</sup> Գծապատկերները կառուցվել են ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի, ԱԿԾ պաշտոնական կայքում հրապարակված տվյալների հիման վրա:

\* Ցուցանիշների փոխադարձ կապը բացահայտելու համար իրականացվել է կոռելյացիոն վերլուծություն՝ հիմք ընդունելով ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի, ԱԿԾ պաշտոնական կայքում հրապարակված տվյալները:





**Գծապատկեր 6.** ՀՀ կենտրոնական բանկի՝ արտարժույթի առք ու վաճառքի գործառնությունների ծավալները և ԱՄՆ դոլար/ՀՀ դրամ փոխարժեքը 2008–2016 թթ.<sup>11</sup>

Նախ՝ զարգացած ֆինանսական շուկաներ ունեցող երկրներում առավել գործուն են դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի և ակտիվների կամ հարստության փոխանցումային ուղիները՝ շնորհիվ զարգացած արժեթղթերի շուկայի և ֆինանսական միջնորդության կայացածության: Մինչդեռ, զարգացող և անցումային տնտեսությամբ երկրներին առավել բնորոշ է փոխարժեքի, որոշ երկրների պարագայում՝ վարկավորման ուղին:

Երկրորդ՝ դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի ուղու արդյունավետ գործունեությունը ՀՀ-ում բախվում է մի շարք խոչընդոտների, մասնավորապես՝ խոսքը վերաբերում է մոնետարացման ցածր, դոլարայնացման բարձր մակարդակներին և ոչ բանկային ֆինանսական ինստիտուտների թերզարգացմանը: Այս ամենով հանդերձ, տոկոսադրույքի սպրեդի շարունակ նվազումը նախադրյալներ է ստեղծում վերոնշյալ ուղու արդյունավետության մակարդակի բարձրացման համար:

Երրորդ՝ դրամավարկային քաղաքականության վարկավորման ուղին, չնայած որոշ խոչընդոտների, համեմատաբար գործուն է շնորհիվ ՀՀ բանկային համակարգի զարգացածության: Վերջինիս արդյունավետության հետագա մեծացումը կարելի է ապահովել պահուստավորման քաղաքականության մեղմացմամբ:

Չորրորդ՝ ի տարբերություն դրամավարկային քաղաքականության հարստության ուղու, որը ՀՀ-ում, թերևս, չի գործում, գրեթե լիարժեք գործում է փոխարժեքի ուղին՝ առաջին հերթին պայմանավորված ներմուծման մեծ տեսակարար կշռով և դոլարայնացման բարձր մակարդակով:

Ընդհանրացնելով վերլուծությունը՝ պետք է նշել, որ ՀՀ կենտրոնական բանկի ազդեցությունը տնտեսության ակտիվության վրա շարունակում է սահմանափակ մնալ, քանի որ դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմները գերազանցապես ոչ արդյունավետ են գործում՝ պայմանավորված ՀՀ ֆինանսական համակարգում առկա խնդիրներով և տնտեսության առանձնահատկություններով:

<sup>11</sup> Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրերի հիման վրա:

### Օգտագործված գրականություն

1. ՀՀ կենտրոնական բանկի տարեկան տեղեկագրեր, 2005–2015 թթ.:
2. ԱՎԾ պաշտոնական կայք՝ <http://armstat.am/am/?nid=126&id=01001>
3. Համաշխարհային բանկի պաշտոնական տվյալների բազա՝ <http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=world-development-indicators>
4. Արժույթի միջազգային հիմնադրամի պաշտոնական տվյալների բազա՝ <http://data.imf.org/?sk=388DFA60-1D26-4ADE-B505-A05A558D9A42>
5. Checetti S., Legal Structure, Financial Structure, and the Monetary Policy, Transmission Mechanism, Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy, Review, July, 1999.
6. Coricelli F., B. Lgert and R. MacDonald, Monetary Transmission Mechanism in Central and Eastern Europe: Surveying the Empirical Evidence, 2005.
7. Era Dabla-Norris and Holger Floerkemeier, Transmission Mechanisms of Monetary Policy in Armenia: Evidence from VAR Analysis, November, 2006.

**ԱՅԿԱԶ ԱՐԱՄՅԱՆ**

Бизнес администратор ООО (ЦДА)  
 “НАСДАК ОЭМЭКС АРМЕНИЯ”,  
 аспирант кафедры Финансов АГЭУ

***Оценка трансмиссионных механизмов воздействия денежно-кредитной политики на экономику РА.–***

От эффективности трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики зависит, в какой степени центральный банк сможет влиять на цены, занятость, совокупный спрос и в конечном счете, на экономический рост. Настоящая статья посвящена обсуждению вопросов, связанных с оценкой эффективности этих механизмов. Чтобы оценить эффективность этих механизмов в Армении, по отдельности были рассмотрены и проанализированы основные показатели, характеризующие каналы процентной ставки, кредитования, благосостояния и валютного курса. На основе проведенного анализа были сделаны соответствующие выводы.

**Ключевые слова:** трансмиссионный механизм, канал процентной ставки, канал благосостояния, канал кредитования, канал валютного курса, развитость финансового рынка.

JEL: E5, E52, E58, E59

**HAYKAZ ARAMYAN**

Business Administrator at  
 “NASDAQ OMX ARMENIA” OJSC (CDA),  
 PhD in Economics

***Evaluation of the Impact of Monetary Policy Transmission Mechanisms on the RA Economy.–***

The efficiency of the monetary policy transmission mechanism depends on the extent to which the Central Bank will be able to influence prices in the economy, employment, aggregate demand and finally the economic growth. This article is devoted to the discussion of issues related to the evaluation of the effectiveness of these mechanisms. To assess the effectiveness of these mechanisms in Armenia, the main indicators characterizing interest rate, lending, wealth and exchange rates channel were reviewed and analyzed separately. Based on the analysis, relevant conclusions were drawn.

**Key words:** transmission mechanism, interest rate channel, credit channel, wealth or assets price channel, exchange rate channel, financial market development.

JEL: E5, E52, E58, E59