

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼ ՍԱՐԱՆ

ՀԱՅԿ ԻԼ ՅԻՉԻ ԲԵՁԱՆՅԱՆ

**ԲԱՆԿԱՅԻՆ ՏՈԿՈՍԱԴՐՈՒ ՅՔԻ ԱՁԴԵՑՈՒ ԹՅԱՆ ԳՆԱՅ ԱՏՈՒ ՄԸ
ՏՆՏԵՍՈՒ ԹՅԱՆ ԻՐԱԿԱՆ ՀԱՏՎԱԾԻ ՉԱՐԳԱՑՄԱՆ ԿՐԱ
(ՀՀ ՆՅՈՒ ԹԵՐՈՎ)**

Ա Տ Ե Ն Ա Խ Ո Ս Ո Ւ Թ Յ Ո Ւ Ն

**Ը. 00.03. – «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում»
մասնագիտությունը ամբողջատեսակի ամբողջական թեկնածուի գիտական
աստիճանի հայցման համար**

**ԳԻՏԱԿԱՆ ՂԵԿԱԿԱՐ,
ՏՆՏԵՍԱԳԻՏՈՒ ԹՅԱՆ ԴՈԿՏՈՐ, ՊՐՈՖԵՍՈՐ
ԱՆՆԱԼ ԵՎՈՆԻ ԱՍԼ ԱՆՅԱՆ**

ԵՐԵՎԱՆ – 2017

Բ Ո Վ Ա Ն Դ Ա Կ Ո Ւ Թ Յ Ո Ւ Ն

ԱՌԱՋԱԲԱՆ

ԳԼՈՒԽ I ԱՌԵՎՏՐԱՅԻՆ ԲԱՆԿԵՐԻ ԿՈՂՄԻՑ ԻՐԱԿԱՆԱՑԿՈՂ ՏՈԿՈՍԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՏԵՍԱՄԵԹՈՂԱԿԱՆ ՀԻՍՔԵՐԸ.....8

1.1. Բանկային տոկոսադրույքի ձևավորման արդի հիմնախնդիրներն ու առանձնահատկությունները8

1.2. Առևտրային բանկերի տոկոսային քաղաքականության ձևավորման առանձնահատկությունները ՀՀ-ում26

1.3 Տոկոսադրույքի և տնտեսական աճի միջև կապի տեսական մոդելները.....45

ԳԼՈՒԽ II ՀՀ ԱՌԵՎՏՐԱՅԻՆ ԲԱՆԿԵՐԻ ՏՈԿՈՍԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԵՎ ՏՆՏԵՍՈՒԹՅԱՆ ԻՐԱԿԱՆ ՀԱՏՎԱԾԻ ՓՈԽԱՉԴԵՑՈՒԹՅԱՆ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆԸ 56

2.1 ՀՀ տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների փոխառընչությունների դինամիկան56

2.2 ՀՀ առևտրային բանկերի տոկոսադրույքների և տնտեսական ցուցանիշների փոխկապվածության վերլուծությունը70

2.3. ՀՀ տնտեսության իրական հատվածի վարկավորման գերակա ոլորտների արդի վիճակն ու զարգացման դինամիկան88

ԳԼՈՒԽ III ՀՀ ՏՆՏԵՍՈՒԹՅԱՆ ԻՐԱԿԱՆ ՀԱՏՎԱԾԻ ՎՐԱ ԲԱՆԿԱՅԻՆ ՏՈԿՈՍԱԴՐՈՒՅՔԻ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԱՉԴԵՑՈՒԹՅԱՆ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ ԵՎ ՏՈԿՈՍԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ԿԱՏԱՐԵԼԱԳՈՐԾՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ.....102

3.1 ՀՀ-ում բանկային տոկոսադրույքի՝ տնտեսության իրական հատվածի ոլորտների զարգացման վրա ազդեցության գնահատումը VAR մոդելի միջոցով.....102

3.2. Տոկոսային քաղաքականության կատարելագործման
ուղիները Զայաստանի
Յանրապետությանը.....123

ԵԶՐԱԿԱՑՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐ

.....133

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ

ԳՐԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ

ՑԱՆԿ

.....137

ՀԱՎԵԼՎԱԾՆԵՐ

.....145

ԱՌԱՋԱԲԱՆ

Յետագոտության թեմայի արդիականությանը: Տնտեսական համակարգի զարգացմանը գույքընթաց զարգացման նաև \$ինանսական կառույցները, որոնց թվում էական դերակատարում ունի բանկային համակարգը: Բանկային տոկոսադրույքը համարվում է \$ինանսական շուկայի հիմնական ցուցանիշներից մեկը, որը էականորեն ազդում է ամբողջ տնտեսության վրա: Սակայն, տոկոսադրույքի և տնտեսական ակտիվության դինամիկայի փոխկապվածության ուղղությանը ու մեխանիզմների հարցը ամբողջապես ուսումնասիրված չէ, ինչը խորապես չի նպաստում տոկոսային քաղաքականության միջոցով տնտեսության զարգացվածության ապահովելու հնարավորությանը և լիարժեք օգտագործման առումով: Դրա հետ մեկտեղ, բանկային տոկոսադրույքների կառավարումը համարվում է դրամավարկային քաղաքականության կարևոր տարրերից և գործիքներից մեկը: Այդ քաղաքականությանը, մի կողմից, ուղղված է շուկայական իրավիճակի կայունացմանը և հետևաբար՝ գնաճի նպաստակարմանը, մյուս կողմից տնտեսական ակտիվության բարձրացմանն ու տնտեսական աճի ապահովմանը: Զայաստանում, ինչպես երիտասարդ \$ինանսական շուկա ունեցող այլ երկրներում, շատ հաճախ մակրոտնտեսական որոշ ցուցանիշներ՝ օրինակ գնաճը, դուրս է գալիս պետության կոշտ վերահսկողության շրջանակներից: Ինչ վերաբերում է տոկոսադրույքի մակարդակին, ապա այն մեր երկրում բավականին բարձր է, և ինչպես հետևում է մի շարք տնտեսական մոդելներից՝ բարձր տոկոսադրույքը խոչընդոտում է տնտեսական աճին:

Չաշվի առնելով վերը նշվածը, անհրաժեշտ է պարզել, թե արդյոք իսկապես միայն ցածր տոկոսադրույքը կարող է ուղեկցել բարձր տնտեսական աճ, թե տնտեսական աճը հնարավոր է նաև բարձր տոկոսադրույքի դեպքում:

Չաջորդ կարևոր հարցն այն է, թե արդյոք ՅՅ տնտեսությունը արձագանքում է տոկոսադրույքի փոփոխության ներքին և ինչպիսին է այդ արձագանքը: Վերջինս ստուգվում է էմպիրիկ տվյալների հիման վրա՝ որպես դրամավարկային քաղաքականության փոխանցման լծակի եզրափակիչ աստիճանի արդյունավետություն, կամ տնտեսության իրական հատվածի հիմնական ցուցանիշների վրա ֆիզիկական և իրավաբանական անձանց վարկավորման տոկոսադրույքի փոփոխության ազդեցության գնահատման միջոցով:

Նշենք, որ տվյալ թեմայի ուսումնասիրության բարդությունը բացատրվում է տոկոսադրույքի էկզոգեն լինելու խնդրով: Այդուհանդերձ, մի շարք տնտեսական մոդելների շրջանակներում տոկոսադրույքը արձագանքում է որոշ ցուցանիշների փոփոխության, ինչպես օրինակ՝ դրամային կամ փողի զանգվածի, տեխնոլոգիական փոփոխության ներքին և այլն: Այդ իսկ պատճառով, բանկային տոկոսադրույքի և տնտեսական աճի միջև պատճառահետևանքային կապի միանշանակ բացահայտումը բավականին բարդ խնդիր է, սակայն վերջինիս բացահայտումը կարող է լուրջ կիրառում ունենալ ֆինանսական քաղաքականության մշակման և տնտեսական աճի ապահովման գործում, ինչով էլ պայմանավորված է հետազոտության արդիականությունը:

Չետազոտության նպատակը և խնդիրները: Չետազոտության նպատակը տնտեսության իրական հատվածի զարգացման վրա ՅՅ բանկային տոկոսադրույքի ազդեցության համակարգային ուսումնասիրությունն ու վերլուծությունն է, որի միջոցով հնրավոր կլինի գնահատել բանկային տոկոսադրույքի և տնտեսության իրական հատվածի զարգացման միջև կապի արդյունավետության մակարդակը ՅՅ-ում: Նշված նպատակի իրականացման համար անտեսախոսությունում դրվել և լուծվել են հետևյալ խնդիրները.

- քացահայտել բանկային տոկոսադրույքի և տնտեսության իրական հատվածի զարգացման միջև կապը և ցուցանիշների միջև եղած փոխկապվածությունը

- ուսումնասիրել բանկային տոկոսադրույքի և տնտեսության իրական հատվածի միջև կապը բնութագրող տնտեսամաթեմատիկական մոդելները և դրանց կիրառման առանձնահատկությունները ՀՀ-ում

- ուսումնասիրել բանկային տոկոսադրույքի և տնտեսության իրական հատվածի զարգացումը բնութագրող տնտեսաժողովրդական հիմնարկերը, որն առավել համալիր կերպով կքացահայտի բանկային տոկոսադրույքների՝ տնտեսության իրական հատվածի զարգացման վրանեցած ազդեցությունը:

- ուսումնասիրել տոկոսային քաղաքականության միջազգային փորձը և դրա հիման վրա քացահայտել ՀՀ-ում տոկոսային քաղաքականության կատարելագործման ուղիները:

Հետազոտության առարկան և օբյեկտը: Հետազոտության օբյեկտ է հանդիսանում տնտեսության իրական հատվածը և ՀՀ ֆինանսական համակարգը, իսկ հետազոտության առարկան բանկային տոկոսադրույքն է և դրա ազդեցության մեխանիզմները:

Ատենախոսության տեսամեթոդաբանական և տեղեկատվական

հիմքերը: Ատենախոսության համար տեսամեթոդական հիմք են հանդիսացել տնտեսագիտության տեսության դասական, նեոդասական աշխատությունները, զարգացած և զարգացող, ինչպես նաև անցումային տնտեսությունների վերաբերյալ տնտեսագիտական հետազոտություններն ու վերլուծությունները, առևտրային բանկերի ներդրումային գործունեության բարելավման հիմնախնդիրներին վերաբերող հայրենական և արտասահմանյան հեղինակային հրապարակումները, գիտաժողովների հրապարակած նյութերը և այլն:

Ատենախոսության համար տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել ՀՀ օրենսդրական և ենթաօրենսդրական իրավական ակտերը, ՀՀ ազգային վիճակագրական ծառայության ՀՀ ֆինանսների նախարարությունների ու ՀՀ կենտրոնական բանկի, ինչպես նաև միջազգային կազմակերպությունների կողմից հրապարակվող

վիճակագրական, տվյալների բազաները, գեկոլյցները, վերլուծական նյութերը, առցանց և պաշտոնական կայքերում տեղադրված տարբեր տեղեկատվական նյութերը: Յետագոտու թյուր նկերի ընթացքում կիրառվել են, վիճակագրական, տնտեսաչափական, համեմատական և գործոնային վերլուծությունների մեթոդներ, ինչպես նաև գնահատման VAR-Vector AutoRegression և SVAR մոդելներ:

Ատենախոսություն գիտական նորույթ: Աշխատանքում կատարված վերլուծությունների արդյունքում կատարվել են միջարթ եզրահանգումներ, որոնցից գիտական նորույթ են հանդիսանում.

- Բացահայտվել է ՀՀ-ում վարկային տոկոսադրույքի և տնտեսության իրական հատվածը բնութագրող ցուցանիշների միջև կապը՝ Վեկտոր-ավտոռեգրեսիոն (VAR) մոդելի կիրառման միջոցով, որի օգնությամբ իրականացվել է առևտրային բանկերի տոկոսադրույքների ազդեցության վերլուծություն: Միաժամանակ, ազդակային պատասխանի ֆունկցիաների կիրառման միջոցով բացահայտվել է վարկային տոկոսադրույքի և տնտեսության իրական հատվածը բնութագրող տնտեսական ակտիվության ցուցանիշի փոփոխության միջև կապը, գնահատվել է դիտարկվող ժամանակահատվածում ազդեցության չափը և իրականացվել վարկային տոկոսադրույքի փոփոխության միջոցով իրական հատվածի զարգացման մակարդակի նպատակադրում:

- Գնահատվել է ՀՀ արդյունաբերության ոլորտի թողարկման ծավալի վրա առևտրային բանկերի վարկային տոկոսադրույքի փոփոխության ազդեցությունը:

- Տնտեսության իրական հատվածի գերակա ոլորտների զարգացման և վարկավորման ծավալների կապվածությունը բնութագրող խաչաձև կոռելացիայի (cross correlation) կիրառման միջոցով բացահայտվել են ներդրումային առավել նախընտրելի՝ արդյունաբերության, գյուղատնտեսության և շինարարության ոլորտները:

- Գնահատվել է ՀՀ-ում բանկային տոկոսադրույքի

ազդեցությունը գնահի վրա, որը հնարավորություն է տալիս կանխատեսել վարկային տոկոսադրույքի փոփոխության ազդեցությունը տվյալ կանխատեսվող ժամանակահատվածի գնահի վրա:

Յետագոտության արդյունքների գործնական նշանակությունը և օգտագործումը: Աշխատանքի գործնական նշանակությունը կայանում է նրանում, որ անցումային տնտեսությունն ունեցող երկրներում շուկայական ինքնակարգավորվող համակարգը դեռևս թույլ է զարգացած և տնտեսության զարգացում ապահովելու համար բանկային տոկոսադրույքի և տնտեսության իրական հատվածի զարգացման միջև կապի բացահայտումը և գնահատումը կարող է լայն կիրառություն ունենալ տնտեսական քաղաքականության մշակման և իրականացման գործում: Բանկային տոկոսադրույքը այնպիսի ցուցանիշ է, որին առնչվում են հասարակության գրեթե բոլոր խավերը, ուստի այսօրինակ վերլուծության արդյունքները լայնորեն կարող են կիրառվել ինչպես պետական քաղաքականության մշակման, այնպես էլ մասնավոր սեկտորի և ֆիզիկական անձանց կողմից տնտեսական գործունեության կազմակերպման համար:

Յետագոտության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումները:

Ատենախոսության հիմնական դրույթները, մեթոդական մշակումները և առաջարկությունները ներկայացվել և քննարկվել են Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի «Բանկային գործի և ապահովագրության» ամբիոնում, ՀՊՏՀ 25-րդ գիտաժողովում, միջազգային ուսանողական «Level UP» և այլ գիտաժողովներում: Ատենախոսության հիմնական արդյունքներն արտացոլվել են հեղինակի կողմից հրատարակված 3 գիտական հոդվածներում:

Ատենախոսության կառուցվածքը և ծավալը: Աշխատանքի կառուցվածքը բխում է հետագոտության նպատակից և խնդիրներից: Այն բաղկացած է առաջաբանից, երեք գլուխներից, եզրակացություններից, օգտագործված գրականության ցանկից ու հավելվածներից: Ատենախոսության ծավալը, ներառյալ գրականության ցանկը, կազմում է 145 էջ: Աշխատանքը պարունակում

Է տեղեկատվական, վերլուծական և հաշվարկային 19 աղյուսակներ ու 28 գծապատկերներ: Աշխատանքում ներառված են թվով 14 հավելվածներ:

ԳԼՈՒԽԻ ԱՌԵՎՏՐԱՅԻՆ ԲԱՆԿԵՐԻ ԿՈՂՄԻՑ ԻՐԱԿԱՆԱՑԿՈՂ ՏՈԿՈՍԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ ՏԵՍԱՄԵԹՈՂԱԿԱՆ ՀԻՄՔԵՐԸ

1.1. Բանկային տոկոսադրույքների ձևավորման առանձնահատկություններն ու արդի հիմնախնդիրները

Տնտեսական հասարակարգի վաղ շրջանում, երբ դեռևս զարգացած երմիայն ապրանքափոխանակային հարաբերությունները, և մարդիկ իրենց պատկանող որևէ իր ժամանակավորապես տրամադրում էին այլ անձանց օգտագործման համար, պահանջում էին դրա դիմաց որոշակի պարգևատրություն: Սեփականության օգտագործման համար տրվող այդ պարգևավճարը ստացավ արտոնավճար անվանումը: Սեփականության տեսակներից մեկն էլ հանդիսանում էր փողը, որի օգտագործման դիմաց տրվող պարգևավճարը ստացավ տոկոսային եկամուտ անվանումը: Այս սկզբունքը պահպանվել է մինչև մեր օրերը, և այսօր տոկոսադրույք հասկացությունն արտահայտում է փողի՝ ժամանակավորապես այլ սուբյեկտներին փոխտալու դիմաց վճարի չափը¹: Ընդ որում, եթե այդ վճարը սեփականատիրոջ համար դիտարկվում է որպես պարգևատրություն, ապա փոխառուի համար այն հանդիսանում է տուգանք²:

Տնտեսական հարաբերությունների զարգացմանը զուգընթաց ի հայտ եկան տոկոսադրույքի տարբեր մեկնաբանություններ և սահմանումներ: Դրանցից առավել առանցքային են համարվում տոկոսադրույքի վերաբերյալ դասականների և Քեյնսականների մոտեցումները: Դասականները տոկոսադրույքը դիտարկում էին որպես սպառումից տվյալ պահին հրաժարվելու վճար, մինչդեռ Քեյնսը այս մեկնաբանությունը համարելով սխալ, նշում էր, որ տոկոսադրույքի միջոցով սուբյեկտները պարզապես որոշում են

¹ Գ. Գալստյան, Հ. Մարգարյան, Տնտեսագիտական մտքի պատմության հիմունքները, Երևան 2016 թ, ԵՊՀ հրատ., էջ 109

² R Clarida, J. Half, M. Gertler, The science of Monetary Policy. A New Keynesian perspective, Journal of economic literature, page 7

փողի, որ մասը օգտագործեն և որ մասը գնախնայողություն³: Քեյնսը գտնում էր, որ տոկոսադրույքի միջոցով հնարավոր է ազդել տնտեսության զարգացման վրա, քանի որ տոկոսադրույքի միջոցով կարելի է կանոնակարգել խնայողություններ-ներդրումներ հարաբերակցությունը, ուստի պետությունը փողի զագվածը փոփոխելուց զատ պետք է իրականացնի հատուկ քաղաքականություն՝ տոկոսադրույքի կիրառման միջոցով⁴:

Տնտեսգիտական տեսանկյունից տոկոսը՝ դաշտում առաջնություն հարյուրական դրամական միավորի համար ստացված շահույթն է, սակայն դրահետկապված կարևոր է նշել, որ. «...դաամբողջ շահույթն է, այլ միայն շահույթի մի հատվածը, որը հանդես է գալիս յուրօրինակ պարգևատրման ձևով»⁵ Գրականության մեջ տոկոսը նաև սահմանվում է որպես «պարգևատրում, որը հաշվարկվում է կախված շահույթից»⁶: Ժամանակակից արևմտյան տնտեսագետների աշխատանքներում կարելի է առանձնացնել դիտարկվող կատեգորիայի հետևյալ տիպիկ մեկնաբանությունները, այսպես ամերիկացի գիտական Ֆ. Միշկինը նշում է. «Տոկոսադրույքը՝ փոխառության կամ միջոցների վարձակալության համար վճարվող գինն է»: Նույն ուղղությունն է հարում նրահայրենակից Դևիդ Ս. Կիդուելլը՝ «գումարների կիրառության համար վարձավճարը ստացել է տոկոսային եկամտանվանումը»⁷, հետագոում հետևում է նրա կատեգորիայի առավել ընդհանրական մեկնաբանությունը. «...տոկոսադրույքը իրենից ներկայացնում է փողի գնումային ունակության կիրառության նպատակներով դրանց ժամանակավոր փոխառության արժեքը»: Ներկայացված սահմանումները լիարժեքորեն չեն բացահայտում տոկոս կատեգորիայի էությունը, այլ առանձնացնում են առանձին հատուկ գծեր, այդ իսկ պատճառով բացարձակ հասկանալի չէ, ինչ է իրենից ներկայացնում կատեգորիայի բովանդակությունը. տոկոսը՝ դա ժամանակավոր փոխառնված գումարների գինն է, թե վարձավճարը: Տոկոս

³ Ջ. Մ. Քեյնս, Չքաղվածություն տոկոսի և փողի ընդհանուր տեսություններ, «Տիգրան Մեծ» հրատ., էջ 105

⁴ Նույն տեղում՝ էջ 106

⁵ Օ. Ի. Լավրուշին Экономическая роль банковского процента. -М.: «Финансы», 1977- С. 9

⁶ Ожегов С.И., Швецова Н.Ю. Толковый словарь русского языка -М.: Азбуковник, 1998-С.627

⁷ Девид С. Кидуэлл, Ричард Л. Петерсон, Девид У. Блэкуэлл. Финансовые институты, рынки и деньги -СПб: Издательство «Питер»-2000-С. 110

կատեգորիայի սահմանումը առավել ծավալուն տրված է Օ. Ի. Լավրուշիների խմբագրությամբ աշխատանքում. «Վարկատվական տոկոսը՝ օբյեկտիվ տնտեսական կատեգորիա է, որը իրենից ներկայացնում է արժեքի ժամանակավոր կիրառության փոխառության յուրօրինակ գին»:⁸ Ներկայացված սահմանումներից ակնհայտ է մեկ բան. տոկոսային հարաբերությունները կառուցվում են վարկայինների հիման վրա, այսինքն տոկոսի ծագման հիմք հանդիսանում է վարկային կապիտալի շրջանառությունը⁹:

Վերը շարադրված սահմանումներից ակնհայտ է, որ տոկոսը մեկնաբանվում է որպես գին, առավել ճշգրիտ վարկային կապիտալի «յուրօրինակ գին»: Առավել մշակված և տրամաբանական կառուցված կարելի է համարել տոկոսի տեսությունը, որը ստացել է խորհրդային և ռուս տնտեսագետների հավանությունը, և որը տոկոսը մեկնաբանում է որպես վարկային կապիտալի «գնի իռացոնալ ձև»: Տվյալ մեկնաբանությունը տրվել է Կ. Մարքի կողմից. «... եթե տոկոսը անվանենք դրամական կապիտալի գին, ապա դա կհանդիսանա գնի իռացոնալ ձև, որը բացարձակ հակասում է ապրանքների գնի հասկացությանը»¹⁰: Իռացոնալությունը տվյալ դեպքում երկակի է մեկնաբանվում. մի կողմից, քանի որ գինը հանդիսանում է ապրանքի արժեքի դրամական արտահայտում, ապա տոկոսը ժամանակավոր կիրառությանը տրամադրված գումարի արժեքի դրամական արտահայտում: Մյուս կողմից, տոկոսը չի կարելի անվանել իրական արժեք, քանի որ այն չի հանդիսանում վարկի արժեքի դրամական արտահայտում: Այստեղից տոկոսը կարելի է սահմանել որպես վարկի սպառողական արժեքի համարժեք արտահայտում: «Մի կողմից վարկի համար տոկոսը ծագում է որպես արդյունք, իսկ մյուս կողմից՝ որպես սեփականատիրոջ իրեն պատկանող սպառողական արժեքի օտարացման և դրա կիրառության այլընտրանքի ընտրության պայման: Վարկատուին պատկանող միջոցների սպառողական արժեքի բնույթը կախված է արտադրական եղանակից և սահմանում է ըստ

⁸ Деньги, кредит, банки /Под ред. О.И. Лаврушина,- М.: Финансы и статистика, 2002- С.232

⁹ Особенности ссудного капитала подробно изложены в работе Киселева В.В. Коммерческие банки в России: настоящее и будущее. -М.: Финстатинформ, 1998- С. 7-15

¹⁰ Маркс К., Энгельс Ф. Соч., т. 25, ч. 1- С. 389.

վարկի վճարման համապատասխան հարաբերությունների ծագումը»¹¹: Դրա արդյունքում, տոկոսը տարբերվում է ապրանք-իրի գնից և քանակապես, և որակապես: Որակապես տարբերությունը կայանում է նրանում, որ եթե գինը արտահայտում է արժեքը, այսինքն կապիտալի ծախսերը և շահույթը, ապա վարկային կապիտալը ներկայացնում է որոշակի գումար, այսինքն վարկային կապիտալի արժեքը՝ դա գումարի արժեքն է: Վարկային տոկոսը ներկայացնում է գործառնական կապիտալի վճարը վարկային կապիտալի միջոցով շահույթ ստանալու հնարավորության ընձեռնման համար: Այստեղից ճշմարիտ է Վ. Վ. Կիսելևի կողմից տրված հետևյալ սահմանումը. «...տոկոսը որպես ապրանք-կապիտալի գնի իռացոնալ ձև հանդիսանում է ոչ թե դրա արժեքի վճար, այլ դրա սպառողական արժեքը, որի որակը հանդիսանում է եկամուտը»: Այսպիսով, եթե գինը արտահայտում է ապրանքի արժեքը, ապա տոկոսը՝ վարկային կապիտալի եկամտի տրամադրման հնարավորությունը, որի ուժով այն հանդես է գալիս որպես դրա սեփականատիրոջը վճարվող վարկային կապիտալի գին: Եթե երևույթի մակերեսում տոկոսը հանդես է գալիս վարկային կապիտալի արժեքի իռացոնալ ձև, ապա ըստ էության այն ներկայացնում է եկամտի ձևափոխված ձև: «Վարկային կապիտալը հանդես է գալիս յուրօրինակ կապիտալի՝ ապրանքի ձևով, այդ ապրանքի գնի իռացոնալ ձև հանդիսանում է վարկային տոկոսը՝ հավելյալ արժեքի ձևափոխված ձևը»:

Տոկոսը դասվում է բարդ տնտեսաան երևույթների թվին, դրա ուսումնասիրությանը դիմել են ամենատարատեսակ ուղղությունների գիտականներ: Անգլացի տնտեսագետ Ջ. Մ. Քեյնսը սահմանել է, որ «...կապիտալի սահմանային արդյունավետությունը սահմանում են պայմանները, որոնցով ներկայացվում են նոր ներդրումների համար անհրաժեշտ վարկային կապիտալի պահանջները, այն դեպքում երբ տոկոսի նորման սահմանում է պայմաններ, որոնցով տվյալ պահին առաջարկվում են այդ կապիտալները», ինչից կատարվում է տոկոսի նորմայի սահմանման անհրաժեշտության վերաբերյալ եզրակացություններ և, ըստ տնտեսագետի կարծիքի. «ցանկացած ժամանակ տոկոսի նորման,

¹¹С.М. Богомолов Процент за кредит- М.: «Финансы и статистика», 1990- С.7

հանդիսանալով պարզևատրուժմ իրցվելիության հետ բաժանման համար, հանդիսանում է գումարներով տիրապետողների կողմից դրանց անմիջական հսկողությունից հրաժարման չցանկանալու չափանիշ: Տոկոսի նորման՝ դա ներդրումների համար ռեսուսների պահանջի հավասարակշռման և ընթացիկ սպառումներից ձեռնպահմանալու պատրաստակամության «գինն» է: Դա «գինն է, որը հավասարակշռում է առձեռն գումարների ձևով հարստության պահման համառ ցանկությունը շրջանառության մեջ գտնվող գումարների քանակության հետ»¹²: Այսպիսով, տվյալ տեսությանը համապատասխան տոկոսի նորման ձևավորվում է դրամական միջոցների պահանջի և առաջարկի համագործակցության արդյունքում, միևնույն ժամանակ տոկոսը դիտարկվում է որպես հոգեբանական երևույթ:

Ա. Մարշալի դասական տեսության համապատասխան տոկոսադրույքը, ինչպես ցանկացած ապրանքի գին, սահմանվում է դրամական կապիտալի ներդրումների (պահանջարկի) և խնայողությունների (առաջարկի) պահանջարկով, այսպես Ա. Մարշալը «Տեսագիտական սկզբունքներում» նշում է. «Տոկոսը, հանդիսանալով ցանկացած շուկայում կապիտալի կիրառության համար կառավարվող արժեք, ձգտում է այնպիսի հավասարակշիռ մակարդակի, որի դեպքում այդ կապիտալի համահառն պահանջարկը տվյալ տոկոսի պարագայում հավասար է համախառն կապիտալին»:

Իսկապես, քանի որ տոկոսը հանդիսանում է կապիտալ-ապրանքի գին, ապա դրամաձեռնությունը կարգավորվում է վարկային կապիտալի պահանջով և առաջարկով, այսինքն բացարձակ նույն կերպ, ինչպես ցանկացած ապրանքի շուկայական գինը: Դրանում է կայանում ապրանքների շուկայական գների և տոկոսի սահմանման մեխանիզմների միասնությունը, նույնությունը: Սակայն տվյալ միությունը չի բացառում նաև սկզբունքային տարբերությունները: Այն կայանում է նրանում, որ եթե ապրանքի գնի հարաբերությունում մրցակցությունը սահմանվում է միայն դրա արժեքային շեղումներով, ապա եթե խոսք է գնում տոկոսի վերաբերյալ, խոսում են ոչ թե վերջինիս որևէ ներքին էությունից

¹²Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. -М.: Гелиос АРВ,- 1999-С. 159.

շեղումների, այլ տոկոսի մեծության հաստատման վերաբերյալ: Դրանով տոկոսադրույքը կարող է սահմանվել միայն էմպիրիկ, կախված այս կամ այն դրամական շուկայի մրցակցային պայմաններից:

Միևնույն ժամանակ տվյալ հանգամանքը չի նշանակում, որ տոկոսը որևէ սահման չունի: Դեռևս Դ. Ռիկարդոն «Քաղաքական տնտեսագիտության սկիզբը» աշխատանքում նշել է. «Տոկոսի նորման կարգավորվում է շահույթի նորմայով, որը հնարավոր է ստանալ կապիտալի ծախսի դեպքում և որը կախված չէ դրամների քանակությունից և արժեքից»¹³: Տվյալ սահմանման մեջ ձևակերպվել է կարևոր օրինաչափություն՝ տոկոսի նորման սահմանվում է ներդրված կապիտալից ստացվող եկամտի նորմայով:

Քանի որ տոկոսը կազմում է գործառնական կապիտալիստի դրամական կապիտալիստին վճարվող եկամտի հատված, անհրաժեշտ է հաշվի առնել դրա վճարման աղբյուրները: Որպես արտադրական կապիտալից ածանցյալ ձև վարկային կապիտալի ծագումը հանգեցնում է նրան, որ գործառնական կապիտալով ստեղծվող եկամուտը բաժանվում է տոկոսի և գործարարական եկամտի:

Վերը շարադրվածը հնարավորություն է տալիս կատարել եզրակացություն այն մասին, որ տոկոսը ոչ միայն չի կարող լինել շահույթի միջին նորմայից մեծ, այլ նույնիսկ դրան հավասար: Տվյալ կանխադրույթը արտացոլված է հետևյալ սահմանման մեջ. «Վարկային արժեքի, որը հանդիսանում է վարկային գումարների տրամադրման համար վճար, ավելացումը անվանվում է արժեք և հանդիսանում վարկատույին տրամադրվող միջին շահույթի հատված»: Այդ իսկ պատճառով շահույթի միջին նորման կազմում է տոկոսի մաքսիմալ, վերին սահմանը: Տոկոսի մինիմալ սահմանը չի ենթարկվում հստակ սահմանման: Հասկանալի է մեկ բան. այն կարող է անկում ապրել մինչև ստորին մակարդակ, որից հետո կսկսեն գործել հակադիր գործոնները, որոնք կբարձրացնեն վերջինիս նման մինիմումից: Դրա հետ կապված գործնականում տոկոսի մակարդակը երբեք զրոյին հավասար չի լինում: Վերին և ստորին սահմանների մակարդակում վարկային տոկոսը սահմանվում է շուկայում վարկային կապիտալի պահանջով և առաջարկով: Կապիտալը

¹³Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег. -М.: Гелиос АРВ, 1999-С. 159.

հանդիսանում է ինքնաաճող արժեք, և այդ ինքնաճման աստիճանը քանակական արտահայտում է այն մեծությունը, որում վերջինս իրականացվում է որպես կապիտալ: Ինչպես հայտնի է, արտադրական կապիտալի աճի մակարդակը չափվում է շահույթի նորմայով, համարժեքորեն վարկային կապիտալի աճի աստիճանը արտահայտվում է տոկոսի նորմայով: Տոկոսի նորման իրենից ներկայացնում է վարկային կապիտալով ստացված տարեկան եկամտի գումարի հարաբերությունը որպես վարկ տրամադրված կապիտալի գումարին:

Այն փաստը, որ միջին տոկոսադրույքի մաքսիմալ սահման հանդիսանում է շահույթի միջին նորման, բացարձակ չի նշանակում, որ երկու մեծությունները սահմանվում են միևնույն օրենքներով: Հակառակը, շահույթի միջին նորմայի ձևավորման մեխանիզմը սկզբունքորեն տարբերվում է տոկոսադրույքի սահմանման մեխանիզմից: Շահույթի միջին նորման միշտ գոյություն ունի որպես շահույթի առանձին նորմաների հավասարակշռման շարժում, տեղեց: Դրա հետ կապված միջին շահույթը հանդես է գալիս ոչ որպես անմիջական տրված փաստ, այլ որպես հակադիր տատանումների հավասարեցման վերջնական արդյունք, որը հնարավոր է հաստատել միայն հետազոտության արդյունքում: Այլ է իրավիճակը տոկոսադրույքի հետ, որը անմիջական սահմանվում է պահանջով և առաջարկով: Շուկայական տոկոսադրույքը, չնայած մշտական տատանվում է, սակայն յուրաքանչյուր տվյալ պահին հանդիսանում է նույնքան որոշակի և միասական, որքան կոնկրետ դեպքում ապրանքների շուկայական գինը: Այլ խոսքերով, տոկոսադրույքը հանդիսաում է ամենօրյա գրանցվող փաստ. դրամների ինչ քանակություն դրամական կապիտալի ինչ քանակության դիմաց: Հետևաբար, հնարավոր է կատարել նրա վերաբերյալ եզրակացություն, որ շուկայական տոկոսադրույքների վրա ազդում են հասարակության արտադրական հնարավորությունները և սպառողների ժամանակավոր նախապատվությունները: Ըստ Պ. Սամուելսոնի արտահայտության, շուկայական տնտեսությունում տոկոսադրույքը իրականացնում է «մաղի» կամ «ռացոնալացման միջոցի» դեր՝ ներդրումային

կապիտալի առավել շահույթաբեր տարբերակների ընտրության դեպքում:

Ինչպես նշվեց նախկինում, տոկոսը արտահայտում է վարկի հիման վրա ծագող տնտեսական հարաբերությունները: Այս հարաբերությունների սուբյեկտեր հանդիսանում են վարկատուն և վարկառուն, ովքեր հանդես են գալիս որպես տոկոսի ստացող և վճարող: Տոկոսի կատեգորիաները ամրագրող վարկատուի և վարկառույի հարաբերությունները կայուն են և մշտական վերարտադրվում են, քանի որ իրականացվում են վարկային գործարքի մասնակիցների շահերը: Կողմերից յուրաքանչյուրի շահերը հակադրվում են միմիջանց, սակայն դրանք իրականացվել կարող են միայն միմիջանց միջոցով: Վարկի կիրառությունից էֆեկտը վերածվում է վարկատուի կողմից տրամադրվող վարկի վճարման պայմանի (աղբյուրի) և հարավորությունն ընձեռնում տոկոսի վճարումից հետո մնացած միջոցների գումարով իրականացնել վարկառուի շահերը:

Տոկոսը՝ որպես շահույթի տեսակներից մեկը, որպես այդպիսին չի արտադրվում, այլ ստացվում է շահույթի այլ տեսակների վերահասցեավորման միջոցով, այստեղից որպես տոկոսի տարբերակիչ առանձնահատկություն կարելի է առանձնացնել դրա վերաբաշխական բնույթը: Այդ իսկ պատճառով բանկի կողմից ստացվող տոկոսային շահույթը կարելի է դիտարկել որպես ֆինանսական միջնորդության համար փոխհատուցում՝ ժամանակավոր ազատ դրամական միջոցների վերաբաշխման ժամանակ: Որպես շահույթի տեսակ տոկոսի այլ առանձնահատկություն հանդիսանում է ռիսկը, որը ուղեկցում է պարտքային և տոկոսային հարաբերությունների հաստատումը: Ամփոփելով վերը շարադրվածը՝ կատարենք հետագա հետազոտության համար կարևոր եզրակացություն:

Այսպիսով, վարկային տոկոսը կարելի է սահմանել հետևյալ կերպ. դա օբյեկտիվ տնտեսագիտական կատեգորիա է, որը իրենից ներկայացնում է ժամանակավոր օգտագործման տրամադրված արժեքի գնի իռացոնալ ձև:

Անդրադառնալով տոկոսադրույքի մասին ժամանակակից մեկնաբանություններին, նշենք որ հաճախ նույնականացվում են տոկոս և տոկոսադրույք հասկացությունները, սակայն դրանց միջև տարբերությունն առավել քան էեական է: Տոկոսը, նախ և առաջ եկամտի տեսակ է, որը ստացվում է տարբեր փոխառությունների տրամադրման արդյունքում, իսկ տոկոսադրույքը իրենից ներկայացնում է այդ եկամտի հաշվարկման ինտենսիվությունը:

Տեսնենք համակարգի զարգացման գույքահեռ դարերի ընթացքում բուն զարգացում է ապրել նաև ֆինանսական համակարգը, որի կազմում օրեցօր ավելի մեծ կշիռ է զբաղեցնում բանկային համակարգը: Բանկ տերմինը առաջացել է իտալերեն Banco բառից, որը նշանակում է սեղան, նստարան, որի վրա փոխանակողները շարում էին դրամները: Այն իրենից ներկայացնում է ֆինանսական կազմակերպություն, որը հավաքագրում է ժամանակավորապես ազատ դրամական միջոցները՝ ավանդների տեսքով և իրականացնում է դրանց տեղաբաշխումը վարկերի տեսքով¹⁴:

Բանկային համակարգը Հայաստանի Հանրապետության տնտեսության կարևոր բաղադրիչներից մեկն է: Ներկայումս այն համարվում է երկրակարգակ և հանդես է գալիս ՀՀ Կենտրոնական Բանկի և առևտրային բանկերի տեսքով: «Կենտրոնական Բանկի մասին» Հայաստանի Հանրապետության օրենքի համաձայն՝ ԿԲ-ն համարվում է առանձին ինքնուրույն ինստիտուտ, որն իրականացնում է առևտրային բանկերի գործունեության հանդեպ վերահսկում¹⁵: Համաձայն «Բանկերի և բանկային գործունեության մասին» ՀՀ օրենքի՝ Բանկը համարվում է առևտրային կառույց, որը հանդես է գալիս իրավաբանական անձի դերում¹⁶: Այն համաձայն օրենքի և ԿԲ-ի կողմից տրված լիցենզիայի իրավունք ունի ներգրավել ֆինանսական միջոցներ ֆիզիկական և իրավաբանական անձանցից և տեղաբաշխել դրանք մարելու պայմանով, ինչպես նաև իրականացնել այլ բանկային գործառնություններ:

Այսպիսով, բանկային գործունեությունը կարելի է մեկնաբանել երկու տեսանկյունից՝

¹⁴ Մ Չոբանյան «Բիզնեսի համառոտբառարան», Երևան, «Վահան» հրատ. 1992 թ

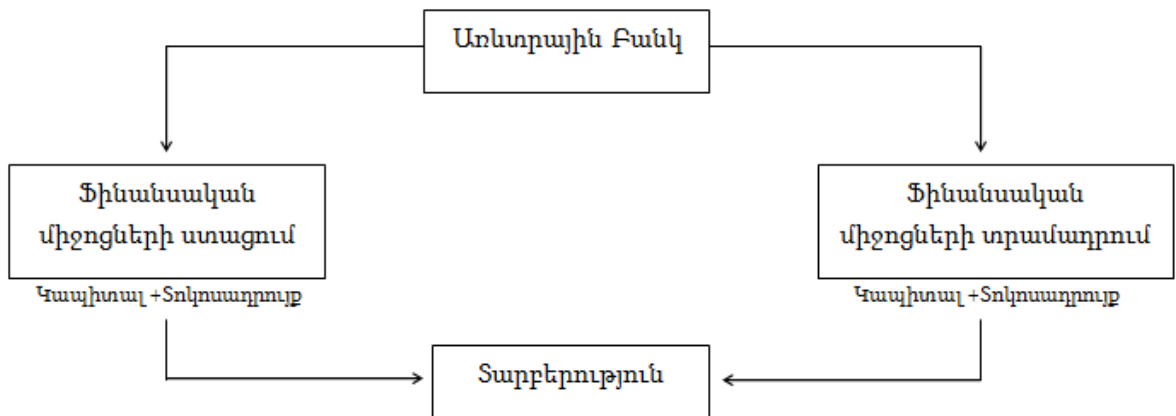
¹⁵ «Հայաստանի հանրապետության Կենտրոնական Բանկի մասին» օրենքը, Հոդված 3

¹⁶ «Բանկերի և բանկային գործունեության մասին» ՀՀ օրենք, Հոդված 2

- Միջնորդային գործունեությունն՝ վարկերի տրամադրում և ավանդների ներգրավում

- Սպասարկող գործունեությունն՝ հաճախորդների սպասարկում, ինֆորմացիայի մշակում, շուկայի սուբյեկտների և օբյեկտների հետգործարքների իրականացում և այլն:

Բանկերը՝ որպես ֆինանսական միջնորդներ, մատչելի պայմաններով տրամադրում են ավանդատուների միջոցները վարկառուներին: Միևնույն ժամանակ ավանդատուները ստանում ավանդներից տոկոսներ, իսկ վարկառուները կարողանում են որոշակի ժամանակահատվածում օգտագործել ֆինանսական միջոցները՝ բանկում առաջացնելով մարժա¹⁷ (Գծապատկեր 1):



Գծապատկեր 1: Առևտրային բանկերի տոկոսային քաղաքականության ձևավորման մեխանիզմը

Յետևաբար՝ բանկերի ֆինանսական միջնորդության հիմքում ընկած է ակտիվային և պասիվային գործառնությունների արդյունքում տոկոսադրույքի ավելացումը:

Բանկային համակարգում կառավարման կարևոր խնդիրներից է ակտիվների և պասիվների օպտիմալ կառավարումը: Գոյություն ունեն ակտիվների և պասիվների կառավարման մի շարք մոտեցումներ, որոնցից է միջոցների ընդհանուր ֆոնդի մեթոդը: Այն բավական պարզ է և ունի լայն կիրառում: Միջոցները, որոնք պետք է տեղաբաշխվեն, հավաքագրվում են տարբեր աղբյուրներից՝ ցախանջ պարտավորություններ, ինայողական ու ժամկետային ավանդներ, բանկի սեփական միջոցներ և այլն: Յետագայում այդ

¹⁷ Батракова Л.Г., Анализ процентной политики коммерческого банка: М.: Логос, 2002. – с 4.

միջոցները բաշխվում են այն ուղղություններով, որոնք համարվում են նպատակահարմար: Մեթոդի հիմքում ընկած է բոլոր ռեսուրսների միացման գաղափարը, երբ ակտիվային գործառնություններն իրականացնելու ժամանակ հաշվի չի առնվում, թե դրամական ռեսուրսը, ո՞ր աղբյուրից է ստացվել: Այս մեթոդը բանկի ղեկավարությունից պահանջում է հավասարակշիռ մոտեցում իրացվելիություն-եկամտաբերություն հակադրությունը լուծելիս¹⁸: Այդ նպատակով ակտիվների պրոտֆելում ձևավորվում են այսպես կոչված «առաջնային» և «երկրորդային» պահուստներ, որոնց օգնությամբ բանկն ապահովում է իր ընթացիկ և հեռանկարային իրացվելիությունը: Առաջնային պահուստն այն ակտիվներն են, որոնք կարող են անմիջապես օգտագործվել վճարումներ կատարելու համար: Դրանք են կանխիկը և թղթակցային հաշիվներում եղած միջոցները: Երկրորդային պահուստը ներառում է այն ակտիվները, որոնք կարելի է շատ արագ կանխիկացնել և, բացի այդ, ապահովում են եկամտաբերության որոշակի մակարդակ (պետական կարճաժամկետ պարտատոմսեր, հետգնման պայմանով գնված արժեթղթեր, Կենտրոնական բանկում ներդրված դեպոզիտներ):

Ակտիվների և պասիվների կառավարման առանձնահատկությունների բացահայտման տեսանկյունից հատուկ ուշադրություն է արժանի դրանց ուսումնասիրությունը ռիսկայնության և շահույթաբերության համատեքստում, որն իրենից ներկայացնում է բանկի տոկոսային քաղաքականությունը:

Քանի որ այս աշխատանքում տոկոսադրույքը դիտարկվում է բանկային ոլորտի տեսանկյունից, հարկ է բացատրել ավելի մանրակրկիտ խոսել բանկային տոկոսադրույքի մասին: Այսպիսով, իր բովանդակությամբ բանկային տոկոսադրույքը լինում է 2 տեսակի՝

- Վարկային
- Ավանդային

Ավանդի տոկոսադրույքը հանդիսանում է այն տոկոսադրույքը, որը վճարվում է բանկի ավանդատուներին, փոխառության համար:

¹⁸ Финансы, денежное обращение и кредит: М.В. Романовский и др.; Под ред. М.В. Романовского, О.В. Врублевской. — М.: Юрайт-Издат, 2006. С 306,

Ավանդի տոկոսադրույքն առաջին հերթին ուղղված է փոխհատուցելու ռիսկը, որն ունեն ավանդատուները՝ իրենց ռեսուրսները բանկում պահելու ժամանակ:

Ավանդի տոկոսային քաղաքականությունը պետք է ապահովի առավելագույն շահույթ պարտատերերին՝ ազատ դրամական միջոցները տեղաբաշխելու համար, ինչպես նաև հնարավորություն ստեղծի կատարել \$ինանսական տարբեր տիպի գործարքներ և սպասարկել գործառնական ծախսերը:

Այն ներառում է օբյեկտիվություն բոլոր տեսակների ավանդների տոկոսադրույքների որոշման գործում և վավերականություն՝ համապատասխան տոկոսադրույքի համար, ինչպես նաև ապահովում է կապավանդի տոկոսադրույքի և բանկում առկա տոկոսադրույքների միջև: Այսպիսի պայմաններում պահպանվում է բանկի և հաճախորդի լիկվիդայնությունը¹⁹:

Վարկային տոկոսադրույքն այն տոկոսադրույքն է, որը վճարում է վարկառուն վարկից օգտվելու դիմաց: Բանկի համար դա ռեսուրսների մեծացման տոկոսն է²⁰:

Վարկային տոկոսադրույքը ի տարբերություն ավանդի տոկոսադրույքի լինում է ավելի բարձր: Դա կարելի է բացատրել նրանով, որ այն ուղղված է մարժայի և բանկի կողմից ավանդների տոկոսի մարմանը:

Բովանդակային տեսանկյունից վարկի և ավանդի տոկոսադրույքը ունեն նույն կառուցվածքը, տարբերությունը կայանում է միայն մասնակից կողմերի մեջ: Ավանդի դեպքում սեփականատերը հանդիսանում է ավանդատու, իսկ փոխառուն բանկը, իսկ վարկի դեպքում սեփականատերը բանկն է իսկ փոխառուի դերում հանդես է գալիս վարկ վերցնողը: Ընդհանրական է նաև այս երկու տոկոսադրույքների հաշվարկման կարգը:

Տնտեսագիտական տարբեր գրականություններում կիրառվում է նաև Բազային տոկոսադրույք հասկացությունը, որի տակ մեկնաբանվում է Կենտրոնական բանկի կողմից սահմանված և հրապարակված տոկոսադրույքը, և օգտագործվում է տարբեր տեսակի

¹⁹ Батракова Л.Г. Экономический анализ деятельности коммерческого банка: М.: Логос, 1998. с 12

²⁰ Веремеенко С.А. и др. Анализ соответствия структуры активов и пассивов коммерческого банка в условиях инфляции // Банковское дело. 2006. № 5. С. 26-28.

վարկերի համար հիմնական տոկոսադրույքը որոշելու նպատակով: Մեր երկրում որպես բազային տոկոսադրույք դիտարկվում է Բանկային տոկոսի հաշվարկային դրույքը:

Տոկոսի հաշվարկային դրույքի (I) ձևավորումը կարելի է ներկայացնել հետևյալ բանաձևով.

$$I=r+e+RP+LP+MP, \quad (1)$$

որտեղ r -ը՝ ըստ ոչ ռիսկային գործառնությունների իրական տոկոսադրույքը այն դեպքում, երբ սպասվում է արժեքագրկման գրոյական մակարդակ,

e -ն՝ պարգևավճար, որը համարժեք է վարկային շրջանում սպասվող արժեքագրկումային մակարդակին (պարտքի հանձնառությունը),

RP -ն՝ չվճարման ռիսկի համար պարգևավճար,

LP -ն՝ իրացվելիություն կորստի ռիսկի համար պարգևավճար,

MP -ն՝ պարտքի հանձնառության մարման ժամկետների հաշվառմամբ ռիսկի համար պարգևավճար:

Ըստ ոչ ռիսկային գործառնությունների իրական տոկոսադրույքը (r)-ը՝ հիմնական ինդեքսն է, որը շուկայական տնտեսության պայմաններում բնութագրում է առանց արժեզրկման սպասումների հաշվառման կամ արժեզրկման գրոյական մակարդակի դեպքում վարկային տոկոսի մակարդակը սահմանող հիմնական մակրոտնտեսական գործոնների համակցությունը:

Արժեզրկումային սպասումը (e) առանձնահատուկ ազդեցություն է ունենում շուկայական տոկոսադրույքների մակարդակի վրա: Շուկայական տոկոսադրույքի ձևավորման ժամանակ նշանակություն ունի հատկապես ապագայում արժեզրկման սպասվող տեմպերը պարտքի հանձնառության մարման ժամկետների հաշվառմամբ, այլ ոչ անցյալում արժեզրկման փաստացի դրույքը:

Չվճարման ռիսկի համար պարգևավճարը (RP) առաջին հերթին սահմանվում է վարկատուի վարկատվության ունակությամբ, ինչպես նաև վարկային գործարքի կառուցվածքով (վարկավորման օբյեկտի առանձնահատկություններ, ապահովման ձև և իրացվելիություն և այլն): Դրա մակարդակը կարող է արտահայտել ըստ տարբեր վարկանիշային գնահատական ունեցող (բարձրագույնի հետ

համեմատության (էմփտետի) պարտքի հանձնառության տոկոսադրույքների տարբերությունները՝ պարտքի հանձնառությունների այլ պարամետրերի համեմատելիության պայմաններում:

Իրացվելիության կորստի ռիսկի համար պարգևավճարը (LP) կապված է պարտքի հանձնառությամբ իրացվելիության կորստի հավանականության, այսինքն առանց արժեքային կորստի առձեռն դրամական միջոցների փոխանակության հնարավորության հետ:

Պարտքի հանձնառության մարման ժամանակի հաշվառմամբ ռիսկի համար պարգևավճարը (MP) սահմանվում է կարճաժամկետների համեմատության քննարկարժամկետ պարտքի հանձնառության տոկոսադրույքների հետագա շարժի կանխատեսման մեծ բարդություն: Բացի դրանից, վարկատուն հրաժարվում է երկար ժամկետներում դրամական միջոցների կիրառությունից և, հետևաբար, սպասում փոխհատուցման առավել էական մակարդակի:

Բանկային դրույքի սահմանման ներկայացված բանաձևը համապատասխանում է «բազային դրույք (r) + ռիսկերի համար պարգևավճար ($RP+LP+MP$)» բանաձևին: Իր հերթին գնագոյացման սխեման կախված է գործառնության տեսակից: Այսպես, պասիվ դրույքի սահմանման ժամանակ չմարման համար ռիսկի պարգևավճարը (p) ընդունվում է գրոյին հավասար, քանի որ մանր խնայողները պատրաստ են բանկերին վճարել արտֆելի դիվերսիֆիկացման և ռիսկի մասնագիտական գնահատման համար: Յուրեղեղ ենթադրվածից, որ ներդրումների մեծամասնությունը հանդիսանում են կարճաժամկետ ամրագրված տոկոսադրույքով (նշանակում է, ներդրողները տոկոսային ռիսկ չեն կրում)՝ տոկոսային ռիսկի համար պարգևավճարը ևս ընդունվում է գրոյին հավասար: Այստեղից հետևում է, որ տոկոսի դեպոզիտային դրույքում հաշվի է առնվում շուկայական դրույքի մակարդակը և արժեքագրկման սպասվող տեմպերը.

$$i=r+e \quad (2)$$

Վերևում բերված բանաձևից ($r+e$) գումարելին՝ ժամկետների, ռիսկերի և իրացվելիության ձևափոխություններում ֆինանսական միջնորդության համար բանկային պարգևավճարն է:

Տոկոսադրույքի գնագոյացման համար կարևոր հարց է հանդիսանում վարկային տոկոսադրույքի այն մեծությամբ սահմանում, որը ունի տնտեսական հիմնավորում: Հիմնվելով տոկոսի վճարման աղբյուրների և առանձնահատկությունների նկատմամբ նախկինում կատարված եզրակացությունների վրա, կարող ենք ձևակերպել, որ վարկային տոկոսադրույքը պետք է այնպիսին լինի, որ նպաստի տնտեսության ֆինանսական հատվածի արդյունավետ գործունեությանը, որ միաժամանակ ունակ լինի բանկերի համար ապահովել տոկոսային մարժայի և վարկային ռիսկերի պարգևավճարների բավարար մակարդակ: Այսպիսով: Մի կողմից, տոկոսադրույքի մեծությունը չպետք է վարկային կազմակերպությունների համար ստեղծի լրացուցիչ վնասների ծագման վտանգ, և բավարար չափով փոխհատուցի հաճախորդների սպասարկման ծախսերը: Սակայն մյուս կողմից, այն պետք է խթանի ըստվարկերի տրամադրման բանկերի ծախսերի նվազեցումը:

Գնագոյացումը պետք է իրականացվի շուկայական տոկոսադրույքներին համապատասխանությամբ տոկոսադրույքների ռիսկային պարամետրերի, յուրաքանչյուր գործիքի ազդեցության տևողության, մաքուր տոկոսային շահույթի տատանման սահմանների հաշվառմամբ, այդ իսկ պատճառով տոկոսադրույքի սահմանների հաստատումը ենթադրում է տոկոսադրույքի մեծության վրա մի շարք գործոնների ազդեցության բացահայտում և հաշվառում:

Տոկոսային ռիսկը՝ դա տոկոսադրույքների անբարենպաստ փոփոխությունների ազդեցությանը բանկի ֆինանսական դրության պրտենցիալ ենթակայման ռիսկն է:²¹ Տոկոսային ռիսկը՝ պրտենցիալ կորուստներ է, որը կարող է ծագել ըստ բանկային ռեսուսների ընդգրկման և բաշխման գնային պայմանների վերանայման կամ մարման ժամկետների անհամապատասխանության արդյունքում շուկայական տոկոսադրույքների փոփոխության դեպքում: Այս ռիսկը ազդում է բանկի շահույթի, ինչպես նաև ակտիվների, պարտավորությունների և հաշվեկշռված գործիքակազմի տնտեսական արժեքների վրա:

²¹ Принципы управления рисками процентных ставок (Базельский комитет)//Бизнес и банки-1998-№ 15.

Հայաստանի Հանրապետության Բանկային տոկոսի հաշվարկային դրույք հասկացությունն առաջին անգամ սահմանվել է գործող քաղաքացիական օրենսգրքով: Իսկ վերջինիս 411 հոդվածով նախատեսված բանկային տոկոսի հաշվարկային դրույքները ՀՀ կենտրոնական բանկը սկսել է սահմանել 08.12.1999 թվականից, ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի՝ 08.12.1999թ. թիվ 206 որոշմամբ²²:

Բանկային տոկոսի հաշվարկային դրույքը հաշվարկվում է 90-ից ավելի օր ժամկետով Հայաստանի Հանրապետության դրամով և արտարժույթով ներգրավված ավանդների և տրամադրված վարկերի տոկոսադրույքները 365-օրյա ժամկետի համար վերահաշվարկման (արդյունավետ տոկոսադրույքի հաշվարկման սկզբունքով) և համապատասխան ծավալ ներով կշռման միջոցով²³.

$$I_{\text{վերահաշվարկված}} = \left[\left(1 + \frac{i_t}{100} \cdot \frac{t}{365} \right) - 1 \right] * 100 \quad (3)$$

որտեղ՝

$I_{\text{վերահաշվարկված}}$ -ը 365-օրյա ժամկետի համար վերահաշվարկված տոկոսադրույքն է,

i_t -ն՝ t ժամկետայնության համար տրամադրված վարկերի կամ ներգրավված ավանդների անվանական տոկոսադրույքը,

t -ն՝ տրամադրված վարկերի կամ ներգրավված ավանդների ժամկետայնությունը:

$$I_{\text{հաշվարկային}} = \frac{\sum_{i=1}^n (I_{\text{վերահաշվարկված}} * V_i)}{\sum_{i=1}^n V_i} \quad (4)$$

$I_{\text{հաշվարկային}}$ -ը բանկային տոկոսի հաշվարկային դրույքն է,

²² Աղբյուրը՝ ՀՀ կենտրոնական բանկի պաշտոնական կայքի Հրապարակումներ բաժին, https://www.cba.am/storage/common/homepage/BT_Rate_arm.pdf

²³ ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի՝ 08.12.1999թ. թիվ 206 որոշում

Լ-ն վերահաշվարկված-ը j-րդ գործարքի վերահաշվարկված տոկոսադրույքն է,

n-ը՝ հաշվարկում ընդգրկված գործարքների քանակն է,

V_j -ն՝ j-րդ գործարքի ծավալը²⁴:

Նշենք նաև, որ ՀՀ դրամով և արտարժույթով տրամադրված այն վարկերը և ներգրավված ավանդները, որոնց 365-օրյա ժամկետի համար վերահաշվարկված տոկոսադրույքները շեղվում են հաշվարկման ժամանակահատվածի տվյալների հիման վրա 365-օրյա ժամկետի համար վերահաշվարկված տոկոսադրույքներով հաշվարկված՝ իրենց կշռված միջիններից 50% և ավելի չափով Բանկային տոկոսի հաշվարկային դրույքի հաշվարկում չեն ներառվում²⁵:

Հայաստանի Հանրապետության բանկային տոկոսի հաշվարկային դրույքը սահմանվում է Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի խորհրդի նորմատիվ որոշմամբ, որը կարող է ուժի մեջ մտնել ընդունման պահից՝ այդ որոշմամբ նախատեսված լինելու դեպքում²⁶: 2016 թվականի դրույթամբ բանկային տոկոսի հաշվարկային դրույքը կազմել է 12 տոկոս, որը չի փոփոխվել 2010 թվականի նոյեմբերի 9-ից հետո: Վերջին 10 տարիներում բանկային տոկոսի հաշվարկային դրույքի դինամիկան ներկայացված է Աղյուսակ 1-ում, իսկ ամբողջական տվյալները Հավելված 1-ում:

Աղյուսակ 1: Բանկային տոկոսի հաշվարկային դրույքը ՀՀ-ում²⁷

Ամսաթիվ	Որոշման թիվ	Տոկոսադրույք (%)
01.02.07թ.	1/88 Ա	14
01.03.07թ.	62-Ն	13
29.06.07թ.	202-Ն	12
03.12.07թ.	389-Ն	11
07.10.08թ.	279-Ն	12
21.01.10թ.	7-Ն	13
13.09.11.10թ.	283-Ն	12

Բազային տոկոսադրույքի հիման վրա ձևավորվում է վարկի բազային տոկոսադրույքը, որը հանդիսանում է միջին

²⁴ ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի՝ 08.12.1999թ. թիվ 206 որոշում

²⁵ Աղբյուրը՝ ՀՀ կենտրոնական բանկի պաշտոնական կայքի Հրապարակումներ բաժին, https://www.cba.am/storage/common/homepage/BT_Rate_arm.pdf

²⁶ ՀՀ կենտրոնական բանկի խորհրդի՝ 08.12.1999թ. թիվ 206 որոշում

²⁷ Աղյուսակի տվյալները վերցվել են ՀՀ ԿԲ Տոկոսադրույքներ բաժնի հրապարակումներից, աղբյուրը՝ https://www.cba.am/storage/common/homepage/BT_Rate_arm.pdf

ազդեցութեան գործոն տոկոսադրույքների մակարդակում: Այն ամենացածր տոկոսադրույքը չէ, որը կարող է բանկը սահմանել: Այն նախնական (սկզբնական) տիպէ հանդիսանում: Յուրաքանչյուր բանկ ինքն է սահմանում իր բազային տոկոսադրույքը: Տոկոսադրույքի սահմանման ժամանակ բանկը հիմնականում ուշադրություն է դարձնում մրցակցի սահմանած տոկոսադրույքին²⁸:

Գոյություն ունի տոկոսների հաշվեգրման 2 մեթոդ՝ դեկլորսիվ և անտիսիպատիվ (նախնական)²⁹: Դեկլորսիվ մեթոդի դեպքում տոկոսները հաշվեգրվում են յուրաքանչյուր ինտերվալի (նվազագույն ժամանակահատված, որն անցնելուց հետո կատարվում է հաշվեգրում) վերջում: Համապատասխանաբար դեկլորսիվ տոկոսադրույքն իրենից ներկայացնում է հաշվեգրված եկամտի հարաբերությունը ինտերվալի սկզբում եղած գումարին: Տոկոսների հաշվեգրման անտիսիպատիվ մեթոդի դեպքում, հաշվեգրումն իրականացվում է ինտերվալի սկզբում:

Տոկոսադրույքները լինում են նաև ֆիքսված, լողացող և զեղչված: Ֆիքսված տոկոսադրույքով տոկոսի վճարումը ուղեկցվում է նախապես որոշված տոկոսային վճարումներով, որը անփոփոխ է մնում մինչև ժամկետի վերջ: Ֆիքսված տոկոսադրույքով վարկերը հիմնականում տրամադրվում են կարճ ժամկետներում:

Լողացող տոկոսադրույքները կախված են շուկայական հարաբերությունների զարգացումից, ավանդների տոկոսադրույքի փոփոխությունից, վարկային ռեսուրսների առաջարկի և պահանջարկի զարգացումից, տնտեսության վիճակից, վարկառուի ֆինանսական վիճակից:

Այսպիսով, տոկոսադրույքը համարվում է բանկային գործունեության ամենաբարդ գործիքներից մեկը, քանի որ տոկոսադրույքի սանդղակը կառուցելու սկզբունքը կախված է բազմաթիվ գործոններից (փողի առաջարկ և պահանջարկ, ինֆլյացիայի տեմպ, վարկային շուկայի ծանրաբեռնվածություն, աղբյուրներ, ծավալ, ազատ միջոցների ժամկետներ, արտաքին գործոնների ազդեցություն և այլն):

²⁸ Батракова Л.Г., Анализ процентной политики коммерческого банка: Учебное пособие. М.: Логос, 2002. – с 7.

²⁹ M. Goodfriend, R. King, The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy, page 21

Տոկոսադրույքը հանդիսանում է տոկոսային քաղաքականության հիմնական և գլխավոր բաղադրիչը, որն ունի իր տարատեսակները: Վերջինիս բոլոր տեսակների արժեքը ուղղակիորեն կարգավորվում է բանկի կողմից և նրա որոշումից է կախված հետագա միջոցների հոսքը և բանկի վարկունակության արդյունքները:

Վերը նշվածից կարելի է ենթադրել, որ բանկային տոկոսադրույքի ինչպես նաև ցանկացած առևտրային բանկի տոկոսային քաղաքականության վրա ազդում են մի խումբ գործոններ, որոք էլ իրենցից ներկայացնում են բանկի տոկոսային քաղաքականությունը:

1.2. Առևտրային բանկերի տոկոսային քաղաքականության ձևավորման առանձնահատկությունները ՀՀ-ում

Տոկոսային քաղաքականության սահմանման տեսական հիմք հանդիսանում է ոչ միայն «տոկոս» և «քաղաքականություն» կատեգորիաների էություն սահմանումը, այլ դրանց փոխկապվածության բացահայտումը: Առևտրային բանկի տոկոսային քաղաքականության բովանդակության բացահայտման նպատակներով անհրաժեշտ է սկզբում դիտարկել ընդհանրապես առևտրային բանկի տոկոսային քաղաքականության ընդհանուր գծերը, իսկ հետագայում առանձնացել տոկոսային քաղաքականության համար բնորոշ ինդիկատորները և նպատակները: Տոկոսային քաղաքականությունը հանդիսանում է «տոկոս» կատեգորիայի նկատմամբ կարգավորիչ հարաբերություն «քաղաքականություն» սահմանման բովանդակության մեկնաբանությունը:

«Քաղաքականություն» (հուն. politike` պետության կառավարման արվեստ) հասկացությունը սովորաբար դիտարկվում է երկու մակարդակներում. ամբողջ պետության (երկրի) և առանձին տնտեսական սուբյեկտի (մակրո- և միկրո) մակարդակներում: Այսպես, Ս. Ի. Օժոգովը բառարանում տալիս է հետևյալ սահմանումը.

1. «Քաղաքականությունը` պետական իշխանության և պետական կառավարման մարմինների գործունեություն, որը արտացոլում է հասարակական և հասարակության տնտեսական կառուցվածքները...

2. Ինչ-որ բանի ձեռք բերմանը կողմնորոշված գործողությունների դիտարկում»:³⁰

Տվյալ մեկնաբանությամբ քաղաքականությունը հասկացվում է որպես, մեկ կողմից, գործնական գործունեություն, մյուս կողմից, որպես որոշակի նպատակներին ենթակայված գործողությունների ծրագրի («գործողությունների դիտարկում»):

Արտերկրյա աղբյուրներում «քաղաքականություն» տերմինը սահմանվում է հետևյալ կերպ. մի դեպքում որպես «կուրսի

³⁰ Ожегов С.И., Швецова Н.Ю. Толковый словарь русского языка -М.: Азбуковник, 1998- С.553

հաստատում», որին հետևում է կառավարությունը, կազմակերպությունը, հաստատությունը կամ մասնավոր անձը և բնութագրվում է որպես «գործերի կառավարման մեջ դատողությունների կշռադատություն» և որպես «գործընթացների կառավարում»³¹: «Քաղաքականությունը՝ դա հաջորդականորեն կապված գործողությունների կատարման եղանակ է, որտեղ սկզբունքները իրենցից ներկայացնում են համապատասխան քաղաքականության սահմանման և դրա իրականացման եղանակների հիմք»: Այստեղից հետևում է, որ քաղաքականության տակ անհրաժեշտ է հասկանալ կոնկրետ սկզբունքներին համապատասխան իրականացվող գործնական գործողությունների ծրագիր:

Տնտեսական անկայունության պայմաններում բանկային քաղաքականության մշակման և իրականացման արդիականությունը, ըստ արտերկրյա հեղինակների կարծիքի, պայմանավորված է հետևյալով. «...Բանկային քաղաքականության մշակումը և իրականացումը նշանակում է կազմակերպչական պահանջների, կանոնների, օրենքների և ղեկավարական փիլիսոփայության ինտեգրում: Դա նպաստում է կորպորատիվ մշակույթի զարգացմանը: Քաղաքականության մշակման ժամանակ ամրապնդվում է բանկի հեղինակությունը և հիմնադրվում ապագա արդյունքների հիմքը: Յստակ սահմանված քաղաքականության պահանջը աճում է բանկի ինքնուրույնության աճին, ապակենտրոնացմանը, ընդարձակմանը գուճահեռ»:³²

Կարելի է առանձնացել բանկային քաղաքականության իրականացման երեք մակարդակներ, որոնք դիտարկելի ներկայացված են սխեմայի ձևով: Բանկային քաղաքականության մշակման առաջին՝ ռազմավարական մակարդակում ձևակերպվում են երկարաժամկետ գաղափարները և նպատակները (բանկի առաքելության, հեռանկարային շուկաների և պոտենցիալ հնարավորությունների սահմանում), ինչպես նաև սահմանվում են բանկի զարգացման հեռանկարները: Բանկային քաղաքականության ռազմավարության

³¹ Бакстер Н. и др. Банковское дело: стратегическое руководство./ Под ред. Платонова В. - М.: Из-во АО «Консалтбанкир», 1998.-С.12

³² Организация работы в банках: Укрепление руководства и повышение чувствительности к переменам./Д. МакНотон, Д. Дж. Карлсон, К. Дитц и др.:Пер с англ. - М.: Финансы и статистика, 2002-С.5

մշակույթը ներառում է ապագա շուկաների, արդյունքների, կառուցվածքի, շահույթների և ռիսկերի վերաբերյալ առանցքային որոշումների ընդունման համար հայեցակարգային հիմքերի ձևավորում: Ռազմավարությունը ուղղված է դեպի ապագա և ունի երկարաժամկետ հեռակար: Ռազմավարության մշակույթը առանձնահատուկ կարևոր է գործառնության արագ փոփոխվող պայմաններում: Բանկային ռազմավարության ձևավորումը հանդիսանում է կենսականորեն անհրաժեշտ, քանի որ այն ապահովում է համակարգային կառավարման գործընթացի կոորդինատավորումը և ներկայումս ընդունվող որոշումների ապագայում ազդեցությունների գնահատականները: Ներկայումս արդյունավետ աշխատող արտերկրյա բանկերը տարեկան բյուջեի կազմելուն հենված պլանավորումից անցնում են ռազմավարական կառավարման ընդհանուր գործընթացի շրջանակներում պլանավորմանը:

Այսպիսով, բանկային քաղաքականության ռազմավարության տակ անհրաժեշտ է հասկանալ ապագա զարգացման հայեցակարգային հիմքերի մշակույթը, երկարաժամկետ նպատակների և գաղափարների ձևակերպումը:

Բանկային քաղաքականության ձևավորման և իրականացման երկրորդ մակարդակը՝ մարտավարական է: Այստեղ իրականացվում են ունենում կոնկրետ խնդիրների իրականացմանը կողմնորոշումները: Խնդիրները սովորաբար կրում են կարճաժամկետ բնույթ և հանդիսանում ռազմավարական պլանի աջակցություն: Տվյալ մակարդակում նկարագրվում են բանկի գործունեության յուրաքանչյուր առանձին գործառնական ոլորտում խնդիրների լուծման և նպատակների ձեռք բերման եղանակները: Վերջին պնդումը կարևոր է, քանի որ սահանում է ընդհանուր բանկային քաղաքականության առանձին տարրերի, այդ թվում նաև տոկոսային իրականացման մակարդակը: Մարտավարական պլանավորումը սովորաբար իրականացվում է կոնկրետ, որոշակի խնդիրն կողմնորոշված գործողությունների պլանի և ընտրված ռազմավարությանը համապատասխան բանկի գործունեության կառավարման մեթոդաբանության մշակման ձևով:

Յե տևաբար, մարտավարական մակարդակում սահմանվում են բանկի կոնկրետ ռազմավարական խնդիրների իրականացման եղանակները, ընդ որում մարտավարական լուծումները կրում են կոնկրետ բնույթ:

Երրորդ մակարդակում՝ գործառնական կառավարման մակարդակ, իրականացվում է ֆինանսական պլանավորումը և կառավարումը: Գործառնական կառավարման գործընթացը ենթադրում է ինչպես ընթացիկ կառավարման խնդիրների լուծում և ընթացիկ պլանների կազմում, այնպես նաև այդ պլանների կատարման հսկողություն:

Բանկային քաղաքականության իրականացման երեք մակարդակների բովանդակության բացահայտումը հնարավորություն է տալիս կատարել հետևյալ եզրակացությունը. տոկոսի քաղաքականության ձևավորումը և իրականացումը տեղի է ունենում երկրորդ և երրորդ մակարդակներում, այսինքն տոկոսային քաղաքականությունը ներառում է մարտավարությունը և գործառնական կառավարումը: Տոկոսային քաղաքականության մարտավարությունը կախված և ենթարկվում է բանկի ռազմավարական երկարաժամկետ նպատակներին, սակայն, ռազմավարական նպատակները տոկոսային քաղաքականության շրջանակներում չեն իրականացվում նրա ուժով, որ տոկոսի ձևավորման շուկայական պայմաններում տոկոսային քաղաքականության երարաժամկետ ռազմավարությունն ուղղակի իրականացնել հնարավոր չէ, հնարավոր է միայն շտկել դրա մարտավարությունը համապատասխան շուկայական կոնյուկտուրայի փոփոխություններին:

Բանկային քաղաքականության իրականացման նկարագրված մակարդակների հիման վրա կարելի է ձևակերպել դրա հետևյալ խնդիրները.³³

- Բանկի գոյության հիմնական նպատակի ձևակերպում, ռազմավարական խնդիրների առաջադրում:
- Բանկի գոյության հիմնական նպատակների ձեռք բերումը ապահովող կոպլեքսային ծրագրերի և նախագծերի մշակում:
- Բանկի գործունեության մեթոդաբանության մշակում համապատասխան ընտված ռազմավարությանը:

³³ Финансовый менеджмент: теория и практика: Учебник/ Под ред. Е.С. Стояновой - М.. Издательство «Перспектива», 1999-С.511.

Ինչպես նշվել է նախկինում, ընդհանուր քաղաքականությունը և մասավորապես բանկային քաղաքականությունը ենթադրում են ոչ միայն ռազմավարության և մարտավարության ձևավորում, այլ կոնկրետ նպատակների ձեռք բերում: Տնտեսագիտական գրականության մեջ առևտրային բանկի գործառնության նպատակների վերաբերյալ գրեթե տարածանություններ չկան, ուսումնասիրված նյութի կատարված ընդհանրացումների հիման վրակարելի է առանձնացնել հետևյալ հինական նպատակները:

«Տոկոս» և «քաղաքականություն» կատեգորիաների բովանդակության հետազոտությունների հիման վրա կատարված ընդհանրացումները և եզրակացությունները հնարավորություն են ընձեռնում անցնել առևտրային բանկի տոկոսային քաղաքականության բովանդակության անմիջական բացահայտմանը: Տնտեսագիտական գրականությունում բացակայում է տոկոսային քաղաքականության բովանդակության ամբողջական մեկնաբանությունը: Առավել հաճախ տոկոսային քաղաքականությունը սահմանվում է որպես վարկային քաղաքականության տարր, իսկ տոկոսադրույքների բոլոր տեսակներից վերլուծվում է վարկի համար տոկոսը. «Տոկոսային քաղաքականությունը՝ վարկային քաղաքականության կարևոր հատված է» կամ «...ակտիվ գործառնությունների տեսանկյունից, տոկոսային քաղաքականությունը հանդիսանում է վարկային քաղաքականության տարր»:³⁴ Նման մոտեցումը հանդիսանում է վիճելի, քանի որ տվյալ դեպքում տոկոսային քաղաքականությունը չի դիտարկվում որպես բանկային քաղաքականության ինքնուրույն տարր:

Որպես բանկային քաղաքականության առաձին տարր տոկոսային քաղաքականության սահմանման հիմնավորման համար, ընդհանուր բանկային քաղաքականության կառուցվածքում անհրաժեշտ է առանձնացնել տոկոսային քաղաքականության ձևավորման և գործնական իրականացման ոլորտը: Այս նպատակներով նպատակահարմար է հանդիսանում կիրառել որպես մարտավարությունների միացյալ կառավարում բանկային

³⁴ Шпилевская Е. Л. Процентная политика коммерческого банка. Автореферат диссертации на соискание ученой степени кэ.н.: 08.00.10.-Москва, РЭА им. Плеханова, 1998- С. 15.

գործունեության ռազմավարական կառավարման գաղափարը . անմիջական, կողմնակի տնտեսական կառավարում, ներբանկային կառավարում, շարադրված Ն. Ե. Եգորովի և Ա. Մ. Սմոլնովի աշխատանքներում:³⁵ Բանկային քաղաքականության կառավարումը դիտարկվում է որպես հաջորդական փուլերից՝ ռազմավարություն-մարտավարություն-գործառնական կառավարում, կազմված գործընթաց, այսինքն «քաղաքականությունը» առավել լայն հասկացություն է, քան «ռազմավարությունը», և ոչ հակառակը («...ռազմավարություն և հասկացությունը կրում է առավել լայն և հիմնարարական բնույթ, քան քաղաքականություն և հասկացությունը»³⁶) ինչպես ներկայացված է վերը նշված աշխատանքում, տվյալ գաղափարի կիրառությունը հնարավորություն է ընձեռնում առանձնացնել բանկային քաղաքականության ձևավորման և իրականացման ոլորտները: Ներկայացված դասակարգման հիմքում տեղակայված է բանկային քաղաքականության առանձին տարրերի հեռանակարության և գործնական նշանակության սկզբունքները ռազմավարական նպատակների ձեռք բերման տեսանկյուններից:

Առանձին հեղևակներ տոկոսային քաղաքականությունը մեկնաբանում են դրա իրականացման ոլորտով. «Առևտրային բանկի տոկոսային քաղաքականությունը արտահայտվում է ըստ դրական տիվ և պասիվ գործառնությունների տոկոսադրույքների դինմիկայում»: Նման մոտեցման դեպքում տոկոսային քաղաքականության բովանդակությունը փաստացի չի բացահայտվում, այլ միայն նկարագրվում է դրա իրականացման ոլորտը (ինչում այդ քաղաքականությունը արտահայտված է):

Առանձնահատուկ կարելի է նշել սահմանումը, որը տրված է Ա. Յոլ. Սիմանովսկու աշխատանքում.³⁷ «...ամենաընդհանուր ձևով կարելի է առևտրային բանկերի տոկոսային քաղաքականությունը սահմանել որպես պասիվ և ակտիվ տոկոսադրույքների կարգավորման ոլորտի քաղաքականություն, որը կողմնորոշված է իրացվելիության, շահութաբերության և գործառնությունների

³⁵ Егорова Н.Е., С мулов АМ Предприятие и банки: Взаимодействие, экономический анализ, моделирование. - М.: Дело, 2002- С.43

³⁶ Экономический анализ деятельности банка./Учебное пособие под ред. Мамоновой ИД.-М.:«ИНФРА-М», 1996-С.57.

³⁷ Симановский Л.Ю. Процентные ставки коммерческих банков: уровень и факторы.//Деньги и кредит-1991-№9-С.32

զարգացման ապահովմանը»: Տվյալ մեկնաբանության մեջ հաջողված է քաղաքականության սահմանումը քաղաքականության միջոցով, սակայն դրանում առանձնացված են տոկոսային քաղաքականության երկու հիմնական կառուցվածքային տարրեր. ակտիվ և պասիվ տոկոսադրույքերի կարգավորում և տոկոսային քաղաքականության հինական նպատակները. իրացվելիության, շահութաբերության և գործառնության ունեցի զարգացման ապահովում:

Ուշադրության է արժանի տոկոսային քաղաքականության սահմանումը, որը տրվել է Գ. Ս. Պանովի «Առևտրային բանկի վարկային քաղաքականություն» աշխատանքում. «Բանկի մակարդակում իրականացվող տոկոսային քաղաքականությունը ընդհանուր ձևով կարելի է սահմանել որպես տոկոսադրույքների կարգավորման ոլորտում ռազմավարություն և մարտավարություն, որոնք ողղված են բանային գործառնության զարգացման, իրացվելության և շահութաբերության ապահովմանը»³⁸: Սակայն այս սահմանումը ունի բավականին լայն մեկնաբանություն և այդ իսկ պատճառով պահանջում է կոնկրետացում: Ինչպես նշվել է վերևում, տոկոսային քաղաքականությունը իրականացվում է մարտավարական և գործառնական քաղաքականության մակարդակում, առևտրային բանկի տոկոսային քաղաքականությունը՝ դա մարտավարություն և գործառնական կառավարում է: Միևնույն ժամանակ տոկոսային քաղաքականության կառավարման գործընթացը կախվածության մեջ է գտնվում ընդհանուր բանկային ռազմավարությունից: Տոկոսային քաղաքականությունը որպես բանկային քաղաքականության առանձին տարր ունի իր կիրառության ոլորտը՝ տոկոսադրույքների կարգավորում, և կողմնորոշված է ընդհանուր բանկային նպատակների ձեռք բերմանը, վերջիններիս ընտրությունը հիմնավորված է առավել վաղ՝ շահույթ, իրացվելիություն, հուսալիություն և զարգացում:

Կատարված եզրակացությունների հիման վրա, ձևակերպենք առևտրային բանկի տոկոսային քաղաքականության սահմանումը. առևտրային բանկի տոկոսային քաղաքականությունը՝ ակտիվային և պասիվային գործառնությունների տոկոսադրույքների

³⁸ Панова Г.С. Кредитная политика коммерческого банка. - М :ИКЦ «ДИС», 1997- С. 71

կառավարման ոլորտում մարտավարություն և գործառնական կառավարում է բանկի գործառույթների զարգացման, հուսալիության, շահութաբերության և իրացվելիության ապահովման նպատակներով:

Ինչպես հետևում է սահմանումից, առևտրային բանկի տոկոսային քաղաքականության օբյեկտ հանդիսանում է տոկոսադրույթների որոշակի համակարգ, ընդ որում տոկոսային քաղաքականությունը ենթադրում է տոկոսային հարաբերությունների կառավարում՝ բոլոր ձևերում և տարատեսակներում, ինչպես ռեսուսների ընդգրկման, այնպես նաև դրանց բաշխման ոլորտներում: Ըստ ձևի տոկոսային քաղաքականությունը հանդես է գալիս կիրառվող որոշումների ձևով, իսկ ըստ բովանդակության նման որոշումները հենվում են բանկի զարգացման ընտանված ռազմավարությանը և ընդգրկում տոկոսային հարաբերությունների ոլորտի վրա ազդեցության մեթոդները:

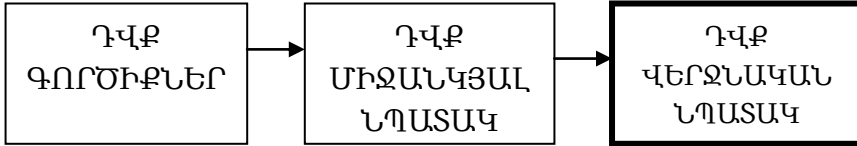
Առևտրային բանկի տոկոսային քաղաքականության ձևավորման վրա էական ազդեցություն ունի նաև պետության կողմից վարվող տնտեսական քաղաքականությունը: Ցանկացած երկիր զարգացման որոշակի էտապում իր առջև դնում է այդ ժամանակի պահանջներին և ստեղծված իրավիճակին համապատասխանող մակրոտնտեսական նպատակներ: Անշուշտ, վերջիններիս համահունչ իր նպատակների շրջանակն է ձևավորում նաև տվյալ երկրի գլխավոր բանկը, նամանավանդ, երբ այն, օրենքով իրեն ընձեռած անկախության պայմաններում, ինքնուրույն է մշակում և իրականացնում դրամավարկային քաղաքականություն: Եվ այն բանից, թե որքանով են կենտրոնական բանկի կողմից ընտրված նպատակներն ու դրանց հասնելու ուղիները ներդաշնակվում տվյալ պահին տիրող տնտեսական ու ֆինանսական մթնոլորտին, մեծապես կախված է վարվող դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետությունը:

Երկրների մեծ մասում կենտրոնական բանկերը գլխավոր խնդիր են ընտրում գների կայուն մակարդակի և ցածր գնաճի ապահովումը: Չատկապես անցումային տնտեսություններում, ինչպիսին է նաև Չայաստանը, որոնց հատուկ էին գերգնաճային դրսևորումները, ԿԲ-ի

բոլոր ջանքերն ուղղվում էին գների սրընթաց աճի կանխմանն ու աստիճանաբար դրանց տեմպերի նվազեցմանը: Այս հարցում իր ուրույն դերն ու նշանակությունն է ունեցել ԿԲ-ի կողմից վարվող դրամավարկային քաղաքականությունը, մասնավորապես՝ դրամի առաջարկի կարգավորման գործընթացը:

Դրամավարկային քաղաքականության մշակման գործընթացը ներառում է հետևյալ երեք էտապները.

- 1) դրամավարկային քաղաքականության **գործիքների** ընտրություն,
- 2) **միջանկյալ նպատակների** սահմանում, օրինակ՝ դրամական ազդեցատներ և տոկոսադրույքներ / փոխարժեքներ,
- 3) **վերջնական նպատակների** սահմանում, այսինքն՝ գնաճի և վճարային հաշվեկշռի նպատակային ցուցանիշներ:



Գծապատկեր 2: Դրամավարկային քաղաքականության իրականացման ընթացքի շղթայական կառուցվածքը³⁹

Դրամավարկային քաղաքականության միջանկյալ և վերջնական նպատակների ամբողջությունը իրենցից ներկայացնում են ԴՎՔ ռազմավարությունը:

Որպես պետության տնտեսական քաղաքականության բաղկացուցիչ, դրամավարկային քաղաքականությունն ունի իր վերջնական նպատակը, որի իրագործմանն են նպատակաուղղված Կենտրոնական բանկի հիմնական գործողությունները: Որպես կանոն, դրամավարկային քաղաքականության վերջնական նպատակներն ամրագրվում են օրենսդրական ակտերում և Կենտրոնական բանկը հաշվետու է օրենսդիր մարմնին՝ դրա իրագործման ընթացքի վերաբերյալ: Դրամավարկային

³⁹ Ֆինանսների, դրամաշրջանառություն և վարկ: Գլխ. խմբ.՝ Լ.Յ. Բադանյան; Յայ աստանի պետական տնտեսագիտական համալսարան, Երևան 2010թ., էջ 508

քաղաքականության վերջնական նպատակները բնութագրելիս և սահմանելիս օրենսդիրն առաջնորդվում է տվյալ պետության սոցիալ-տնտեսական զարգացման ծրագրում ամրագրված դրույթներով և տվյալ ժամանակահատվածում երկրի զարգացման գերակայություններով:

Դրամավարկային քաղաքականության բնագավառում կան մի շարք հարցեր, որոնց նկատմամբ մոտեցումն համընդհանուր է, անկախ այն բանից, թե տնտեսական զարգացման ինչ փուլում է գտնվում երկիրը: Մասնավորապես, վերջին 20 տարվա ընթացքում բոլոր արդյունաբերական զարգացած երկրներում դրամավարկային քաղաքականության իրականացումը զարգացել է նմանատիպ ձևով, այն է՝ կարգավորման ուղղակի գործիքներից (տոկոսադրույթների և դրամական ագրեգատների ուղղակի կարգավորում) անցում անուղղակի վերահսկման համակարգին՝ դրամական շուկայում տոկոսադրույթների կարգավորման միջոցով: Նույն այս ուղիով են անցել նաև շուկայական հարաբերություններին անցում կատարող, զարգացող կամ թույլ զարգացած երկրները: Տարբերությունն այստեղ միայն ժամկետների և զարգացման փուլերի մեջ է, որն էապես կախված է երկրի տնտեսության առանձնահատկություններից, կառուցվածքային տեղաշարժերից, ինչպես նաև առկա ներուժից և դրա օգտագործման հնարավորություններից:

Շուկայական հարաբերությունների անցման սկզբնական փուլում ԿԲ-ն կիրառում է ուղղակի գործիքներ, որոնք, ըստ էության ԿԲ-ի կողմից ուղղակի միջամտություն է բանկերի հիմնական գործունեությանը: Ուղղակի գործիքները դրանք հիմնականում ներգրավվող և տրամադրվող միջոցների ծավալային և տոկոսադրույթային սահմանափակումներն են: Այսինքն Կենտրոնական բանկը իր մեխանիզմները կիրառում է անմիջապես ակտիվային և պասիվային գործառնությունների նկատմամբ: Շուկայական հարաբերությունների զարգացմանն ու \$ինանսական շուկայի ընդլայնմանը գուճընթաց ԿԲ-ներն աստիճանաբար անցում են կատարում առավելագույնս շուկայական տարր պարունակող և շուկայական պարամետրերի վրա հիմնված լծակների՝ դրամավարկային անուղղակի գործիքների կիրառմանը:

Կենտրոնական բանկը Հայաստանի Հանրապետության ֆինանսական շուկայում հանդես է գալիս դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիքներով, որոնք, ըստ կիրառման նպատակի, բաժանվում են 4 խմբի⁴⁰ :

1. **հիմնական վերաֆինանսավորման գործիք**, Այս գործիքի կիրառմամբ ՀՀ Կենտրոնական բանկը իրականացնում է ռեպո գործարքներ, այդպիսով կառավարելով կարճաժամկետ իրացվելիության մակարդակը Առյուսակ 2-ում ներկայացված է վերջին տարիներին վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի դինամիկան:

⁴⁰ Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիքներ և դրանց կիրառման մեխանիզմներ, էջ 6 <https://www.cba.am/am/Site/Pages/fmoregultion.aspx>

Աղյուսակ 2: Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի դինամիկան 33-ում⁴¹

Սահմանման ամսաթիվ	Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք
14/02/2017	6%
27/12/2016	6.25%
15/11/2016	6.5%
27/09/2016	6.75%
16/08/2016	7.25%
28/06/2016	7.5%
17/05/2016	7.75%
29/03/2016	8.25%
16/02/2016	8.5%
22/12/2015	8.75%
10/11/2015	9.75%
11/08/2015	10.25%

Ինչպես երևում է աղյուսակից, վեջին տարիներին Կենտրոնական բանկի կողմից վարվել է խթանող դրամավարկային քաղաքականություներն ինչի իրականացման համար ԿԲ-ն շարունակաբար նվազեցրել է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը 10.25-ից մինչև 6 տոկոս:

2. ճշգրտող գործիքներ: Այս գործիքների կիրառումը իրենից ենթադրում է Կենտրոնական բանկի նախաձեռնությամբ ռեպո, հակադարձ ռեպո, արտարժույթի տրամադրման և ներգրավման սվոփ, ինչպես նաև դրամական միջոցների ներգրավման սակարկություներով գործարքների իրականացում: Այս գործիքների հիմնական առաքելություննը կայանում է իրացվելիության և տոկոսադրույքների կարճաժամկետ շեղումները օպերատիվ և ճկուն կերպով կարգավորելը:

⁴¹ Աղբյուրը՝ 33 ԿԲ պաշտոնական կայք, Շուկայական գործառնություններ բաժին <https://www.cba.am/am/SitePages/fmompiinterestrates.aspx>

3. կառուցվածքային գործիքները հնարավորություն են տալիս Կենտրոնական բանկին պարտատոմսերի թողարկում ինչպես նաև երկարաժամկետ վերաֆինանսավորման գործիքի (ռեպո), պարտատոմսերի և արտարժույթի առքուվաճառքի գործարքների իրականացում: Գործիքների հիմնական առանձնահատկությունը պայմանավորված է համեմատաբար երկար ժամանակահատվածով շուկայի մասնակիցներին իրացվելիության տրամադրման և շուկայի մասնակիցներից իրացվելիության ներգրավման հնարավորություններով:

4. մշտական հնարավորության գործիքներ - Բանկերի նախաձեռնությամբ դրամական միջոցների ներգրավման կամ տրամադրման գործիքների կիրառում: Գործունենության ընթացքում բանկերին անհրաժեշտ է լինում ճշգրտել իրացվելիության մեկօրյա շեղումները, ինչի համար այս խմբի գործիքները մշտական հնարավորություն են ստեղծում և սահմանում են կարճաժամկետ տոկոսադրույքների հավանական տատանումների միջակայքը:

Գների կայունության խնդրի իրագործման նպատակով Կենտրոնական բանկը մշակում, հաստատում և իրականացնում է դրամավարկային քաղաքականության ծրագրեր⁴²: Իրականացվում է մակրոտնտեսական փաստացի իրավիճակի և սպասումների վերլուծություն, որի հիման վրա էլ մշակվում է իրականացվելիք դրամավարկային քաղաքականության հիմնական ուղղությունները:

Այժմ ուսումնասիրենք թե ինչպես է դրամավարկային քաղաքականության գործիքների կիրառումը ազդում առևտրային բանկերի տոկոսադրույքների վրա: Եթե ԿԲ-ն իջեցնում է հաշվարկային տոկոսադրույքը, ակնկալում է առևտրային բանկերի կողմից վարկերի ձեռքբերման հանդեպ հետաքրքրության մեծացում, հետևաբար՝ վարկերի տրամադրման գործում դրանց ակտիվության աճ, և վերջին հաշվով, տնտեսության մեջ փողի առաջարկի ավելացում: Դրա հետևանքով իջնում է առևտրային բանկերի վարկերի դիմաց տոկոսադրույքը, և ավելանում երկրի ներդրումային ակտիվությունը: Իսկ եթե ԿԲ-ն բարձրացնում է հաշվարկային տոկոսադրույքը, տեղի է ունենում հակառակ գործընթացը, և

⁴² «ՀՀ կենտրոնական բանկի մասին» ՀՀ օրենքի 6-րդ հոդված

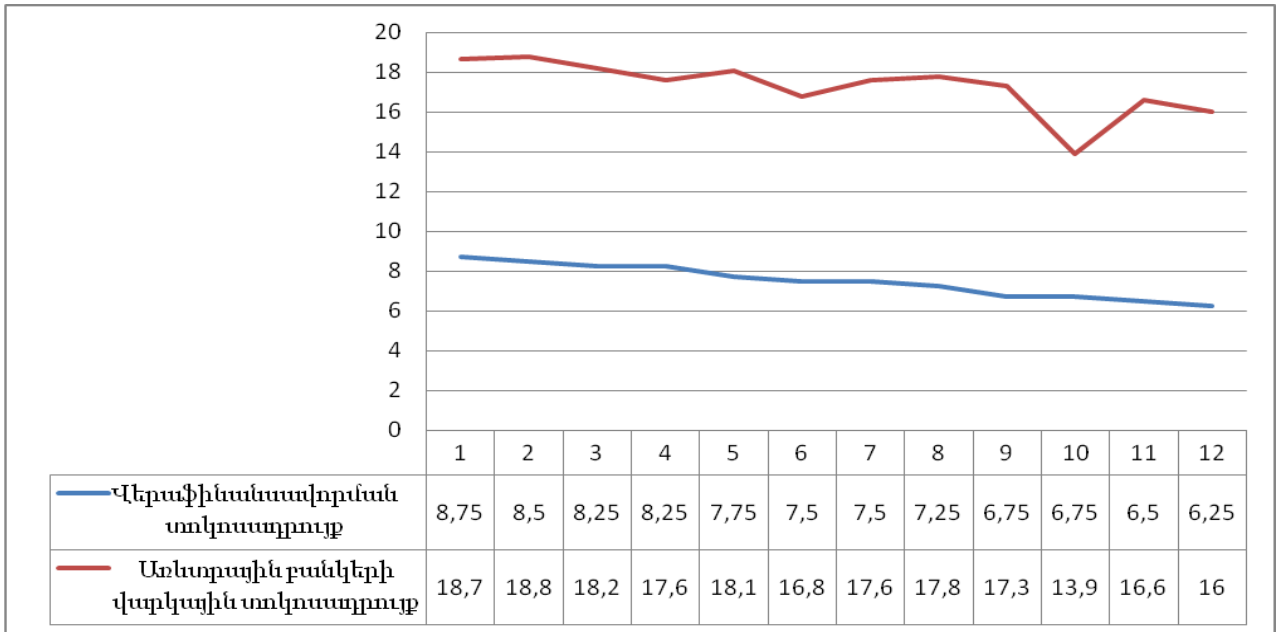
տոկոսադրույքը բարձրանում է՝ նվազեցնելով երկրի ներդրումային ակտիվությունը:

Առաջին դեպքում իրականացվում է «էժան» փողերի, իսկ երկրորդ դեպքում՝ «թանկ» փողերի կոշտ քաղաքականություն: Չափարկային տոկոսադրույքի քաղաքականության նպատակը վարկային ինստիտուտների վերաֆինանսավորման պայմանների փոփոխության միջոցով փողի շուկայի և կապիտալի շուկայի իրավիճակի վրա ազդելն է: Բաց շուկայում գործառնությունները տոկոսադրույքի քաղաքականության արդյունավետության բարձրացման գործիք են: Դրանց գործողության մեխանիզմը հիմնված է պետական արժեթղթերի և այլ վարկային պարտավորությունների գնման և վաճառքի վրա: Բաց շուկայի գործառնությունների առանձնահատկությունն այն է, որ դրանք իրականացվում են ոչ թե շուկայական տոկոսադրույքներով, այլ նախապես որոշված կուրսով: Տոկոսադրույքները սահմանվում են դիֆերենցված ձևով, ԿԲ կողմից՝ էլ նեյով արժեթղթերի ժամկետից: Այսպես, եթե անհրաժեշտ է ընդլայնել փողի գանգվածը, ԿԲ-ն վաճառքի է հանում պետական արժեթղթեր, այսինքն՝ իրականացնել գնումներ բաց շուկայում: Իսկ եթե ԿԲ-ն որոշում է կրճատել փողի քանակը, ապա տե գնում վաճառված արժեթղթերը:

Պարտադիր պահուստավորման քաղաքականությունը, որպես երկրի տնտեսության դրամավարկային կարգավորման գործիք, առավել գործունե միջոցներից է, որով ԿԲ-ն ազդում է բանկերի կանխիկ դրամի ռեսուրսների ծավալի և դրանց հնարավորությունների վրա: Պարտադիր պահուստավորման քաղաքականությունը կարելի է վերագրել փողի շուկայի վրա պետության ազդեցության ուղղակի, վարչական մեթոդներին: Պարտադիր պահուստավորման նորմի բարձրացումը նվազեցնում է առևտրային բանկերի՝ վարկային փողերի ստեղծման հնարավորությունները: Նորմի իջեցումը ունենում է հակառակ ազդեցություն: Առաջին դեպքում տոկոսադրույքը բարձրանում է, երկրորդ դեպքում՝ իջնում: Դրան համապատասխան էլ ներդրումային ակտիվությունն առաջին դեպքում իջնում է,

Երկրորդ դեպքում՝ բարձրանում ու պայմանավորում տնտեսական աճի տեմպերի փոփոխությունը:

Այժմ ուսումնասիրենք ՀՀ-ում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի և առևտրային բանկերի վարկային տոկոսադրույքի փոխառընչությունն ու դինամիկան 2016 թվականին:



Գծապատկեր 3: ՀՀ-ում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի և առևտրային բանկերի վարկային տոկոսադրույքի դինամիկան 2016 թ-ին⁴³(% ըստամիսների):

Ինչպես երևում է գծապատկերից, 2016 թվականի ընթացքում ՀՀ Կենտրոնական բանկը շարունակաբար նվազեցրել է վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը, այդպիսով վարելով խթանող դրամավարկային քաղաքականություն: Տարվա ընթացքում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը վերանայվել է 8 անգամ, շարունակաբար նվազելով այն 8.75% -ից իջեցվել է մինչև 6.25%: Չուգահեռաբար նվազում է դիտարկվել նաև առևտրային բանկերի կողմից տրամադրվող վարկային տոկոսադրույքի մակարդակում,; Եթե 2016 թվականի հունվար ամսին այն 18.7 տոկոս էր, արդեն դեկտեմբեր ամսին ցուցանիշը հասել էր 16 տոկոսի մակարդակին:

Կենտրոնական բանկի կողմից վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի մակարդակի նման փոփոխությունը ունի իր բացատրությունը: Մասնավորապես, համաձայն ՀՀ Կենտրոնական

⁴³ Գծապատկերը կառուցվել է ՀՀ ԿԲ պաշտոնական կայքում հրապարակված տվյալների հիման վրա

բանկի հրապարակման, առաջարկի գործունեության անվազել են տնտեսական աճի 2016 թվականի համար գնահատականները: Սրան գուգահեռ աստիճանաբար վերականգնվում է նաև ներքին պահանջարկը, որի մեջ էական դերակատարում ունի վերջին երկու տարիներին իրականացված խթանող հարկաբյուջետային և դրամավարկային քաղաքականությունները⁴⁴:

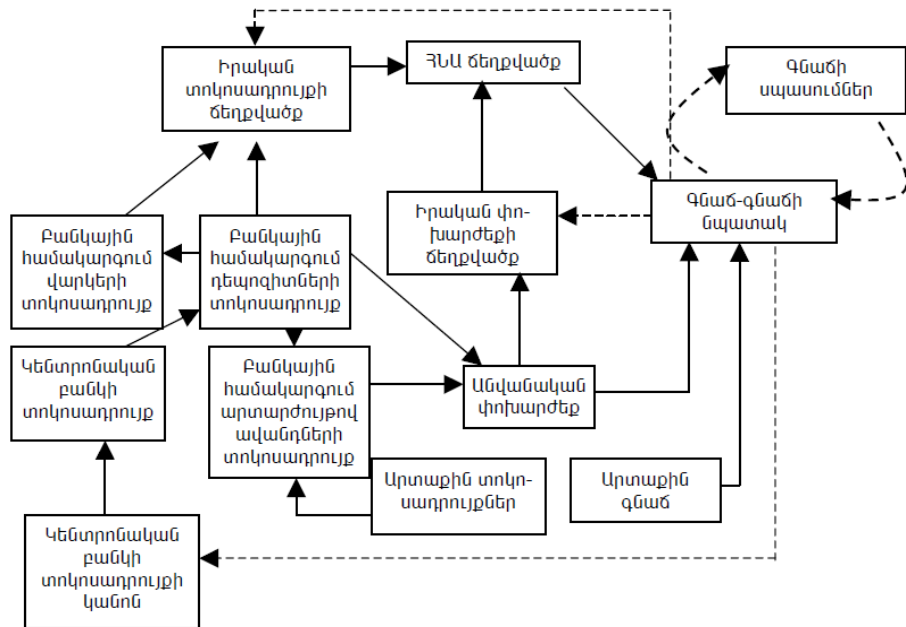
2016 թվականին մեր երկրի տնտեսությունը բավականին բարձր տնտեսական բարձր ակտիվությունից դրսևորեց, ինչից հետո հրապարակված տվյալները վկայում են տնտեսական աճի առաջիկա կանխատեսումների վատթարացման մասին: Հիմնվելով կանխատեսումների վրա վերանայվել են նաև կենտրոնական բանկի ներքին պահանջարկի զարգացումների վերաբերյալ սպասումները: Դեռևս պահպանվող համեմատաբար բարձր արտաքին պահանջարկը այլևս ամբողջությամբ չի փոխառուցում թույլ ներքին պահանջարկը, ինչը պարունակում է լուրջ ռիսկեր, որ անվազման ուղղությամբ շեղում կարձանագրվի գնաճի կանխատեսված ցուցանիշի համար:

Այս և մի շարք այլ գործունեության վրա հիմնվելով կենտրոնական բանկը շարունակում է դրամավարկային քաղաքականության պայմանների մեղմացումը, ի հարկե հաշվի առնելով նաև այն հանգամանքը, որ ՀՀ կառավարությունը 2017 թվականի համար ՀՀ կառավարությունը նախանշել է իրականացնել գույքարժեքային քաղաքականություն:

Խոսելով տոկոսադրույքի և տնտեսության իրական հատվածի փոխկապվածության մասին, նշենք, որ պետական ցանկացած քաղաքականություն միտված է թողարկման ծավալների ավելացմանը և բնակչության կենսամակարդակի բարելավմանը: Համաձայն տնտեսական վերլուծությունների, դրամավարկային քաղաքականությունը ևս, թողարկման վրա ունի իր ուրույն ազդեցությունը, որն արտահայտվում է ամբողջական պահանջարկի վրա ունեցած ազդեցությամբ: Վերջինս իրականացվում է տարբեր փոխանցումային լծակների միջոցով⁴⁵:

⁴⁴ Աղբյուրը՝ <https://www.cba.am/am/SitePages/pmessagesannouncements.aspx>

⁴⁵ Ա. Թևիկյան, Դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության մեխանիզմները տնտեսության և գործարար միջավայրի վրա, 21-րդ դար, թիվ 1 (41), 2012 թ, էջ 84



Գծապատկեր 4: Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմը ՀՀ-ում⁴⁶:

Գծապատկեր 4-ում ընդհանրական ձևով ներկայացված է ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմների մոդելի հիմնական ուղիները: Հոծ գծով ներկայացված է ազդեցության միակողմանի ուղին, իսկ կետագծերով՝ ապագա արժեքի հետադարձ ազդեցությունը:

Վերլուծելով փոխանցումային խողովակների ազդեցությունը Հայաստանի հանրապետությունում, պետք է փաստենք, որ դրանց զգալի մասը մեր երկրում արդյունավետ չի գործում, ինչը պայմանավորված է մի շարք պատճառներով: Բացառություն են կազմում բացառություն են կազմում բանկային վարկավորման, փոխարժեքի և դրամավարկային քաղաքականության լծակները: Տարբեր հեղինակների կողմից իրականացված մոդելային վերլուծությունները ցույց են տվել, որ փոխարժեքի խողովակի ազդեցությունը գնի վրա թույլ է, չնայած այն ուժեղանում է ապադուլարացման ընթացքում⁴⁷: Մեր երկրում դուլարացման մակարդակը շարունակում է մնալ շատ բարձր, և այս պարագայում դեռ վաղ գարգացման փուլում է գտնվում վերաֆինանսավորման

⁴⁶ Ա. Մկրտչյան, Ա. Ստեփանյան, Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմների մակրոմոդելը Հայաստանի Հանրապետության համար, ՀՀ ԿԲ հետազոտություններ, 2008 թ, էջ 89

⁴⁷ Anna Rose Bordon and Anke Weber, The Transmission Mechanism in Armenia: New Evidence from a Regime Switching VAR Analysis1, IMF Working Paper, 2010.

տոկոսադրույքի գնաճի նպատակադրման որպես գործառնական նպատակ օգտագործումը: Ելելով վերոնշյալի վրակարող ենք փաստել, որ Հայաստանի ֆինանսական համակարգը կարելի է բնութագրել որպես բանկային ֆինանսական համակարգ: Այդ մասին է փաստում նաև ՀՀ կենտրոնական բանկի կողմից հրապարակված ֆինանսական կայունության վերլուծությանը, համաձայն որի ՀՀ ֆինանսական համակարգի գերակշիռ մասը իրենից ներկայացնում է բանկային ոլորտը: Այս ամենի արդյունքում ստացվում է մի այնպիսի պատկեր, որ վարկավորման տոկոսադրույքը կախված չէ տնտեսական աճից, և կենտրոնական բանկի վերաֆինանսավորման քաղաքականությանը էական ազդեցություն չի ունենում տրամադրված վարկերի ծավալի վրա:

Գծապատկեր 4-ում ներկայացված ՀՀ ԴՎՔ փոխանցումային մեխանիզմի մոդելը կարելի է դասել նեոքեյնսյան տիպի մոդելների շարքին⁴⁸: Այս մոդելը հնարավորություն է տալիս միջնաժամկետ հատվածում իրականացնել մակրոտնտեսական փոփոխականների կանխատեսում, ինչպես նաև հնարավորություն է տալիս որոշել կարճաժամկետ ռեպրոդուկցիայի գործարքների տոկոսադրույքները:

Հաշվի առնելով վերոնշյալը՝ կարող ենք սահմանել բանկի տոկոսային քաղաքականության հիմնական սկզբունքները.

1. Խթանել շահույթի ստացմանը կամ ստեղծել պայմաններ՝ այն ապագայում ստանալու համար
2. Կարգավորել տոկոսադրույքի արժեքը վարկային և ավանդային գործառնությունների համար, սահմանել այնպես, որ այն ապահովի բանկային գործառնությունների շահութաբերությունը և ծախսերի էլաստիկությունը
3. Հետևողական լինել վարկերի և ավանդների համար նախատեսված ժամկետների
4. Պահպանել իրացվելիության հավասարակշռությունը
5. Նվազագույնի հասցնել տոկոսադրույքի ռիսկը

Առևտրային բանկը յուրաքանչյուր գործարքի համար տոկոսադրույք հաշվարկելիս հաշվի է առնում բազային

⁴⁸ Schmitt-Grohe, Closing small open economy models, Journal of international economics, 61, 2003

տոկոսադրույքի մակարդակը և վարկային համաձայնության ռիսկի բավարարումը:

Բանկը կարող է իրականացնել տոկոսադրույքի փոփոխություններն տրված վարկի պայմաններում՝ համաձայն ԿԲ-ի և այլ իրավասու մարմինների կողմից առաջադրված տոկոսադրույքի, որոնք նպատակ ունեն կայունացնել և կարգավորել դրամաշրջանառությունը:

Վարկերի լողացող տոկոսադրույքները կարող են ավելի ցածր լինեն, քան ֆիքսված տոկոսադրույքները, քանի որ այստեղ վարկառուի ռիսկն ավելի բարձր է (եթե տոկոսադրույքն ավելանա, ապա դա բանկին կբերի ամսական ավելի բարձր վճարումներ): Լողացող տոկոսադրույքով վարկերը բանկի համար առավել նպաստավոր են, քանի որ այն կարողանում են պաշտպանվել հնարավոր ավանդների տոկոսադրույքից և վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքից⁴⁹:

Ցանկացած տոկոսադրույքի դեպքում (վարկի, ավանդի) տոկոսային քաղաքականության մեջ կամեկ ընդհանրությունն է. դա պետության դրամավարկային քաղաքականությունն է և ԿԲ-ի ազդեցությունը: Նրանք ազդեցություն ունեն առևտրային բանկերի տոկոսադրույքի մակարդակի վրա՝ օգտագործելով միջոցները, որպես կառավարման և կարգավորման գործիքներ: Առաջինը կարելի է ներառել տոկոսադրույքի վերին մակարդակի սահմանափակումը, ապա տոկոսադրույքների միջև տարբերությունը, զեղչված և վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի ստեղծումը, տոկոսադրույքի սառեցումը և այլն: Այս գործիքների վրա անուղղակի կերպով ազդում են՝ ԿԲ-ի կողմից սահմանված պարտադիր պահուստների մակարդակը, առևտրային բանկերի կողմից առաջարկված վարկերի չափը, գինը և պայմանները, իրացվելիության գործակիցները և այլն:

Բանկի հարկային համակարգը նույնպես կապված է տոկոսադրույքի ուղղակի ազդեցության գործոնների հետ: Փոփոխված հարկային դրույքաչափը ուղղակի կերպով ազդում է տոկոսադրույքի մակարդակի վրա: Որքան դրանք բարձր են, այնքան բարձր են նաև վարկերի տոկոսադրույքները և հակառակը: ԿԲ-ի

⁴⁹ Ասատրյան Բ., Բանկային գործ, Երևան 2004թ., «Սարվարդ հրատ.» էջ 147

ռեզերվային պահանջների բարձրացումը նույնպես հանգեցնում է վարկերի տոկոսադրույքի բարձրացմանը⁵⁰:

Այսպիսով, բանկային համակարգի երկմակարդակությունը դրսևորվում է նաև տոկոսային քաղաքականության ձևավորման ընթացակարգում: Երբ կենտրոնական բանկը իր կողմից կիրառվող գործիքների և մեխանիզմների միջոցով փորձում է կարգավորել ֆինանսական շուկայում տոկոսադրույքի մակարդակը: Այդ քաղաքականության արդյունքում բանկերը դառնում են տոկոսային քաղաքականության հիմնական կրողները և յուրօրինակ միջնորդ են հանդիսանում երկրի ֆինանսական և իրական հատվածների միջև:

⁵⁰ Գ. Թառումյան, Բանկերի ֆինանսական վերլուծության հիմունքները, Երևան 2003թ, էջ 18-22

1.3 Տոկոսադրույքի և տնտեսական աճի միջև կապի տեսական մոդելները

Տարբեր տեսական հայացքների շրջանակներում տնտեսական աճի վրա տոկոսադրույքի ազդեցության ուղղությունները զգալիորեն տարբերվում են: Ներդրումային և ծակների վերլուծության մի շարք մոտեցումներ մատնացույց են անում տոկոսադրույքի և թողարկման միջև բացասական կապը: Այսպես՝ օրինակ, *Տոբինի* աճի մոնետար մոդելը, որը համարվում է կապիտալի այլընտրանքային ակտիվ, կանխատեսում է միջնաժամկետ հատվածում ֆինանսական ավելի բարձր եկամտաբերության բացասական ազդեցությունը կապիտալի պահանջարկի վրա, սակայն ոչինչ չի ասում կարճաժամկետ հատվածի վերաբերյալ⁵¹: Դրամի կամ այլ այլընտրանքային ակտիվների առաջարկի և պահանջարկի վրա ազդելով, և այդ իսկ միջոցով փոխելով դրանց եկամտաբերությունը՝ կառավարությունը կարող է ազդել «ներդրողների համար ընդունելի» ներդրումների եկամտաբերության վրա⁵²: Մեկ այլ տեսություն, որը ստացել է *Տոբինի-գ* անվանումը, մատնացույց է անում ավանդների տոկոսադրույքի նվազեցման արդյունքում արժեթղթերի գների աճի փաստը, որը մոդելի համաձայն բերում է ներդրումների և հետևաբար՝ թողարկման աճի⁵³:

Ներդրումների նեոդասական տեսությունը (տես՝ *Հաավելի մոդի*⁵⁴ և *Ջորգենսոնի*⁵⁵ աշխատանքները), *ինչպես նաև նեոքենսյան մոդելները* (տես՝ *Վիկենսի աշխատանքները*), տոկոսադրույքի և թողարկման միջև բացասական կապը բացատրում են կազմակերպությունների կապիտալի ծախսերի վրա փաստացի տոկոսադրույքի բացասական ազդեցությամբ⁵⁶: Փաստացի գործնական ցիկլի տեսությունը, որը ներկայացված է *Քիդլենդի և Փրեսքոթի*⁵⁷, *Հանսենի*⁵⁸, *Քինգի և Ուոթսոնի*⁵⁹, *ինչպես նաև*

⁵¹ Tobin J. Money and economic growth // *Econometrica: Journal of the Econometric Society*. 1965. Vol. 33. № 4. P. 671–684.

⁵² Նույն տեղում

⁵³ Tobin J. A general equilibrium approach to monetary theory // *Money Credit Bank*. 1969. Vol. 1. No. 1. P. 15–29.

⁵⁴ Haavelmo T. A Study in the Theory of Investment. Chicago: The University of Chicago Press, 1960.

⁵⁵ Jorgenson D. Papers and Proceedings of the Seventy-Fifth // *American Economic Review*. 1963. Vol. 53. № 2. P. 247–259.

⁵⁶ Wickens M. *Macroeconomic Theory: A Dynamic General Equilibrium Approach*. Princeton University Press, 2008.

⁵⁷ Kydland F.E., Prescott E.C. Time to build and aggregate fluctuations // *Econometrica: Journal of the Econometric Society*. 1982. P. 1345–1370.

⁵⁸ Hansen G. Invisible Labor and the Business Cycle // *Journal of Monetary Economics*. 1985. Nov. № 16. P. 309–327.

կանխիկ վճարման մոդելները (տես՝ *Ֆուլերի* և *Ալվարեսի, Աթլենսոնի* և *Քեհոեի* աշխատանքները) վկայում են այն մասին, որ տեխնոլոգիական շոկի արդյունքում տոկոսադրույքի աճը հանգեցնում է աշխատանքի առաջարկի նվազեցման, ինչը բացասաբար է անդրադառնում թողարկման վրա: Աշխատանքային ցիկլի «հավասարակշիռ» տեսությունները (տես՝ *Լուկասի*⁶⁰, *Տոբինի* և *Բրեյնարդի*⁶¹ և *Ֆիշերի*⁶² աշխատանքները) ցույց են տալիս, որ գնաճի ակնկալվող տեմպի բարձրացումը նվազեցնում է ակնկալվող փաստացի տոկոսադրույքը և հանգեցնում է ներդրումային պորտֆելի տեղաշարժի, ինչն էլ՝ իր հերթին բացասական է անդրադառնում թողարկման վրա:

Մի շարք մոդելներ բացահայտում են տոկոսադրույքի ոչ միանշանակ ազդեցությունը թողարկման վրա: Այսպես՝ օրինակ, անվերադարձելի ներդրումների տեսության համաձայն⁶³ (տես՝ *Էրրոուի*, *Բարտելի* և *Կաբալերոի* աշխատանքները) տոկոսադրույքի աճը մի կողմից փոխառությունների պահումների աճի հաշվին բացասաբար է անդրադառնում թողարկման վրա, իսկ մյուս կողմից՝ գործակալների կողմից տոկոսադրույքի հերթական բարձրացման սպասումների պայմաններում ընթացիկ ժամանակահատվածում ներդրումների ավելացման հաշվին դրական ազդեցություն է թողնում թողարկման վրա և որպես հետևանք՝ ներդրումներ իրականացնելու որոշումը հետաձգելու հետ կապված՝ ծախսերի աճին: Բացի այդ, բաց տնտեսության մոդելները⁶⁴ բացահայտում են թողարկման վրա տոկոսադրույքի ազդեցության հետևյալ մեխանիզմները: Տոկոսադրույքի աճը հանգեցնում է ազգային արժույթի թանկացման, ինչը մյուս կողմից մեծացնում է միջանկյալ արտադրանքի ներմուծման ծավալը (արտադրության նյութեր և միջոցներ, այսինքն՝ մեծացնում է կապիտալում ներդրումները) և բերում է թողարկման աճի, իսկ մյուս կողմից նվազեցնում է ներքին արտադրանքի

⁵⁹ King R., Watson M. Money, prices, interest rates and the business cycle // The Review of Economics and statistics. 1996. P. 35–53.

⁶⁰ Lucas R.E. An equilibrium model of the business cycle // The Journal of Political Economy. 1975. Vol. 83. № 6. P. 1113–1144.

⁶¹ Tobin J., Brainard W.C. Asset markets and the cost of capital. // In: Economic Progress, Private Values, and Public Economic Journal. Amsterdam, 1977. Vol 96. P. 235–262.

⁶² Fischer S. Anticipations and the Nonneutrality of Money // The Journal of Political Economy. 1979. Vol. 87. № 2, P. 225–252.

⁶³ Arrow K.J. Optimal Capital Policy with Irreversible Investment // Capital and Growth, Papers in Honour of Sir John Hicks, 1968. P. 1–19.

⁶⁴ Wickens M. Macroeconomic Theory: A Dynamic General Equilibrium Approach. Princeton University Press, 2008.

մրցունակությունը և որպես հետևանք՝ արտահանումը և թողարկումը (սպառողական լծակը): Այսպիսով՝ բաց տնտեսության մոդելները շեշտադրում են անում տոկոսադրույքի ոչ միանշանակ ազդեցությունը թողարկման վրա:

Սպառման լծակների վերլուծության ժամանակ էական ուշադրություն է դարձվում միջանկյալ սպառողական ընտրության հարցին, և այստեղ թողարկման վրա տոկոսադրույքի ազդեցության ուղղության սահմանման համար գուտվարկատուների և վարկառուների հարաբերակցությունը տնտեսության մեջ համարվում է առանցքային: Ինչպես որ աճի նեոդասական մոդելները⁶⁵, այնպես էլ նեոքենսյան մոդելները բացատրում են, որ տոկոսադրույքի և թողարկման միջև դրական կապ կստեղծվի տնտեսության մեջ վարկատուների գերակայության դեպքում, քանի որ, տոկոսադրույքի աճը բերում է նրանց եկամտաբերության, հետևաբար՝ սպառման և թողարկման բարձրացմանը, իսկ բացասական կապը կստեղծվի վարկառուների գերակշռության դեպքում, քանի որ տոկոսադրույքի բարձրացման դեպքում նրանց եկամուտը նվազում է:

Նշենք նաև, որ Մաք Քինսոն-Շոուի մոտեցման համաձայն Ֆինանսական լիբերալիզացիան հանգեցնում է փաստացի տոկոսադրույքի դրական ազդեցությանը տնտեսական աճի տեմպի վրա՝ ինչպես կարճաժամկետ, այնպես էլ երկարաժամկետ հատվածում⁶⁶: Ֆինանսական լիբերալիզացիայի ներքո նկատի է առնվում տոկոսադրույքի բարձրացման ապահովումը մինչև դրանց հավասարակշիռ մակարդակները՝ համապատասխան մրցակցային ազատ շուկային: Ֆինանսական լիբերալիզացիային հաջորդում է Ֆինանսական ռեպրեսիայի շրջանը, երբ տոկոսադրույքները արհեստականորեն պահպանվում են ցածր անհավասարակշիռ մակարդակի վրա, ինչը բացասաբար է անդրադառնում խնայողությունների կուտակման և հերթական ներդրումների համար հիմքի ձևավորման վրա: Դրա հետ մեկտեղ, «նեոստրուկտուրալիզմի» մոտեցումը կանխատեսում է ստագֆլյացիա, այսինքն՝ կարճաժամկետում Ֆինանսական լիբերալիզացիայի արդյունքում բարձրացող գնաճ և

⁶⁵ Acemoglu D. Introduction to modern economic growth. Princeton University Press, 2008.

⁶⁶ McKinnon R.I. Money and capital in economic development. Brookings Institution Press, 1973.

ավելի ցածր տնտեսական աճը⁶⁷: Միջնաժամկետում հնարավոր է, որ խնայողությունների սահմանը կբարձրանա բավարարչափով, որպեսզի հնարավոր լինի հաղթահարել ակտիվների պորտֆելի կառուցվածքի շտկումների բացասական հետևանքները: Ընդհանուր առմամբ, նեոստրուկտուրալիստները գտնում են, որ եկամտաբերության ազդեցությունը ավելի ուժեղ է քան խնայողությունների ազդեցությունը, և կանխատեսում են փաստացի տոկոսադրույքի բացասական ազդեցություն տնտեսական աճի վրա:

Նշենք, որ վերը ներկայացված հայեցակարգերի շրջանակներում փաստացի տոկոսադրույքը դիտարկվում է որպես էնդոգեն մեծություն: Դա նշանակում է, որ փաստացի տոկոսադրույքի փոփոխությունները տեղի են ունենում անվանական կամ փաստացի փոփոխականների ցնցումների և տարբեր փոփոխական տնտեսական համակարգերի վրա դրանց տարածման հետևանքով: Կազմակերպության եկամուտը առավելագույնի հասցնող միկրոտնտեսական խնդրի լուծումից ստացված օպտիմալության պայմանները մատնացույց են անում փաստացի տոկոսադրույքի և կապիտալի սահմանային արդյունքի հավասարությունը:

Այս մոտեցման ընդհանրացումը, ընդհանուր առմամբ տնտեսության համար, որը մասնավորապես օգտագործվում է *դինամիկ-ստոխաստիկ* ընդհանուր հավասարակշռության մոդելներում, թույլ է տալիս խոսել այն մասին, որ բարձր փաստացի տոկոսադրույքը կարող է տեղ գտնել կապիտալի բարձր սահմանային արդյունքով պետություններում, ինչը նվազող սահմանային արդյունքի մասին ենթադրության հետևանքում, հնարավոր է միայն այն պետություններում, որոնցում կապիտալի կուտակման մակարդակը բավարարբարձր չէ, այսինքն՝ գարգացող պետություններում:

Փաստացի տոկոսադրույքի էկզոգեն բնույթի մասին նախադրյալների օգտագործումը համապատասխանաբար տեղի է միայն վերը նշված մոդելների առանձին կոմպոնենտների (հատվածների) դիտարկման դեպքում: Մասնավորապես՝ ընդհանուր հավասարակշռության բարդ դինամիկ մոդելներում հիմնական կապիտալի կուտակման գործընթացը հիմնականում ներկայացված է

⁶⁷Lin J.Y. New Structural Economics: A Framework for Rethinking Development // The World Bank Research Observer.2011. Vol. 26. №. 2. P. 193–221.

Ներդրումների ներդասական տեսության կողմից, որի շրջանակներում փաստացի տոկոսադրույքը համարվում է Էկզոգեն մեծություն, ինչը թույլ է տալիս հետևություններ անել տնտեսական աճի վրա տոկոսադրույքի ազդեցության գոյության մասին: Վերը ներկայացված մոդելներում տնային տնտեսությունների վարքագիծը, որպես կանոն, բնութագրվում է կյանքի ցիկլի տեսությամբ և մշտական եկամտի հիպոթեզով, ինչը նույնպես ենթադրում է կուտակված հարստության փաստացի վերադարձելիության սահմանված չափի Էկզոգեն բնույթ: Այդպիսի նախադրյալները նույնպես թույլ են տալիս հետևություններ անել տնտեսական աճի վրա տոկոսադրույքի (եկամտաբերության) միակողմանի ազդեցության մասին:

Այսպիսով, տնտեսության իրական հատվածի վրա տոկոսադրույքի ազդեցության բուլոր լծակները կարող են վերագրվել ներդրումների կամ սպառողական լծակներին: Առյուսակ 3-ում ներկայացված է տնտեսական աճի և տոկոսադրույքի միջև կապի բացատրության Էական տեսական մոտեցումների դասակարգումը: Ներկայացված տեսական մոդելների մեծ մասը մատնանշում են տնտեսական աճի և տոկոսադրույքի միջև բացասական կապի գոյությունը: Միևնույն ժամանակ, մի շարք մոտեցումներ ցույց են տալիս տնտեսական աճի վրա տոկոսադրույքի դրական ազդեցությունը: Նշենք, որ նմանատիպ մոտեցումները հիմնվում են բավականին ուժեղ ենթադրությունների վրա: Օրինակ՝ անվերադարձելի ներդրումների տեսությունը մատնանշում է գործակալների կողմից ակնկալվող տոկոսադրույքի բարձրացման, իսկ ներքենսյան մոդելը մատնացույց է անում տնտեսության մեջ տնային տնտեսություն-վարկատուների մեծ բաժնի առկայության անհրաժեշտությունը: Այսպիսով, տեսական գրականությունը ցույց է տալիս տնտեսության աճի տեմպի և տոկոսադրույքի միջև ինչպես բացասական, այնպես էլ դրական կապի գոյություն ունենալու հնարավորությունը, որը կսահմանվի որոշակի մոդելների հիմքում ընկած նախապայմաններով:

ԱՂՅՈՒ ՍԱԿ 3: ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ԱԾԻ ԿՐԱ ՏՈԿՈՍԱԴՐՈՒ ՅՔԻ ԱՉԴԵՑՈՒ ԹՅՈՒՆԸ ՔՆՆԱՐԿՈՂ ՏԵՍԱԿԱՆ ՍՈՂԵԼՆԵՐԻ ԴԱՍԱԿԱՐԳՈՒՄ⁶⁸

	Դրակն	Բացասական	Անորոշ (տարբեր մեխանիզմների գործունեության հետևանքով հնարավոր է ինչպես դրական, այնպես էլ բացասական ազդեցություն)
Ներդրումային ծակ	Մաքթիսոն – Շուի հիարթեզ (Մաքթիսոն, 1973; Շուի, 1973)	Տոբիսի ածի մոնատար մոդելը (Տոբիս, 1965); Ներդրումների նեոդասական տեսություն (Հալեմո, 1960; Ջորգենսոն 1963); Տոբիսի գ-տեսություն (Տոբիս, 1969); Նեոբեսայան մոդելներ (Վիքես, 2008); Փաստացի տնտեսական ցիկլի տեսություն (Քիլլենդի և Փրեսքոթ, 1982; Հանսեն, 1985; Քինգ և Ուոթսոն, 1995); «Հավասարակշիռ» տնտեսական ցիկլի տեսություններ (Լուկաս, 1975; Տոբիս և Բրեյնարդ, 1977; Ֆիշեր, 1979); Կանխիկ վճարման մոդելներ (Տոբիս, 1992; Ալվարես, Աթենսոն, Քեհոն 2002):	Անհետադարձելի ներդրումների տեսություն (Էրրոու 1968; Բերտոլ և Կաբալերո, 1994); Բաց տնտեսության մոդելներ (Վիքես, 2008)
Սպառողական ծակ	Բաց տնտեսության մոդելներ (Վիքես, 2008)		Նեոբեսայան մոդելներ (Վիքես, 2008); Ածի նեոդասական մոդելներ (Ասեմոգլու, 2008)

⁶⁸ Աղյուսակը կազմվել է հեղինակի կողմից, տնտեսական ածի վրատկոսարկույքի ազդեցությունը քննարկող տեսական մոդելների ուսումնասիրության արդյունքում: Ուսումնասիրության համար հիմք են հանդիսացել Մաքթիսոնի, Վիքեսի, Տոբիսի, Հալեմոի, Ջորգենսոնի, Քիլլենդի, Հանսենի, Ֆիշերի, Էրրոուի, Ասեմոգլուի, Ալվարեսի, Աթենսոնի, Քեհոնի և արտասահմանյան այլ հեղինակների աշխատանքները:

Հարցը այն մասին թե ինչ պիտի տոկոսադրույք է պետք օգտագործել տնտեսական աճի և տոկոսադրույքի միջև կապը ուսումնասիրելու դեպքում (անվանական թե փաստացի)՝ դեռևս բաց է մնում: Մի կողմից կապիտալի միջագրային շուկայի կատարելության, դրամային պատրանքի բացակայության⁶⁹ և ֆիքսված տոկոսադրույքով կապիտալի հետ կապված հարստության և վերաբաշխման նշանակալի ազդեցության մասին ենթադրության դեպքում տնտեսագիտությանը տոկոսադրույքը դիտարկում է որպես փոփոխական՝ կապված տնտեսական աճի տեմպի հետ: Մյուս կողմից, տնտեսական գործակալների վարքագծի և շուկաների գործունեության մեջ դրամային հոսքերի դերը հաշվի առնելու դեպքում կարևոր է համարվում անվանական տոկոսադրույքը⁷⁰: Բացատրությունը կայանում է այն բանում, որ նույնիսկ բացառապես ճիշտ կանխատեսված գնաճի հետևանքով անվանական տոկոսադրույքի բարձրացումը անչափ էական ազդեցություն է թողնում դրամային հոսքերի վրա:

Գործնականորեն, առանձին բարդություն է իրենից ներկայացնում փաստացի տոկոսադրույքի հաշվարկը, ինչը պահանջում է ինֆլյացիոն սպասումների գնահատում, որի մոդելավորումը իրենից ներկայացնում է ինքնուրույն խնդիր: Գործնականում, գնաճը և անվանական տոկոսադրույքը միաժամանակ չեն փոփոխվում, այսինքն՝ տոկոսադրույքը փոխվում է ժամանակի ընթացքում, սակայն տոկոսադրույքի և գնաճի փոփոխության ուղղությունները սովորաբար համընկնում են: Նման ձևով, փորձը ցույց է տալիս, որ զարգացող պետություններում փաստացի տոկոսադրույքը էականորեն փոխվում է ժամանակի ընթացքում, այն ժամանակ, երբ զարգացած պետություններում այդ ցուցանիշը համարվում է բավարար կայուն: Բացի այդ, անվանական տոկոսադրույքի և գնաճի ցուցանիշները զարգացող պետություններում ավելի բարձր են, քան զարգացած պետություններում:

⁶⁹Դրամային պատրանք է համարվում տնտեսական գործակալների կողմից մեծությունների անվանական փոփոխությունները ընկալելու հակումը, օրինակ՝ գների, վճարների, ակտիվներից ստացված եկամտի անվանական փոփոխությունները ընկալելու որպես իրական, այսինքն՝ հաշվի չառնել դրամի գնողունակության փոփոխությունները:

⁷⁰ Minsky H.P. Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles. In The Business Cycle and Public Policy, 1929–80: A Compendium of Papers Submitted to the Joint Economic Committee (JEC), Congress of the United States. Washington, D. C., 1980.

Ինչպես հայ տնի է, գոյություն ունեն փաստացի տոկոսադրույքի հաշվարկման երկու հիմնական մոտեցումներ: Փաստացի տոկոսադրույքը՝ «*ex post*» հաշվարկվում է որպես *t* ժամանակահատվածում անվանական տոկոսադրույքի և փաստացի տեղի ունեցած գնաճի տարբերություն, իր հերթին փաստացի տոկոսադրույքը՝ «*ex ante*» իրենից ներկայացնում է *t* ժամանակահատվածում անվանական տոկոսադրույքի և ակնկալվող գնաճի տարբերություն: Այսպիսով, *t* ժամանակահատվածում անվանական տոկոսադրույքից գնաճային սպասումների ադապտացման մասին նախապայմանի օգտագործման դեպքում հաշվարկվում է գնաճը *t* - 1 ժամանակահատվածում: Ռացիոնալ սպասումների դիտարկման դեպքում, փաստացի տոկոսադրույքը *ex ante* համընկնում է *ex post* տոկոսադրույքի հետ: Գործնականում, *ex post* և *ex ante* տոկոսադրույքների միջև տարբերությունը բնութագրում է տնտեսական գործակալների ինֆլյացիոն սպասումների առանձնահատկությունը և նրանց գնաճի փաստացի տվյալներից շեղման աստիճանը:

Նշենք, որ տնտեսական աճի տեմպին ուղղված փաստացի և անվանական տոկոսադրույքի ազդեցության չափն ու ուղղությունը էականորեն կախված է տնտեսության զարգացման մակարդակից, միջավայրի առանձնահատկություններից, միկրոտնտեսական իրավիճակից և այլն: Տնտեսական աճի վրա տոկոսադրույքի ունեցած ազդեցությունը դիտարկենք միջարքերկրների օրինակով:

Միջազգային փորձը ցույց է տալիս տնտեսական աճի վրա տոկոսադրույքի ազդեցության միջարք օրինակներ: Առանձին պետությունների փորձը, մասնավորապես՝ Բրազիլիա (2000-2008 թթ.), Թուրքիա (2002-2007 թթ.), Չինաստան (1980-2013 թթ.) և Չիլի (1984-2013 թթ.) ցույց է տալիս, որ բարձր փաստացի տոկոսադրույքի դեպքում հնարավոր է տնտեսական աճ գրանցել: Դիտարկված պետություններում մակրոտնտեսական ցուցանիշների վերլուծությունը ցույց է տվել, որ միջնաժամկետ և երկարաժամկետ ժամանակահատվածում տնտեսության աճի բարձր տեմպը կարող է տեղ գտնել բարձր տոկոսադրույքի դեպքում՝ հետևյալ մեխանիզմների հաշվին:

Առաջին հերթին՝ տոկոսադրույքի բարձրացումը նպաստել է գնաճի և գնաճային տատանողականության նվազեցմանը, ինչը արդիական էր Բրազիլիայի, Թուրքիայի և Չիլիի համար, որոնք մինչև բարձր տնտեսական աճ գրանցելը ունեցել են խոշոր արտարժույթային կամ բանկային ճգնաժամեր:

Երկրորդ՝ բարձր տոկոսադրույքը մեծացնում էր տնտեսության գրավչությունը օտարերկրյա կապիտալի համար, ինչը հանգեցրել է օտարերկրյա ուղղակի և արոտֆելային ներդրումների ներհոսքի:

Երրորդ՝ բարձր տոկոսադրույքները խթանել է տնային տնտեսությունների կողմից խնայողությունների կուտակումը, ինչը ճեղքում էր ստեղծել հիմնական կապիտալում հերթական ներքին ներդրումների ընդլայնման համար, և համաձայն տնտեսական աճի դասական մոդելների մատնանշում է տնտեսության մեջ հիմնական կապիտալի ոչ բավարար նախնական մակարդակը: Վերջին մեխանիզմը առավել ակնհայտորեն դրսևորվել է Յնդկաստանում և Չիլիում, որտեղ դիտարկվել են բարձր տնտեսական աճի երկարատև փուլեր, ինչը \$ինանսավորվում էր ներքին խնայողությունների կուտակման հաշվին: Նշենք, որ տեխնոլոգիաների ներմուծման արժեքի նվազեցումը բարձր ներքին տոկոսադրույքի հետևանքով ազգային արժույթի ամրապնդման հաշվին, դրական ազդեցություն է ունեցել Բրազիլիայում տնտեսական աճի տեմպի վրա:

Նշենք նաև, որ մեր կողմից դիտարկվող պետություններում տնտեսական աճի բարձր տեմպի ապահովմանը նաև նպաստել է ինստիտուցիոնալ բարեփոխումների իրականացումը: Թուրքիայում իրականացվել են բանկային հատվածի բարեփոխումներ (վերակազմավորում, սեփականաշնորհում, ինչպես նաև փոփոխություններ բանկային վերահսկողության ոլորտում), վաճառքի ազատականացում, հարկային ոլորտի բարեփոխումներ (կորպորացիաների շահույթահարկի և եկամտահարկի նվազեցում), աշխատանքային բարեփոխումներ, ինչը հանգեցրել է աշխատուժի մեջ կանանց մեծամասնության: Բացի այդ, կապիտալի հոսքին նպաստել է նաև պետական ձեռնարկությունների սեփականաշնորհումը: Չիլիում անցկացված կենսաթոշակային բարեփոխումները հանգեցրել են խնայողությունների կուտակման և ազգային-

Ֆինանսական համակարգի զարգացման: Հնդկաստանում բանկային համակարգի և այլ ֆինանսական ինստիտուտների զարգացմանն ուղղված միջոցները խթաններ են ստեղծել ֆինանսական խնայողությունների աճի համար: Աղյուսակ 4-ում բերված է մեր կողմից դիտարկված պետությունների համար համեմատական վերլուծություն:

ԱՐՅՈՒՍԱԿ 4: ՑՈՒՑԱՆԻՇՆԵՐԻ ՀԱՄԵՄԱՏԱԿԱՆ ՎԵՐԼՈՒԾՈՒԹՅՈՒՆ⁷¹

	Թուրքիա	Բրազիլիա	Չինի	Հնդկաստան
Ճգնաժամային դրվագներ	Արժույթային ճգնաժամ 2001 թ.	Արժույթային ճգնաժամ 1999 թ. և 2001 թ.	Բանկային ճգնաժամ 1981–1984 թթ.	-
Տնտեսական աճի ժամանակահատված	2002–2007 թթ.	2000–2008 թթ.	1984–2013 թթ.	1980–2013 թթ.
Տնտեսության աճի միջին տեմպ	6,8%	3,7%	5,6%	6%
Փոխառության և ներքին միջին անվանական տոկոսադրույք	29,5% (ավանդների համար)*	52,8%	18,2%	14,1%
Փոխառության և ներքին միջին ex post փաստացի տոկոսադրույք	11,1% (ավանդների համար)*	43,1%	8%	5,4%
Գնաճ	Նվազում 45 –ից մինչև 8,8%	Նվազում 7,0 –ից մինչև 5,7%	Նվազում 19,9 –ից մինչև 1,8%	Միջին 6%-ի շուրջ տատանում (նվազագույնը՝ 0,5%, Առավելագույնը՝ 9,6%)
Համախառն ներքին ներդրումներն, % ՀՆԱ	Աճ 18% –ից մինչև 21%	2000 թ.-ին և 2008 թ. հավասար 18%; դիտարկվում էր աճի միտում	Աճ 12,4% –ից մինչև 23,8%	Աճ 18% –ից մինչև 33%
Համախառն ներքին իննայ ողույթ և ներքին, % ՀՆԱ	Նվազում 18%–ից մինչև 15%	Աճ 14%–ից մինչև 15%; աճի միտում	Աճ 2,3% –ից մինչև 20,6%	Աճ 20,2% –ից մինչև 32%
Օտարերկրյա առողջակի ներդրումների գուտ ներհոսք (մլրդ ԱՄՆ \$.% ՀՆԱ)	Աճ 1,1 –ից մինչև 22,1 մլրդ \$.; Աճ 0,5% -ից մինչև 3,4% ՀՆԱ	Աճ 32,8–ից մինչև 50,7 մլրդ \$.; Նվազում 5,1%-ից մինչև 3,1% ՀՆԱ	Աճ 0,08 –ից մինչև 22 մլրդ \$.; Աճ 0,4 %-ից մինչև 8,5% ՀՆԱ	Աճ 0,08 –ից մինչև 28,2 մլրդ \$.; Աճ 0,08 %-ից մինչև 1,5% ՀՆԱ

⁷¹ Աղյուսակը կազմվել է հեղինակի կողմից, որի համար հիմք են հանդիսացել Արժույթի Միջազգային Հիմնադրամի (imf.org), Տնտեսական համագործակցության և զարգացման կազմակերպության (oecd.org) և Համաշխարհային բանկի (worldbank.org) պաշտոնական կայքերում հրատարակված տվյալները:

Այս պիսոկ, տնտեսական աճի և տոկոսադրույքի փոխկապակցվածության տնտեսական մեխանիզմների, ինչպես նաև միջազգային փորձի ուսումնասիրությունը թույլ է տալիս ենթադրել, որ բարձր անվանական և փաստացի տոկոսադրույքները Ռուսաստանում առնվազն կարող են չխոչընդոտել տնտեսական աճին՝ հետևյալ մեխանիզմների հաշվին՝ գնաճի և գնաճային տատանողականության նվազեցմանը կնպաստի տնտեսական գործակալների կողմից իրականացվող քաղաքականության հանդեպ վստահության բարձրացմանը; գործակալների կողմից խնայողությունների կուտակման խթանմանը, ինչը ռեսուրսներ կստեղծի ներդրումների համար; դեպի ազգային տնտեսություն արտաքին ներդրողների ներգրավմանը:

Հիմնվելով իրականացված միջազգային փորձի ուսումնասիրության հիման վրա, չենք կարող հայաստանում տոկոսադրույքը համարել տնտեսական աճը սահմանափակող գործոն, քանի որ ինչպես անվանական, այնպես էլ մեծամասամբ փաստացի տոկոսադրույքը հայաստանում չի կարելի համարել բարձր:

Այս կապակցությամբ, մեր հետազոտության շրջանակներում առանձնահատուկ հետաքրքրություն է իրենից ներկայացնում հայաստանում տնտեսական աճի վրա տոկոսադրույքի ազդեցության աստիճանի վերլուծությունը, ինչպես նաև տոկոսադրույքի փոփոխությունների հանդեպ տարբեր մակրոտնտեսական ցուցանիշների արձագանքը: Նմանատիպ կախվածության վերլուծությունը կարող է անցկացվել բազմագործոն վերլուծության միջոցով, որը հնարավորություն կտա գնահատել բանկային տոկոսադրույքի փոփոխության ազդեցությունը տնտեսական աճի վրա:

**ԳԼՈՒԽՈՒ. 33 ԱՌԵՎՏՐԱՅԻՆ ԲԱՆԿԵՐԻ ՏՈԿՈՍԱՅԻՆ
ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒ ԹՅԱՆ ԵՎ ՏՆՏԵՍՈՒ ԹՅԱՆ ԻՐԱԿԱՆ ՀԱՏՎԱԾԻ
ՓՈԽԱԶԴԵՑՈՒ ԹՅԱՆ ՎԵՐԼՈՒ ԾՈՒ ԹՅՈՒՆԸ**

**2.1 ՀՀ տնտեսության ֆինանսական և իրական հատվածների
փոխառնչությունների դինամիկան**

Յուրաքանչյուր երկրի տնտեսության զարգացման կարևոր գործոններից մեկը հանդիսանում է ֆինանսական համակարգը, որն առավել կարևորվում է անցումային տնտեսություն ունեցող երկրներում՝ այդ թվում Հայաստանի Հանրապետությունում, որտեղ առևտրային բանկերը և վարկային կազմակերպությունները հանդիսանում են ֆինանսական համակարգի առանցքային բաղադրիչները: Այս առումով բանկային համակարգի իրականացրած գործունեության արդյունավետության բարձրացումը էլ ավելի է կարևորվում ֆինանսական համակարգի զարգացման ներկա փուլում, քանի որ բանկային համակարգը այսօր մեր երկրում հանդիսանում է տնտեսական աճի նպաստող կարևոր գործոններից մեկը:

Տնտեսության զարգացման և տնտեսական աճի ապահովման գործում անչափ կարևորվում են ներդրումների դերն ու նշանակությունը: Տնտեսության միկրոմակարդակում ներդրումը սուբյեկտի միջոցների ներդրումն է որևէ ներդրումային օբյեկտում՝ ապագայում շահույթ ստանալու կամ շահույթի ավելացման նպատակով, իսկ տնտեսության մակրոմակարդակում ներդրումերը կազմում են ամբողջական արդյունքի մի բաղադրիչը. $Y = C + I + G + NX$ (ազգային հաշիվների հիմնական հավասարում), որտեղ C-ն սպառումն է, I-ն՝ ներդրումները, G-ն՝ պետական գնումները կամ ծախսերը, NX-ը գուտարտահանումն է: Այսինքն՝ ներդրումները երկրի համախառն ներքին արդյունքի (ՀՆԱ) այն մասն են, որոնք ընթացիկ ժամանակահատվածում չեն սպառվում և հակում ունեն հետագա ժամանակահատվածի համար տնտեսության մեջ ապահովել կապիտալի աճ⁷²: Նշվածից կարելի է գուտտեսականորեն եզրակացնել, որ ներդրումների ավելացումը կբերի իրական ՀՆԱ ավելացման,

⁷² Մակրոտնտեսական կարգավորում, Հ. Բ. Ղուչչյանի խմբ. և ղեկ., Երևան 2005 թ., էջ 340

այսինքն՝ կոդիտի տնտեսական աճ: Այս տեսանկյունից էլ ավելի են կարևորվում առևտրային բանկերի դերը տնտեսության զարգացման գործում: Վերջիններս հանդես գալով որպես գլխավոր ֆինանսական միջնորդ՝ ֆինանսական շուկայում՝ իրենց յուրահատուկ դերակատարությամբ դրական ազդեցություն են ունենում երկրի տնտեսական աճի և տնտեսության կայուն զարգացման վրա, ընդ որում այդ ազդեցությունը ունենում է երկմակարդակ կառուցվածք: Ֆինանսական միջնորդի (financial intermediary) դեր ստանձնած բանկը նախ հանդես է գալիս որպես ներգրավող: Այն հավաքագրում է սուբյեկտների մոտ առկա ժամանակավոր ազատ դրամական միջոցները, դրանց դիմաց վճարելով որոշակի սահմանված տոկոսադրույք: Ֆինանսական միջնորդության հաջորդ փուլում բանկը հանդես է գալիս իր վերաբաշխման ֆունկցիայով, վարկերի տրամադրման միջոցով տեղաբաշխելով հավաքագրված ֆինանսական միջոցները, ըստ էության հանդես գալով որպես վարկատու, որը մի շարք սկզբունքների հիման վրա՝ իր տրամադրության տակ հայտնված ֆինանսական միջոցները տրամադրում է այլ սուբյեկտներին, ովքեր հանդես են գալիս որպես վարկառուներ:

Ֆինանսական միջնորդության հիմնախնդիրները լայնորեն ուսումնասիրվում են գրականության մեջ, սակայն բացակայում է միանշանակ մոտեցում դրանց նկատմամբ: Ընդհանուր առմամբ, ֆինանսական միջնորդությունը՝ ֆինանսական բնույթի ծառայությունների ամբողջությունն է, ուղղված բիզնեսի ապահովմանը ֆինանսավորման միջոցներով⁷³: Այն գործունեությունն է, որի միջոցով հավաքագրվում են իրավաբանական և ֆիզիկական անձանց դրամական միջոցները և այնուհետև ենթարկվում վերաբաշխման՝ մի շարք սկզբունքների հիման վրա: Սրանից զատ, ֆինանսական միջնորդները իրենց ուրույն դերակատարումն ունեննան տնտեսության տարբեր ոլորտների միջև փոխկապվածության ստեղծման գործում: Ժամանակի ընթացքում բազմափսի փոփոխությունների են ենթարկվում ինչպես մարդկային պահանջմունքները, այնպես էլ դրանից բխող բոլոր ոլորտները: Տնտեսական տարբեր գործընթացների արդյունքում

⁷³ Финансово-кредитный энциклопедический словарь. Под ред. А.Г. Грязновой. .М. Финансы и статистика. 2002, с. 1158.

անհրաժեշտությամբ է առաջանում տնտեսության ուղղվածությունը մի ոլորտից տեղափոխել այլ ոլորտ, ավելացնել կամ կրճատել տարբեր ոլորտների արտադրանքի քանակը կամ համամասնությունը: Այս պարագայում խիստ անհրաժեշտություն է առաջանում ֆինանսական միջոցների օպերատիվ ուղղորդումը տնտեսության մի ոլորտի մեկ այլը, և հենց այստեղ առանցքային դերակատարում են ստանում ֆինանսական միջնորդները: Այսպիսով, ֆինանսական միջնորդները արտադրությունը ֆինանսական շուկայի այն անհրաժեշտ սուբյեկտներն են, որոնց գործունեությունը նպաստում է այդ շուկայի բոլոր հատվածների գործունեության արդյունավետության բարձրացմանը: Ֆինանսական միջնորդը՝ կապող օղակ լինելուց բացի հանդիսանում է առանձին մի համակարգ, որը հանդիսանում է ֆինանսական համակարգի անբաժանելի մասը և իր վրա է ընդունում ֆինանսական միջոցների փոխառության բոլոր ռիսկերը: Ուստի միջնորդ կազմակերպությունը իր գործունեությունը առավել արդյունավետ կազմակերպելու համար պետք է խստորեն ուսումնասիրի միջոցների հավաքագրման և վերաբաշխման արդյունավետությունը, որպեսզի կարողանա կառավարել առաջացող բոլոր ռիսկերը:

Ֆինանսական միջնորդության իրականացման գործընթացն ավելի մանրամասն նկարագրելու համար դիտարկենք վերջինիս մեխանիզմն ավելի հանգամանորեն:

Փոխառուների համար ֆինանսական միջնորդների միջոցով հնարավոր է՝ **առաջինը**, լուծել վարկատուների հարցը, որոնք պատրաստ են տրամադրել միջոցներ ընդունելի պայմաններով: Ֆինանսական միջնորդը կազմակերպում է տվյալների հավաքագրումը դրանց վերաբերյալ, մշակում է ազատ դրամական միջոցների ներգրավման մեթոդները:

Երկրորդը՝ ֆինանսական միջնորդի բացակայության դեպքում ներգրավված միջոցների դիմաց տոկոսադրույքը փոխառուների համար հաճախ ավելի բարձր է, քան նրա առկայության դեպքում, քանի որ ֆինանսական միջնորդները նվազեցնում են վարկային ռիսկն առաջնային վարկատուների կամ ավանդատուների համար և կարող են սահմանել ներգրավման համեմատաբար ցածր տոկոսադրույքներ, ինչը

միջնորդի ծախսերի հետմիասին հասնում է ոչ այդքան բարձր չափերի, հետևաբար և չի առաջացնում միջոցների վերաբաշխման տոկոսադրույքի բարձրացման անհրաժեշտություն:

Երրորդը` ֆինանսական միջնորդների շնորհիվ հնարավոր է կարգավորել ֆինանսական ռեսուրսների տեղաբաշխման և ներգրավման ժամկետները: Այս խնդիրն առաջանում է պայմանավորված նրանով, որ վարկառուներին միջոցները, որպես կանոն, պահանջվում են ավելի երկար ժամանակով, քան պատրաստ են տրամադրել դրանք վարկատուները: Ֆինանսական միջնորդների օգնությամբ հնարավոր է վերացնել հակասությունը վարկատուի իրացվելիության ապահովման և վարկառուի երկարաժամկետ վարկավորման պահանջի միջև:

Չորրորդը` ֆինանսական ինստիտուտները բավարարում են նաև փոխառուների պահանջարկը խոշոր վարկերի նկատմամբ, մեծ թվով հաճախորդների կողմից միջոցների հավաքագրման շնորհիվ:

Վարկատուների համար ֆինանսական միջնորդության առավելություններն արտահայտվում են հետևյալում.

1. Միջնորդներն իրականացնում են ռիսկի դիվերսիֆիկացիա, բաշխելով ներդրումներն ըստ ֆինանսական գործիքների, ըստ ժամանակի, ըստ փոխառուների տեսակի, քանակի և այլ ուղղությունների, ինչն ապահովում է վարկային ռիսկի նվազում: Միջնորդի եկամուտը որոշվում է որպես տրված վարկի և ներգրավված միջոցների դիմաց տոկոսադրույքների տարբերություն, հաշվի առնելով համապատասխան ծախսերը, կապված գործարքի սպասարկման հետ:

2. Ֆինանսական միջնորդը ապահովում է այլ տնտեսական սուբյեկտներին հուսալի փոխառուներով: Միջնորդը մշակում է և իրականացնում փոխառուների վճարունակության գնահատման և ընդհանրապես իր ծառայությունների մատուցման հուսալի համակարգ, ինչը նույնպես կրճատում է վարկային ռիսկը և վարկավորման հետկապված ծախսերը:

3. Ֆինանսական միջնորդները որոշակիորեն նպաստում են տնտեսվարող սուբյեկտների իրացվելիության ապահովմանը, հետևաբար և պարտավորությունների կատարմանը: Այսպես, ֆինանսական ինստիտուտները հնարավորություն ունեն ակտիվների

մի մասը պահել կանխիկ ձևով, բացի այդ առանձին ֆինանսական ինստիտուտների համար պետությունը սահմանում է իրացվել իությունը կարգավորող օրենսդրական նորմեր, հատկապես առևտրային բանկերի պահուստավորման նորմատիվների սահմանման միջոցով:

Ֆինանսական միջնորդության բնութագրական առաջին ցուցանիշը ներգրավվող և տեղաբաշխվող ֆինանսական միջոցների համամասնությունն է, որը, ըստ էության դրսևորվում է ներգրավված ավանդների և տրամադրված վարկերի ծավալների մեջ:

Աղյուսակ 5: ՀՀ առևտրային բանկերի կողմից ներգրավված ավանդները և տրամադրված վարկերը 2005-2015 թթ.⁷⁴

մլն դրամ

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Վարկեր	194871	243580	426150	634495	735200	949139	1268789	1605680	1798255	2188357	2119513
Ավանդներ	264130	306802	413215	465890	656990	761505	1023114	1212145	1612442	1757514	1951107

Ինչպես երևում է աղյուսակ 5-ից, 2005-2015 թվականների ընթացքում առևտրային բանկերում գրանցվել է վարկերի և ավանդների ծավալների աճ, ընդ որում, աճի պահպանվել է նաև 2008-09 թվականների ճգնաժամային տարիներին: Վերջին 10 տարվա ընթացքում առևտրային բանկերի կողմից տրամադրված վարկերի ծավալները աճել են ավելի քան 10 անգամ, իսկ ավանդների ծավալները շուրջ 8 անգամ: Ավանդների ծավալների շարունակական ավելացումը բնութագրում է բանկային համակարգի կատարելագործումը և բնակչության կողմից դեպի առևտրային բանկերը ունեցած վստահության ավելացումը: Այս ամեն հետմեկտեղ աստիճանաբար ավելանում է նաև բնակչության տեղեկացվածության մակարդակը, ինչի արդյունքում մարդիկ իրենց տրամադրության տակ ունեցած ժամանակավոր ազատ միջոցները ավանդների միջոցով պահում են բանկում և նաև լրացուցիչ եկամուտ

⁷⁴ Հայաստանի Հնարապետության Կենտրոնական բանկի ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն, https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/Banks-GDP.xls

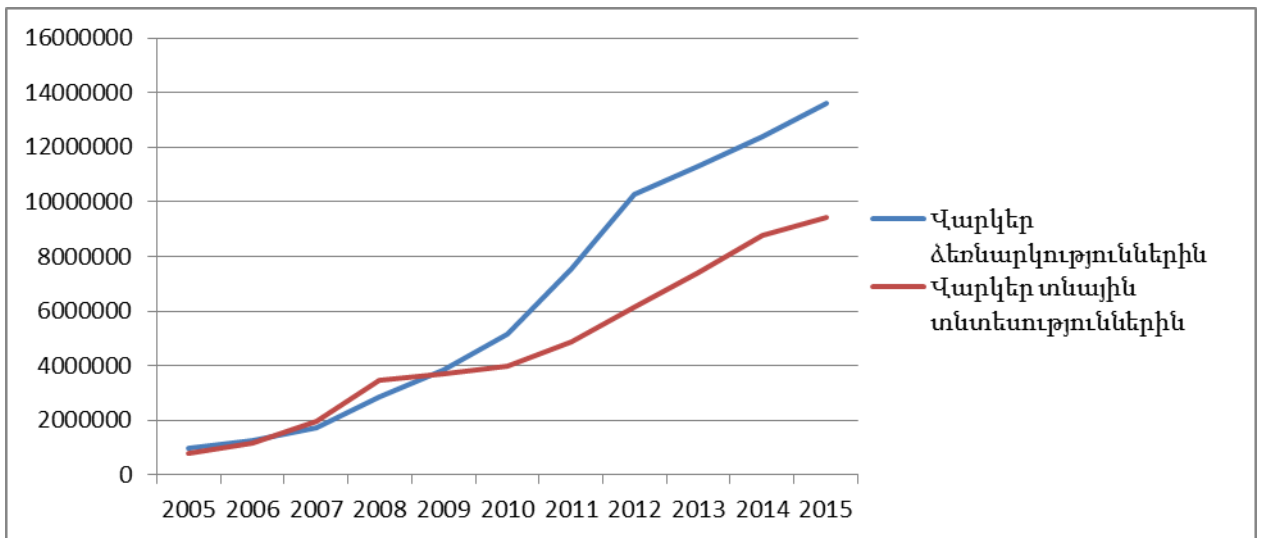
ստանում: Ավանդների ծավալի ավելացմանը զուգընթաց ավելանում է նաև տրամադրվող վարկերի ծավալները: Սա պայմանավորված է նախև առաջ այն հանգամանքով, որ բանկերը հանդիսանալով ֆինանսական միջնորդներ, ավանդների միջոցով հավաքագրված ֆինանսական միջոցները վերաբաշխում են տնտեսության այն ոլորտների մեջ, որտեղ կա այտմիջոցների ներգրավման պահանջը: Այս տեսանկյունից առավել քան կարևորվում է առևտրային բանկերի՝ ֆինանսական միջոցների վերաբաշխման գործառույթը, ինչը ոչ միայն ապահովում է ֆինանսական շուկայում միջոցների շարժը, այլև լուրջ նախադրյալներ է ստեղծում տնտեսության տարբեր ոլորտների զարգացման համար:

Առևտրային բանկերի կողմից տրամադրվող վարկերը կարող են ք դասակարգել 2 հիմնական խմբերում՝ իրավաբանական անձանց տրամադրվող վարկեր և ֆիզիկական անձանց տրամադրվող վարկեր: Այս սուբյեկտներից յուրաքանչյուրի վարկավորումը իր ուրույն նշանակությունն է ունենում տնտեսության զարգացման վրա, սակայն դրանց ազդեցության մեխանիզմները միանգամայն տարբեր են:

Իրավաբանական անձանց՝ այսինքն ձեռնարկություններին տրամադրվող վարկերը հանդիսանում են ուղղակի ներդրումներ դեպի տնտեսության տվյալ ոլորտը: Վարկի միջոցով ձեռնարկությունները ներգրավում լրացուցիչ ֆինանսական միջոցներ, ինչին հաջորդում է գործունեության և արտադրության ծավալների ընդլայնման: Այսինքն՝ փաստացի վարկի միջոցով տնտեսության տարբեր ոլորտների մեջ լրացուցիչ միջոցներ են «ներարկվում» ինչն էլ բերում է թե տնտեսության զարգացման և թե տնտեսական աճի ապահովման: Այսպիսով, վարկերի միջոցով ապահովվում է ներդրումներ տնտեսության տարբեր ոլորտներում:

Ինչ վերաբերվում է ֆիզիկական անձանց տրամադրվող վարկերին, ապա այս պարագայում ֆինանսական միջոցները ներարկվում են ոչ թե արտադրության տարբեր ոլորտներ, այլ ուղղվում են սպառման ծավալների ավելացման, այդպիսով ավելացնելով համախառն պահանջարկը: Ընդհանուր, այս գործընթացը ևս կհանգեցնի արտադրության ծավալների ավելացման, քանի որ ձեռնարկությունները կավելացնեն արտադրության ծավալները՝ ձգտելով բավարարել սպառողների

պահանջ մուկները, սակայն ֆինանսական միջոցների այս ուղղվածության դեպքում, դրանց ունեցած ազդեցությունը տնտեսության զարգացման վրա ավելի թուլ կլինի, քան ձեռնարկությունների վարկավորման դեպքում:



Գծապատկեր 5: Ձեռնարկություններին և տնային տնտեսություններին տրամադրված վարկերի դինամիկան 2005-2015 թթ.ին (մլն դրամ)⁷⁵:

Գծապատկեր 5-ում ներկայացված է ՀՀ առևտրային բանկերի կողմից ձեռնարկություններին և տնային տնտեսություններին տրամադրված վարկերի դինամիկան: Ինչպես երևում է ներկայացված գծապատկերից, վերջին 10 տարիներին այս երկու ցուցանիշներն էլ գրանցել են շարունակական աճ: Առանձնակի ուշադրության է արժանի նաև այն, որ 2009 թվականից սկսած, ձեռնարկություններին տրամադրվող վարկերի ծավալները աճի ավելի բարձր տեմպեր են արձանագրել: Այս հանգամանքը, նախ և առաջ պայմանավորված է բանկային համակարգի զարգացմամբ, ինչպես նաև վարկային համակարգի կատարելագործմամբ: Բանկերը սկսել են կազմակերպություններին տրամադրել ավելի խոշոր վարկեր, իսկ

⁷⁵ Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկի Դրամավարկային և ֆինանսական վիճակագրություն, https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/6-loans%20by%20sectors.xls

տնտեսվարող սուբյեկտների կողմից էլ ավելացել է վարկավորման միջոցով լրացուցիչ միջոցներ ներգրավելու պահանջարկը: Արդյունքում ավելացել է ձեռնարկություններին տրամադրվող վարկերի ծավալները, ինչը, անկասկած, դրական ազդեցություն ունի տնտեսության զարգացման վրա:

Ֆինանսական միջնորդության բնութագրական հաջորդ հիմնական ցուցանիշը վարկային ներդրումներն են տնտեսության մեջ: Այդուհանդերձ 6-ում ներկայացված է 2011-2015 թվականներին ՀՀ տնտեսության մեջ իրականացված վարկային ներդրումները, և ՀՆԱ դինամիկան, ինչպես նաև այս երկու ցուցանիշների փոխկապվածությունը բնութագրող տոկոսային ցուցանիշը:

**Այդուհանդերձ 6: ՀՀ առևտրային բանկերի կողմից ցուցաբերվող
ֆինանսական միջնորդությունը⁷⁶**

մլն. դրամ

	2011	2012	2013	2014	2015
Վարկային ներդրումներ	1250404	1527886	1658727	2192921	1933079
ՀՆԱ	3777946	4000722	4276201	4528873	4556782
ՀՆԱ-ի նկատմամբ (%)	33.1	38.2	38.8	48.4	44.6

ՀՀ-ում վերջին հինգ տարիների ընթացքում տեղի է ունեցել վարկային ներդրումների աճ՝ ինչպես բացարձակ գումարով, այնպես էլ հարաբերական՝ ՀՆԱ-ի նկատմամբ աճելով 15.3 տոկոսային կետով: Բացառություն է կազմել 2015 թվականը, երբ, ընդհանուր առմամբ նկատվել է վարկային ներդրումների կրճատում:

Անդրադառնալով Հայաստանում ֆինանսական համակարգի տնտեսության զարգացման վրա ունեցած ազդեցությանը, պետք է նշենք, որ շուկայական տնտեսության անցման պայմաններում, երբ տնտեսությունը կարիք ունի ներդրումների և լրացուցիչ կապիտալի, վարկավորման գործընթացի ինտենսիվ զարգացումը նպաստում է տնտեսական հարաբերությունների զարգացմանը: Այն հանդիսանում է տնտեսության մեջ լրացուցիչ ներդրումների աղբյուր: Այս առումով հիմնական ցուցանիշները ֆինանսական համակարգի

⁷⁶ Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկի ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/Banks-GDP.xls

հիմնական բնութագրիչների և ՀՆԱ-ի հարաբերակցությունը ներկայացնող ցուցանիշներն են, որոնք հնարավորություն են տալիս բացահայտել, թե բանկային համակարգը որքանով է ներգրավված երկրի տնտեսական կյանքում:

Աղյուսակ 7: ՀՀ բանկային համակարգի տեղը տնտեսության մեջ 2010-2015թթ.⁷⁷

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Բանկային համակարգի ակտիվներ/ՀՆԱ %	22	27	30	33	35	38
Բանկային համակարգի վարկեր/ՀՆԱ %	27	34	40	43	43	42

Աղյուսակ 7-ից պարզ է դառնում, որ 2010-2014թթ. բանկային համակարգի ակտիվներ/ՀՆԱ հարաբերակցությունը կայուն կերպով աճում է, որի արդյունքում կայուն կերպով աճում է նաև վարկեր/ՀՆԱ հարաբերակցությունը: Այս միտումից բացառություն է կազմում 2015 թվականը, որը հիմնականում պայմանավորված է վերջին ժամանակաշրջանում Ռուսաստանից տրանսֆերտների ծավալների կրճատմամբ: Դրա արդյունքում ՀՀ փոխանցվող գումարների ծավալը կրճատվում է, արժեզրկվել է նաև ռուսական ռուբլին, ինչն ազդում է վաճառքի, շրջանառության վրա, ինչն էլ իր հերթին վարկառուների վճարունակության, վարկերը մարելու կարողության վրա: Սրանից բացի ՌԴ-ն հանդիսանում է նաև մեր արտահանման հիմնական սպառողը, իսկ ռուբլու փոխարժեքի նվազումը իր բացասական ազդեցությունն է թողնում գուտարտահանման ցուցանիշի վրա, որն էլ բերում է մի շարք բացասական հետևանքների: Այս հանգամանքների արդյունքում նվազել է վարկառուների վճարունակությունը, իսկ առևտրային բանկերն էլ հատկապես վերջին տարիներին առավելապես վարում են այնպիսի գործունեություն, որը չի հանգեցնի լրացուցիչ ռիսկերի առաջացման: Ընդհանրացնելով՝ կարող ենք ասել, որ վարկատուները բարդացրել են վարկերի տրամադրումը վատորակ արտօքել չձևավորելու, հնարավոր ռիսկերից խուսափելու նպատակով: Ինչպես արդեն նշեցինք, տնտեսվարող սուբյեկտներն էլ իրենց հերթին

⁷⁷ Աղբյուրը՝ ՀՀ Կենտրոնական բանկի պաշտոնական կայք, Վիճակագրություն բաժին: <https://www.cba.am/AM/SitePages/statfinorg.aspx>

նախընտրում են իրենց գործունեությանը մեծ մասամբ ֆինանսավորել այլ աղբյուրների հաշվին:

Առևտրային բանկերի գլխավոր նպատակը բանկային գործունեության արդյունքում եկամտի ստացումն է ռիսկի թույլատրելի սահմաններում և իրացվելիության բարձր մակարդակի պայմաններում: Եթե վերոնշյալը հաշվի առնելով դիտարկվի Հայաստանում ներդրումային բանկերի կայացման պատմությունը, որտեղ զարգացող ճգնաժամային բարդ երևույթների ազդեցության տակ արժեթղթերի շուկան դեռևս չի հասել զարգացման բարձր մակարդակի և Էական դեր չի խաղում կապիտալի կուտակման ու վերաբաշխման գործում, բանկային համակարգը դեռևս լիարժեք զարգացման մակարդակի չի հասել, ակներև է, որ Հայաստանը դեռևս պատրաստ չէ նման սկզբունքային փոփոխության:

Այստեղ կարևոր հանգամանք է հանդիսանում ներդրումային մեխանիզմի կառուցվածքը: Միջազգային բանկային պրակտիկայում գոյություն ունեն վարկատու երկու տեսակի կազմակերպություններ. դրանք բանկերն են և ոչ բանկային վարկային կազմակերպությունները: Վերջիններս հանդիսանալով առևտրային կազմակերպություններ, իրենց ծավալած գործունեության ընթացքում մշտապես դիտարկում են շահույթի ստացումը, ինչպես նաև լրացուցիչ ռիսկերից խուսափումը: Այս պարագայում էլ ավելի է մեծանում պետության դերակատարումը, որպեսզի համապատասխան լծակների, սուբսիդիաների և երաշխավորումների կիրառման միջոցով ապահովվի վարկերի հասանելիություն ոչ միայն գուտ շահութաբեր ոլորտներում, այլև ռազմավարական և հեռանկարային նշանակություն ունեցող ճյուղերում:

Արտասահմանյան ներդրումային բանկերի գործունեության կարծրատիպը՝ կազմավորված, արդեն կայացած ֆինանսական շուկայով, չի կարող մեխանիկորեն տեղափոխվել զարգացող շուկայական պայմանների մեջ, սակայն ներդրումային բանկերի ստեղծման և գործունեության ոլորտում միջազգային փորձի ուսումնասիրությունը թույլ է տալիս առանձնացնել հաստատված ձևերն ու մեթոդները, որոնք հետագայում կարող են կիրառվել նաև Հայաստանում:

Հայաստանի տնտեսությանն անհրաժեշտ է ոչ միայն ներդրումային գործունեության ձևերի կատարելագործումը, այլև ներդրումային գործընթացի մասնակիցների փոխհարաբերությունների նոր սխեմայի օգտագործումը: ՀՀ բանկային համակարգը տնտեսության դինամիկ ոլորտներից է, որը մշտապես զարգացման և կատարելագործման պահանջ է զգում: Տեղական և միջազգային լավագույն փորձը, անշուշտ, կնպաստի բանկային համակարգի համաչափ զարգացմանն ու բանկային գործունեության յուրաքանչյուր տեսակի համար սահմանված միջազգային չափանիշներին առավել շատ մոտենալուն: Ներդրումային գործունեության ոլորտում առկա թերությունների շտկման ուղղությամբ անհրաժեշտ է իրականացնել հստակ քայլեր, որոնք էապես կնպաստեն բանկի ներդրումային գործունեության զարգացմանն ու արդյունավետ կառավարմանը, կնպաստեն այս գործունեության հետ կապված ռիսկերի նվազեցմանը, արդյունքում կդառնան նաև տնտեսական կայուն աճի ապահովման հիմնաքար:

Տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների միջև կապը բնութագրելու համար կարևոր է նաև գնահատել տնտեսության գործարար միջավայրի արդի վիճակը և զարգացման միտումները: Ըստ էության, տնտեսության զարգացման հիմնական լոկոմոտիվը հենց հանդիսանում է գործարար միջավայրը, որը ֆինանսական հատվածի հնարավորությունները կիրառում է տնտեսության իրական հատվածի մեջ, այդպիսով ապահովելով ոչ միայն թողարկման ծավալների ավելացում այլև տնտեսության մոյուն ոլորտների ակտիվացում:

Գործարար միջավայրի գնահատման հիմնական ցուցանիշներից մեկը կենտրոնական բանկի կողմից հաշվարկվող ԳՄՑ՝ Գործարար միջավայրի ցուցանիշն է, որը հնարավորություն է տալիս պատկերացում կազմել տնտեսության հիմնական ոլորտների ընթացիկ իրավիճակի և առկա սպասումների վերաբերյալ⁷⁸: Տնտեսության ընդհանուր աշխուժացման պարագայում ցուցանիշը աճում է և վերջինիս աճը ուղեկցվում է թողարկման ծավալների, ապրանքների և ծառայությունների նկատմամբ պահանջարկի աճով: Տնտեսության աճի

⁷⁸ Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ պաշտոնական կայք, https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/BCI_manual.pdf

տեմպերի դանդաղման կամ ընդհանուր պասիվացման սպասումների պարագայում ԳՄՑ ցուցանիշը նվազում է:

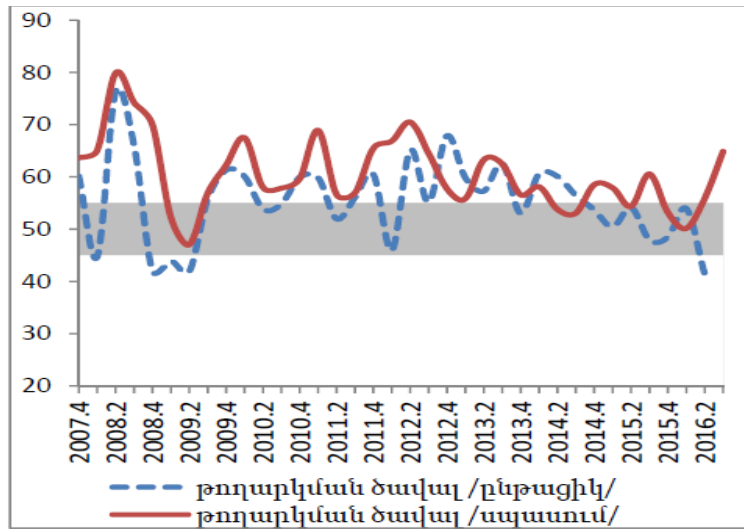
Աղյուսակ 8: Գործարար միջավայրի ցուցանիշի դինամիկան⁷⁹

	2014/2	2014/3	2014/4	2015/1	2015/2	2015/3	2015/4	2016/1	2016/2
Արդյունաբերություն	56.4	57.5	56.0	53.9	55.6	51.9	51.2	53.7	53.7
Շինարարություն	44.8	44.1	39.0	41.5	42.0	39.2	35.2	37.5	39.0
Առևտուր	60.1	57.5	49.8	49.0	45.0	45.5	48.6	54.8	57.6
Ծառայություններ	59.9	54.0	49.0	54.0	55.0	59.5	61.4	52.2	51.1
ԳՄՑ	55.7	53.8	49.2	50.4	50.4	50.1	50.3	50.4	51.0

Ինչպես երևում է աղյուսակից, գործարար միջավայրի ցուցանիշը (ԳՄՑ) դիտարկվող ժամանակահատվածում շարունակելով անշեղորեն աճի միտումը, աճել է 0.63 կետով և կազմել 51.0՝ գտնվելով կայունության միջակայքի սահմանների մեջ: Ցուցանիշի աճը հիմնականում պայմանավորվել է շինարարության և առևտրի ոլորտների ցուցանիշների աճով: Արդյունաբերության ոլորտում մակարդակը չի փոխվել իսկ ծառայությունների ոլորտում էլ առկա է 1.1 տոկոսային կետով անկում (Ցուցանիշի ամբողջական ժամանակագրական շարքը ներկայացված է Յավելված 11-ում):

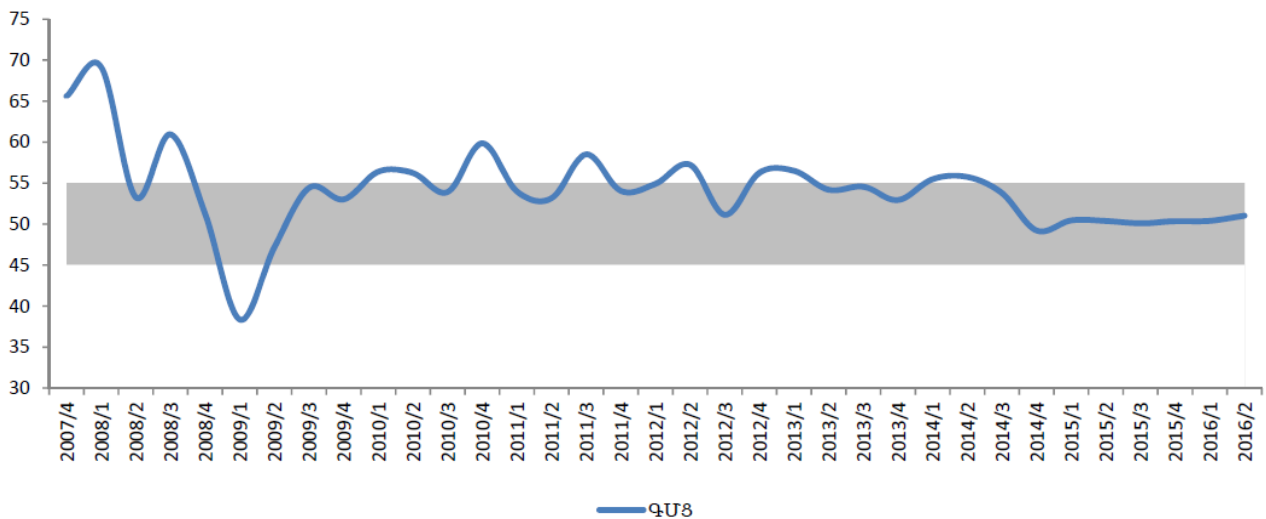
Գործարար միջավայրի ուսումնասիրության արդյունքում, ակնհայտ է դառնում, որ արդյունաբերության ոլորտի սպասվող և իրական թողարկման ծավալների միջև առկա էական խզում: Մասնավորապես 2016 թվականի 2-րդ եռամսյակում, թեև առկա է սպասումների աճողական մակարդակ, այնուհանդերձ վերջին 6 ամիսների ընթացքում ոլորտի թողարկման ծավալները շարունակել են անկում ապրել: Գծապատկեր 4-ում ներկայացված է Արդյունաբերության ոլորտում թողարկման ընթացիկ և սպասվող մակարդակների հաշվեկշիռները, 2008-2016թթ:

⁷⁹ Աղյուսակը կազմվել է ՀՀ ԿԲ կողմից իրականացված Գործարար միջավայրի վերլուծության տվյալների հիման վրա
<https://www.cba.am/AM/Economic%20Activity%20and%20Business%20Climate%20Indices/Full%202016.02.pdf>



Գծապատկեր 6: Արդյ ու նաբեր ու թյ ան ու ղ որտ ու մ թողարկման ընթացիկ և սպասվող մակարդակների հաշվեկշիռները, 2008-2016թթ.⁸⁰

Գծապատկերից ակնհայտ է դառնում, որ 2007-2013 թվականներին ուղորտի հաշվեկշռային ցուցանիշները ունեցել են առավել մեծ տատանումներ, որը համապատասխանաբար մեղմվում է 2014 թվականից սկսած: Վերջին տարիներին ցուցանիշը սկսել է տատանվել հարաբերական նորմայի սահմաններում, ինչը հնարավորություն է տալիս եզրակացնել, որ ուղորտը անցել է կայուն զարգացման մակարդակի: Նույն տեղեկացն է նկատվում նաև ընդհանուր գործարար միջավայրի դիտարկման արդյ ու նբ ու մ:

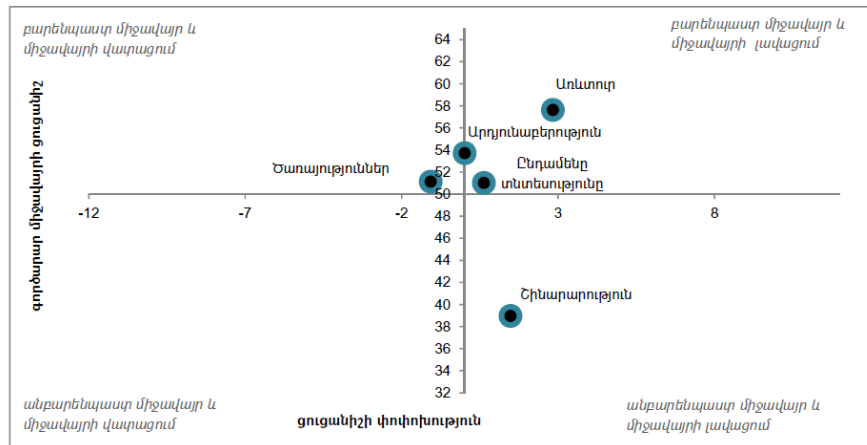


Գծապատկեր 7: Գործարար միջավայրի ցուցանիշի դինամիկան 2008-2016թթ.⁸¹

⁸⁰ Աղբյ ու ղ ը՝ <https://www.cba.am/AM/Economic%20Activity%20and%20Business%20Climate%20Indices/Full%202016.02.pdf>

⁸¹ Աղբյ ու ղ ը՝ <https://www.cba.am/AM/Economic%20Activity%20and%20Business%20Climate%20Indices/Full%202016.02.pdf>

Ինչպես երևում է Գծապատկեր 7-ից, 2014 թվականի 3-րդ եռամսյակից սկսած, գործարար միջավայրի ամփոփ ցուցանիշը բացի այն որ գտնվում է նորմայի սահմաններում, լուրջ տատանումներ չի արձանագրում, ընդհակառակը, դրսևորում է աճի միտում, որը թեև բավականին թույլ է, բայց այնուհանդերձ առկա է:



Գծապատկեր 8: Գործարար միջավայրն ըստ տնտեսության ոլորտների⁸²

Գործարար միջավայրի ցուցանիշի գնահատման մեթոդաբանության առանցքային դրական կողմերից մեկն է հանդիսանում ցուցանիշի միջոցով ոլորտի փաստացի իրավիճակի հետազոտության մեթոդը: Ըստ այս մեթոդի տնտեսության ոլորտները դիտարկվում են խաչաձև 4 մասի բաճանված համակարգում, որտեղ հորիզոնական բաժանարարից վեր գտնվում է բարենպաստ միջավայրը, իսկ ներքևում անբարենպաստ: Ուղղահայաց բաժանարարը մասնատում է ոլորտի վիճակի վատթարացումն ու լավացումը: Արդյունքում առաջացած 4 հարթությունները բնութագրում են այս երկու գործոնների փոխկապված տարբերակները:

Ինչպես երևում է գծապատկեր 8-ից, վերլուծության արդյունքների համաձայն հայաստանի հանրապետության տնտեսությունը գտնվում է հարթության աջ-վերին հատվածում, ինչը նշանակում է որ տնտեսությունը գտնվում է բարձրագույն միջավայրում և առկա է գործարար միջավայրի լավացում: Սակայն պետք է նշենք, որ այն շատ մոտ է գտնվում ինչպես ուղղահայաց այնպես էլ հորիզոնական սահմանաբաժանին, ինչը նշանակում է, որ տնտեսությունը գտնվում է ռիսկային գոտում և պետք է հստակ

⁸²Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ պաշտոնական կայք, https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/BCI_manual.pdf

քայլեր կատարել առաջիկայում այս դիրքի բարելավման ուղղությամբ: Առավել նպաստավոր դիրքում է գտնվում տնտեսության առևտրի ոլորտը, իսկ արդյունաբերության ոլորտը թեև գտնվում է բավականին հուսալի բարենպաստ դիրքում, սակայն առկա է ոլորտում գործարար միջավայրի վատացման վտանգ: Թերևս վատագույն վիճակը շինարարության ոլորտի գործարար միջավայրին է, որը գտնվում է ոչ բարենպաստ դիրքում, սակայն առակ է միջավայրի որոշակի կավացման տենդենց, ինչը առաջիկայում հնարավոր է բերի բարենպաստ միջավայրի ստեղծման:

Այսպիսով, ամփոփելով գործարար միջավայրի ուսումնասիրությանը, պետք է փաստենք, որ ընդհանուր առմամբ այն գտնվում է հարաբերական նորմալ վիճակում, թեև որոշ ոլորտներ գտնվում են անբարենպաստ վիճակում, սակայն ընդհանուր առմամբ միջավայրը բարենպաստ է, ինչը նշանակում է, որ լրացուցիչ ֆինանսական հոսքերի պարագայում, այս ոլորտները կարող են արձանագրել լուրջ աճ և նպաստել տնտեսության զարգացմանը: Կարևոր է նաև որ ֆինանսական ներդրումները լինեն համեմատաբար էժան և հեշտ հասանելի, որպեսզի հնրավոր լինի ապահովել ոլորտների առավել բարձր արդյունավետության և շարունակական զարգացում:

2.2 ՀՀ առևտրային բանկերի տոկոսադրույքների և տնտեսական ցուցանիշների փոխկապվածության վերլուծությունը

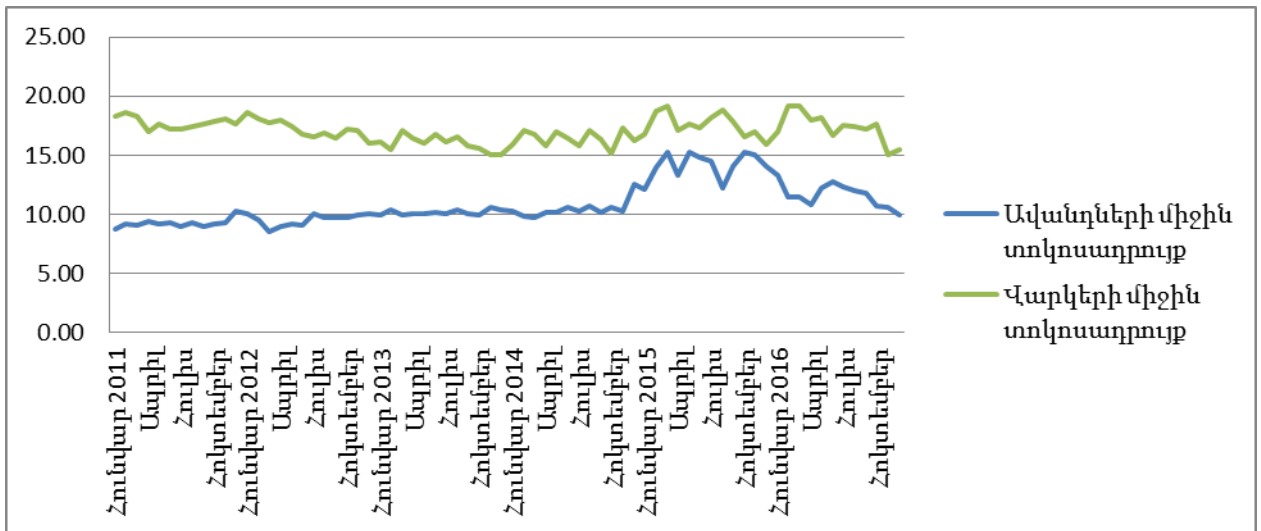
Ժամանակակից շուկայական տնտեսությունը, թեև առավելապես որդեգրել է ինքնազարգացող համակարգի կարգավիճակ և պետության դերը տնտեսական հարաբերություններում այդքան էլ մեծ չէ, սակայն առանց տնտեսական քաղաքականության մշակման և իրականացման պատկերացնել որևէ երկրի կայուն զարգացում պարզապես անհնար է: Այդ քաղաքականության մեջ առանցքային կարևորություն ունին բանկային տոկոսադրույքը՝ որպես կարևոր տնտեսական ցուցանիշ: Շատ կարևոր է իմանալ, թե բանկային տոկոսադրույքը որքանով է փոխկապված տնտեսության հիմնական բնութագրող մակրոտնտեսական ցուցանիշների հետ, և ինչ հետևանքներ կունենա այդ ցուցանիշի փոփոխությունը տնտեսության մեջ: ԱՅս խնդիրների համապարփակ գնահատական տալու համար անհրաժեշտ է կատարել իրական և փաստացի տվյալների հիման վրա կատարված վերլուծություն, որպեսզի ստացված արդյունքը հնարավորինս ճիշտ բնութագրի բանկային տոկոսադրույքների և մակրոտնտեսական ցուցանիշների միջև առկա փոխկապվածությունը:

Ինչպես արդեն նշել ենք այս աշխատության նախորդ բաժիններում, բովանդակությամբ բանկային տոկոսադրույքը լինում է 2 տեսակի՝

- Վարկային
- Ավանդային⁸³:

Տոկոսադրույքի այս երկու տեսակների մեծությունները բավականին մեծ կապվածություն ունեն իրար հետ, և դրանցից մեկի փոփոխությունը հանգեցնում է մյուսի փոփոխության: Գծապատկեր 9-ում ներկայացված է ՀՀ-ում առևտրային բանկերի դրամով տրամադրվող վարկերի և ավանդների (մինչև 1 տարի ժամկետով՝ բացառությամբ ցպահանջի) միջին ամսական տոկոսադրույքի դինամիկան, 2011-2016 թթ-ին, ըստ ամսական ցուցանիշների:

⁸³ Батракова Л.Г., Анализ процентной политики коммерческого банка.: М.: Логос, 2002. – с 4.



Գծապատկեր 9: ՀՀ-ում առևտրային բանկերի դրամով

տրամադրվող վարկերի և ավանդների (մինչև 1 տարի ժամկետով՝ բացառությամբ ցպահանջի) միջին ամսական տոկոսադրույքի դինամիկան, 2011-2016 թթ-ին⁸⁴:

Ինչպես երևում է գծապատկերից, ավանդի և վարկի տոկոսադրույքի միջև հիմնական շեղումը գրանցվել է 2015 թվականին: Այն պայմանավորող հիմնական հանգամանքը Կենտրոնական բանկի կողմից հրապարակված որոշումն⁸⁵ էր, համաձայն որի, 2017 թվականի հունվարի 1-ից սկսած, առևտրային բանկերի կանոնադրական կապիտալի նվազագույն սահմանաչափ սահմանվեց 30 մլն դրամը: Այս փոփոխության արդյունքում, առևտրային բանկերը սկսեցին առավել բուռն կերպով աշխատել ավանդների ներգրավման ուղղությամբ, ինչի արդյունքում ձևավորված մրցակցությունը բերեց ավանդների տոկոսադրույքի զգալի բարձրացման: Նույն տեղեկացը, սակայն համեմատաբար ավելի մեղմ դրսևորվեց նաև 2016 թվականի ապրիլ-հոկտեմբեր ամիսներին:

Վարկի և ավանդի տոկոսադրույքի դինամիկան ուսումնասիրելուց հետո, այժմ գնահատենք այս 2 տոկոսադրույքների փոխկապվածությունը կոռելյացիայի միջոցով: Վերլուծության համար կօգտագործենք 2000 թվականի հունվարից մինչև 2016 թվականի դեկտեմբերն ընկած ժամանակահատվածի համար վարկերի միջին տոկոսադրույքը (մինչև 1 տարի ժամկետով՝

⁸⁴ Գծապատկերը կառուցվել է հեղինակի կողմից, տվյալների աղբյուրը՝ Կենտրոնական բանկի պաշտոնական կայքի ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրությունը https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/Banks-GDP.xls
⁸⁵ Տես՝ ՀՀ կենտրոնական բանկի 2014 թվականի դեկտեմբերի 3-ին կայացված որոշումը

բացառությամբ ցպահանջի) և Ավանդների միջին տոկոսադրույքը (մինչեւ 1 տարի ժամկետով՝ բացառությամբ ցպահանջի): Վերլուծության համար կիրառված ժամանակագրական շարքերը ներկայացված են Յավելած 2-ում: Ցուցանիշները վերցված են ըստ ամսեկան տվյալների, իսկ վերլուծությունը իրականացվում է Պիրսոնի⁸⁶ գործակցի միջոցով:

Աղյուսակ 9: ՀՀ առևտրային բանկերի վարկի և ավանդի տոկոսադրույքների կոռելյացիոն փոխկապվածության գնահատում⁸⁷

		deposit	loan
Pearson's rho	deposit	1.000	.680**
	Sig. (2-tailed)	.	.000
	N	204	204
loan	relation Coefficient	.680**	1.000
	Sig. (2-tailed)	.000	.
	N	204	204

** . Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

Աղյուսակում ներկայացված տվյալներից պարզ է դառնում, որ դիտարկվող երկու ցուցանիշների մեջ առկա կոռելյացիոն կապվածությունը նշանակալի է, քանի որ կոռելյացիայի գործակիցը գտնվում է 0.6-0.8 միջակայքում: Սա նշանակում է, որ մեր երկրում վարկի և ավանդի տոկոսադրույքները իրար հետ փոխկապված են, և դրանցից մեկի փոփոխությունը հանգեցնում է մյուսի փոփոխության: Հիմնվելով այս արդյունքի վրա, կարող ենք եզրակացնել, որ տոկոսադրույքի այս տեսակներից մեկի գնահատման

⁸⁶ Կոռելյացիոն վերլուծությունը հիմնականում իրականացվում է 3 տեսակի կոռելյացիոն գործակիցների միջոցով՝ Պիրսոն, Սպիրման և Քենդլ Թաու: Ամենատարածվածը Պիրսոնի գործակիցն է: Սակայն Պիրսոնի գործակցով հաշվարկներ կատարելու համար անհրաժեշտ է հավաստիանալ, որ առկա են հետևյալ անհրաժեշտ նախապայմանները. ընտրանքը հոմոսկեդաստիկ է, փոփոխականների միջև առկա է գծային կապ, տվյալները վերցված են նորմալ բաշխվածություն ունեցող շարքերից և այլն: Մեր պարագայում գործ ունենք հետերոսկեդաստիկ բաշխման հետ: Այս վերլուծության ժամանակ Պիրսոնի գործակիցն ընտրելու բացառությունը լավագույնս բացատրված է Hinton, Perry R., Charlotte Brownlow, Isabella McMurray, and Bob Cozens. "SPSS Explained". New York: Routledge, 2004, տես էջ 296-309

⁸⁷ Կոռելյացիոն վերլուծությունը իրականացվել և աղյուսակը կառուցվել է հեղինակի կողմից SPSS ծրագրի կիրառման միջոցով:

արդյունքները կարող ենք տարածել մյուսի վրա, և դրանք կունենան գնահատման նույն արդյունքը:

Մեր երկրի օրինակով ապացուցված այս փոխկապվածությունը մշտապես եղել է տարբեր տնտեսագետների վերլուծության առարկան: Նորմալ պայմանների համար (երբ տնտեսությունը չի գտնվում որևէ շոկային ազդեցության կամ քաղական ու այլ հանգամանքներով պայմանավորված ցնցումների մեջ) իրականացված բոլոր վերլուծություններում դրանք ունեցել են բարձր կախվածություն: Հենց նման վերլուծությունների արդյունքում էլ, արվել է այնպիսի եզրակացություն, տոկոսադրույքի բոլոր տեսակները ունեն բարձր կոռելայնություն և վերլուծական աշխատանքներում փոխարինելի են⁸⁸:

Այսպիսով, հաշվի առնելով վերոնշյալը, և ելնելով այն հանգամանքից, որ այս հետազոտության շրջանակներում խնդիր է դրվել ուսումնասիրել բանկային տոկոսադրույքների ունեցած ազդեցությունը տնտեսության վրա, հետագավերլուծություններում որպես բանկային տոկոսադրույք օգտագործենք առևտրային բանկերի կողմից տրամադրվող վարկային տոկոսադրույքը:

Մակրոտնտեսական հաջորդ ցուցանիշը, որը էական կապ ունի բանկային տոկոսադրույքի հետ, ինֆլյացիայի մակարդակն է: Դեռևս այս հետազոտության 1-ին գլխում ներկայացվել է տոկոսադրույքի և ինֆլյացիայի միջև փոխադարձ կապը և այն մեկնաբանվել է Ֆիշերի էֆեկտի միջոցով: Այժմ ավելի մանրամասն վերլուծենք այց փոխկապվածությունը և փորձենք ուսումնասիրել բանկային տոկոսադրույքների և ինֆլյացիայի միջև առկա փոխկապվածությունը Հայաստանի Հանրապետությունում:

Ինչպես հայտնի է, Ֆիշերի հավասարումը ունի հետևյալ տեսքը.

$$i=r+\pi \quad (5)$$

Այս հավասարությունը ցույց է տալիս, որ անվանական տոկոսադրույքը հավասար է իրական տոկոսադրույքի և ինֆլյացիայի հանրագումարին: Այսինքն՝ անվանական տոկոսադրույքի փոփոխության վրա կարող են ազդել այս երկու ցուցանիշները:

⁸⁸ Ващелюк Н.В., Трунин П.В. Анализ влияния нестандартных мер монетарной политики на основные макроэкономические показатели // Препринт РАНХиГС. 2015.

ել նեւոյ նշվածից, կարող ենք միավորել իրական տոկոսադրույքի և ինֆլյացիայի տեմպի տեսությունները:

Ինֆլյացիայի տեմպի տեսությունը նշում էր, որ փողի զանգվածի ավելացումը բերում է ինֆլյացիայի տեմպի ավելացման: Համաձայն փողի քանակական տեսության՝ փողի զանգվածի հավելածի տեմպի մեծացումը 1 տոկոսով, բերում է, առաջացնում է ինֆլյացիայի տեմպի մեծացում նույնպես 1 տոկոսով⁸⁹: Իսկ ինֆլյացիայի տեմպի մեծացումը 1 տոկոսով իր հերթին հանգեցնում է անվանական տոկոսադրույքի բարձրացման: Անվանական տոկոսադրույքի և ինֆլյացիայի տեմպի այս կապվածությունը ստացել է Ֆիշերի էֆեկտ անվանումը⁹⁰:

Անդրադառնալով վարկավորման տոկոսադրույքին, պետք է նշենք, որ եթե փոխառուի և վարկատուի մեջ որպես պայման կիրառվում է անվանական տոկոսադրույքը, ապա նրանցից յուրաքանչյուրը կարող է հայտնվել և շահողի կորցնողի դերում, քանի որ ինֆլյացիան կարող է տարբեր զարգացումներ ունենալ, և կողմերը չգիտեն թե ինֆլյացիայի տեմպը ինչ արժեքներ կընդունի վարկավորման ժամկետի վերջում: Այդ իսկ պատճառով, անհրաժեշտություն է առաջանում տարբերակել տոկոսադրույքի 2 հասկացություն՝ սպասումային (ex ante) և փաստացի (ex post):

Մեկնաբանելով Ֆիշերի էֆեկտը վարկային տոկոսադրույքների պարագայում, պետք է նշենք, որ վարկի անվանական տոկոսադրույքը չի կարող ճշգրտվել փաստացի ինֆլյացիայի տեմպի հաշվին, քանի որ վարկային գործարքը կատարելու պահին այն դեռևս հայտնի չէ, ուստի այն ճշգրտվում է սպասվող ինֆլյացիայի տեմպի միջոցով: Արդյունքում Ֆիշերի էֆեկտը կստանա հետևյալ տեսքը.

$$i = r + \pi^e \quad (6)$$

որտեղ π^e –ն սպասվող ինֆլյացիայի տեմպն է:

Հիմնվելով վերոգրյալին, հաշվենք վարկատուի համար, միջոցների վերաբաշխման արդյունքում ստացված պարգևատրության չափը.

$$(1+i) = (1+r) (1+\Delta P_e) \quad (7)$$

⁸⁹ Գ. Ե Կիրակոսյան, տնտեսագիտություն տեսություն, Երևան 2009 թ, էջ 650

⁹⁰ Գ. Ե Կիրակոսյան, Տնտեսագիտություն տեսություն, Երևան 2009 թ, էջ 710

Որտեղ՝ i -ն անվանական տոկոսադրույքն է,

r -ը իրական տոկոսադրույքն է

ΔP_e -սպասվելիք տարեկան ինֆլյացիայի մակարդակը:

Մաթեմատիկորեն ձևափոխելով բանաձևը կստանանք.

$$i = r + \Delta P_e + r\Delta P_e \quad (8)$$

Այստեղ կարևոր է անդրադառնալ մի շարք կարևոր հանգամանքների.

Առաջին հերթին խոսքը վերաբերվում է սպասումներին: Դրանք կրում են սուբյեկտիվ կանխագուշակման սկզբունք և կարող են իրականանալ կամ ոչ: Սովորաբար տեսական գրականության մեջ տարբերակում են սպասումային 2 տեսակ՝ ուղղորդված և անցումային⁹¹: Ուղղորդված սպասումները հիմնականում հանդես են գալիս երևույթի ընթացքին համապատասխան: Օրինակ, եթե ինֆլյացիայի տեմպը վերջին ամիսներին շարունակաբար իջել է, ապա սպասումները շարունակում են կանխատեսել տեմպի իջեցում: Անցումային սպասումները հիմնականում տեղի են ունենում տեմպի փոփոխության շրջման կետերում, երբ տեմպը մոտենում է կրիտիկական կետին, և ակնհայտ է դառնում հակադարձ սպասելիքները:

Երկրորդ կարևոր դիտարկումը առավել տեսական է, և վերաբերվում է այն դեպքին, երբ շուկայի մասնակիցները չեն կանխատեսում գների փոփոխություն, այդ դեպքում իրական և անվանական տոկոսադրույքները հավասար են, ինչի արդյունքում ΔP_e -ն ընդունում է 0-ական արժեք, սակայն տարբեր գիտնականների հավաստմամբ այն չի բերում էական շեղումների և շատ դեպքերում կարելի է անտեսել:

Վերադառնալով ՀՀ-ում բանկային տոկոսադրույքների և ինֆլյացիայի փոխկապվածությանը ներկայացնենք իրականացված ռեգրեսիոն վերլուծության արդյունքները.

$R = 0.438$, ինչը նշանակում է, որ կապը շատ թույլ է, $R^2 = 0.192$, ինչը ցույց է տալիս, որ ինֆլյացիայի փոփոխության կապը շատ քիչ է ակնհայտ

⁹¹ Обеспечение устойчивой процентной политики с помощью стресс тестов, Калашникова Ю., Финансы и кредит, 15 (543) – 2013г, с 38

Է բնութագրվում տոկոսադրույքի փոփոխությամբ (10 %), SigF - 0.277 , Sig T - 0.74⁹²:

Այսպիսով, Հայաստանի հանրապետությունում բանկային տոկոսադրույքները և ինֆլյացիան փոխկապակցված ցուցանիշներ չեն: Այս հանգամանքի հիմնական մեկնաբանությունը, թերևս, մեր տնտեսության անցումային փուլում գտնվելն է: Արդյունքում այս երկու ցուցանիշների միջև առաջանում է խզում, որը բավականին լուրջ ազդեցություն է թողնում տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների ունեցած փոխկապակցության վրա:

Բանկային տոկոսադրույքի՝ տնտեսության իրական հատվածի վրա ունեցած ազդեցությունը գնահատելու համար նախ և առաջ անդրադառնանք տնտեսության իրական հատված տերմինի կիրառությանն ու բովանդակությանը: Վերջին տասնամյակում ֆինանսական համակարգի առավել շատ ճգնաժամային դրսևորումներով պայմանավորված տարբեր տնտեսագետների և ինստիտուտների կողմից վերստին սկսվեց կիրառվել տնտեսության իրական հատվածի կարևորությունը և այդ հատվածի շնորհիվ կայուն տնտեսական աճի ապահովման կարևորությունը: Այնուհանդերձ, ժամանակակից տնտեսագիտական գրականության մեջ տնտեսության իրական հատված տերմինի էությունն ու բովանդակությունը հազվադեպ է անդրադարձ կատարվում, ինչն էլ մի շարք վերլուծական խնդիրների պատճառ է հանդիսանում:

Տնտեսագիտական գրականության մեջ տնտեսության հատվածային կարևորվածքի առաջին բնորոշումներից մեկը տրվել է Քոլին Քլարկի կողմից, 1940թ. հրատարակված «Տնտեսական առաջընթացի պայմանները» գրքում: Այս աշխատանքում տնտեսությունը դիտարկվում է երեք հատվածների մասին տեսության միջոցով: Ըստ վերջինիս, ժամանակակից տնտեսությունը ունի եռամակարդակ մոդել (three-sector hypothesis): Իր հետագա աշխատություններում հեղինակը նաև երեքդային հատվածից առանձնացնում է չորրորդ հատվածը՝ տեղեկատվականը (տեղեկատվական տեխնոլոգիաներ, կրթություն, գիտական հետազոտություններ, գլոբալ մարքեթինգ, բանկային, ֆինանսական և այլ ծառայություններ): Այս տարանջատումը

⁹² ՀՀ ԿԲ իրականացրած մակրոտնտեսական վերլուծություն, cba.am թիվ 19 վերլուծություն, էջ 57-61,

հիմնավորվում է այն հանգամանքով, որ նշված ճյուղերը բուն արտադրության հետ ուղղակի կապվածությու են չունեն ասլ առընչվում են դրա պլանավորման և կազմակերպման գործընթացի հետ:

Ե. Ռուս մյանցևայի հեղինակած «Նոր տնտեսագիտական հանրագիտարանում» «տնտեսության հատված» (сектор экономики, economic sector) տերմինը բնութագրվում է որպես տնտեսական համակարգի տարր, ընդհանուրի մաս, որը դասակարգվում է ըստ հետևյալ առանձնահատկությունների՝

- սեփականության ձևի (պետական, մասնավոր, մոնոպոլիստիկ),
- արտադրության չափերի (խոշոր (կորպորատիվ), միջին, մանր),
- ներդրումային գործունեության ուղղությունների (իրական, ֆինանսական),
- ճյուղերի (արդյունաբերական, բանկային և այլն)⁹³:

Սակայն Ե. Ռուս մյանցևան փաստորեն բավարարվում է միայն իրական հատվածի սահմանազատմամբ՝ որպես դասակարգման հիմք նշելով ներդրումային գործունեության ուղղությունը (տվյալ դեպքում նկատի ունենալով լայն առումով ողջ նյութական արտադրության ոլորտը): Առանձին իրական հատվածի բնորոշումը բացակայում է:

Ըստ մեկ այլ տեսակետի՝ «տնտեսության հատվածը» մակրոտնտեսության խոշոր մասն է, որն օժտված է համատեղելի ընդհանուր բաղադրիչներով, ինչը հնարավորություն է տալիս առանձնացնելու այն տնտեսության մյուս հատվածներից՝ տեսական կամ գործնական նպատակներով: Իրական հատվածը վերաբերում է տնտեսության արտադրական հատվածին, որն անմիջականորեն կապված է նյութական արտադրության, շահույթի ստացման և բյուջեի համալրման հետ⁹⁴:

Ակնհայտ է, որ վերոնշյալ սահմանմամբ ևս իրական հատվածը ներառում է մակրոտնտեսության մեջ ձեռնարկատիրության այն մասը, որը զբաղվում է նյութական բարիքների արտադրությամբ, այլ կերպ ասած՝ չի ներառում ծառայությունների ոլորտը: Հատկանշական է, որ այստեղ ընդգծվում է իրական հատվածի ևս մի բնութագրիչ, այն է՝

⁹³ Румянцева Е. Е. Новая экономическая энциклопедия. М., 2005, с 478:

⁹⁴ Копурлин В. Н., Остапенко Д. В. Новый экономический словарь. Ростов-на-Дону, 2008, с 428:

շահույթի հետապնդումը, ինչն էլ իր հերթին ենթադրում է համապատասխան հարկերի վճարում և այս առումով՝ բյուջեի համալրում:

Մեկ այլ սահմանման համաձայն՝ տնտեսության իրական հատվածը իրենից ներկայացնում է մրցունակ և բարձր տեխնոլոգիական արտադրանքի թողարկում, որի նպատակն է բավարարել սպառողների պահանջմունքները արտաքին և ներքին շուկաներում⁹⁵:

Այստեղ, իհարկե, «մրցունակ» բառը մեզ հուշում է, որ պետք է նկատի առնել շահույթ հետապնդող ձեռնարկատիրության ոլորտը, իսկ ինչ վերաբերում է բարձր տեխնոլոգիաներին, նկատենք, որ չնայած այդ ոլորտը ևս ներառվում է իրական հատվածի կառուցվածքում, սակայն միշտ է, որ իրական հատվածի թողարկած արտադրանքը կարող է բարձր տեխնոլոգիական լինել (օրինակ՝ գյուղմթերքների ավանդական արտադրությունը): Մասնագիտական գրականության մեջ «իրական հատվածը» ներկայացվում է նաև որպես տնտեսավարող այն սուբյեկտների ամբողջությունը, որոնց հիմնական գործունեությունը ապրանքների արտադրությունն է և ոչ ֆինանսական ծառայությունների մատուցումը: Ծահույթ չհետապնդող կազմակերպությունները դուրս են մնում իրական հատվածի շրջանակներից⁹⁶:

Համաձայն այս բնորոշման՝ իրական հատվածը առանձնացվում է ֆինանսական հատվածից, սակայն ծառայությունների ոլորտի գերակշիռ մասը, որը չի վերաբերում ֆինանսական ծառայություններին, ներառված է իրական հատվածում, ինչը ևս ճիշտ համարել չենք կարող:

Այսպիսով, ընդհանրացնելով վերը բերված սահմանումները և դատողությունները, կարող ենք ասել, որ տնտեսության իրական հատվածը խոշոր, միջին և փոքր այն առևտրային կազմակերպությունների ամբողջությունն է, որոնց հիմնական գործունեությունը ուղղված է շուկայում սպառողների նյութական պահանջմունքները բավարարող ապրանքների արտադրությանը:

Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական վիճակի մասին Հայաստանի ազգային վիճակագրական ծառայության ներկայացրած

⁹⁵ Зайцев Н. Л. Краткий словарь экономиста. М., 2008, с 224

⁹⁶ Сергиенко Я. В. Финансы и реальный сектор. М., 2004, с 9

պարբերական զեկույցներում⁹⁷ առանձնացվում են տնտեսության հետևյալ հատվածները՝ իրական, հարկաբյուջետային, ֆինանսական, արտաքին, սոցիալ-ժողովրդագրական:

Սակայն, տվյալ դեպքում իրական հատվածի համատեքստում դիտարկվում է ամբողջ համախառն թողարկումը ինչպես արդյունաբերության, գյուղատնտեսության, շինարարության, այնպես էլ տրանսպորտի, կապի, առևտրի և այլ ծառայությունների ոլորտներում:

Մեր կարծիքով, վերլուծության այսպիսի մոտեցման դեպքում «իրական հատված» տնտեսագիտական տերմինի կիրառությունը միարժեքորեն սխալ է, քանի որ, ինչպես արդեն նշեցինք, տնտեսության իրական հատվածը ներառում է միայն նյութական արժեքների ստեղծման ոլորտը, և, հետևաբար, տրանսպորտը, կապը, առևտուրը, ինչպես նաև մնացած այլ ծառայությունները չեն կարող դիտարկվել իրական հատվածում:

Համաշխարհային բանկի ամենամյա «Համաշխարհային զարգացման ցուցիչները» (World development indicators) հրատարակման մեջ, սկսած 2009 թվականից, կիրառվում է 1989 թ. ՄԱԿ-ի ընդունած՝ տնտեսական գործունեության տեսակների դասակարգման միջազգային ստանդարտի 4-րդ՝ վերանայված տարբերակը (ISIC rev. 4)⁹⁸:

Համաձայն «Համաշխարհային զարգացման ցուցիչների», աշխարհի երկրների համախառն թողարկման ծավալները ներկայացվում են գյուղատնտեսության, արդյունաբերության և ծառայությունների ոլորտներով, որոնք ըստ ISIC խմբավորում 4-ի՝ համապատասխանաբար ներառում են 1-5, 10-45 և 50-99 ենթաբաժինները⁹⁹:

Համաձայն ընդհանրացված սահմանումի՝ տվյալ դեպքում տնտեսության իրական հատվածը կներառի ISIC խմբ. 3-ի A-F բաժինները, մասնավորապես՝

բաժին A – գյուղատնտեսություն, որսորդություն և անտառային տնտեսություն (01, 02 ենթաբաժիններ),

⁹⁷ Տես օրինակ՝ Հայաստանի Հանրապետության սոցիալ-տնտեսական վիճակը 2016 թ. հունվար-հունիսին:
⁹⁸ Նույնը՝ <http://www.unstats.un.org>, International Standard Industrial Classification of All Economic Activities, Revision 4 (ISIC rev. 4):
⁹⁹ Նույնը՝ «World Development Indicators 2009», 2010:

բաժին B – ձկնորսություն (05 ենթաբաժին),

բաժին C – լեռնամետալուրգիա և հանքագործական արդյունաբերություն (10-14 ենթաբաժիններ),

բաժին D – մշակող արդյունաբերություն (15-37 ենթաբաժիններ),

բաժին E – էլեկտրականության, գազի և ջրի մատակարարում (40, 41 ենթաբաժիններ),

բաժին F – շինարարություն (45 ենթաբաժին):

Ընդհանրացնելով տնտեսագիտական գրականության բնորոշումները, կարող ենք նշել, որ ընդհանուր առմամբ տնտեսության իրական հատվածը իրենից ներկայացնում է առևտրային կազմակերպությունների ամբողջություն, որոնց գործունեությունը ուղղված է շուկայում սպառողների նյութական պահանջմունքները բավարարող ապրանքների արտադրությանը:

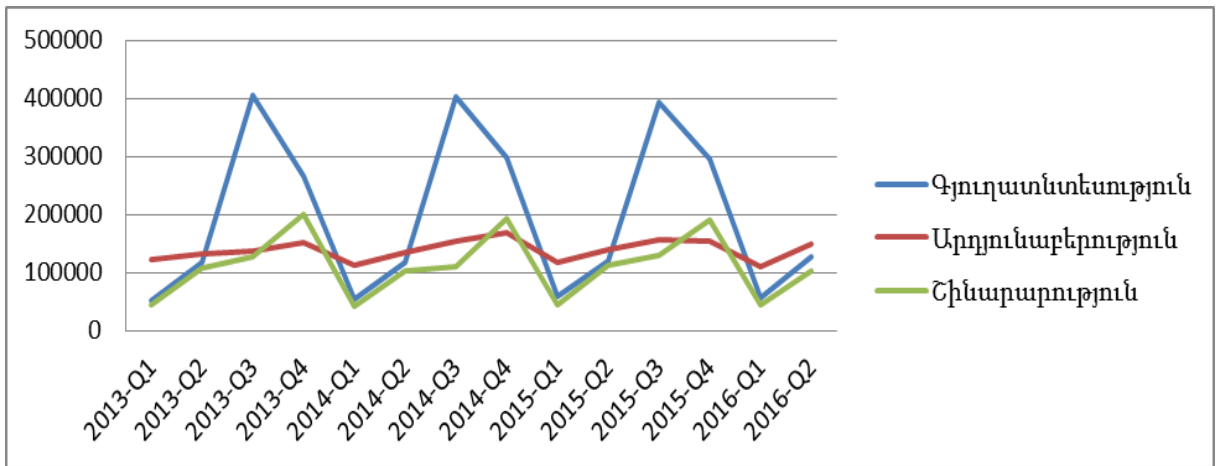
Հիմնվելով միջազգային ստանդարտների վրա, 2009 թվականից ՀՀ-ում կիրառվող տնտեսական գործունեության տեսակների դասակարգչի (SԳՏԴ, Խմբ.2)¹⁰⁰ հիման վրա սահմանվել են այն ոլորտներն ու ճյուղերը, որոնք կարող են վերագրվել տնտեսության իրական հատվածին: Այդ ճյուղերն են հանդիսանում.

- Գյուղատնտեսություն
- Հանքագործական արդյունաբերություն և բացահանքերի շահագործում.
- Մշակող արդյունաբերություն.
- Էլեկտրականության, գազի, գոլորշու և լավորակ օդի մատակարարում.
- Ջրամատակարարում, կոյուղի, թափոնների կառավարում և վերամշակում.
- Շինարարություն¹⁰¹:

Այսպիսով, լայն առումով՝ տնտեսության իրական հատվածը իր մեջ ներառում է գյուղատնտեսության, արդյունաբերության և շինարարության ոլորտները: Այժմ վերլուծենք վերջին 3 տարիներին այս ոլորտների թողարկման ծավալների դինամիկան:

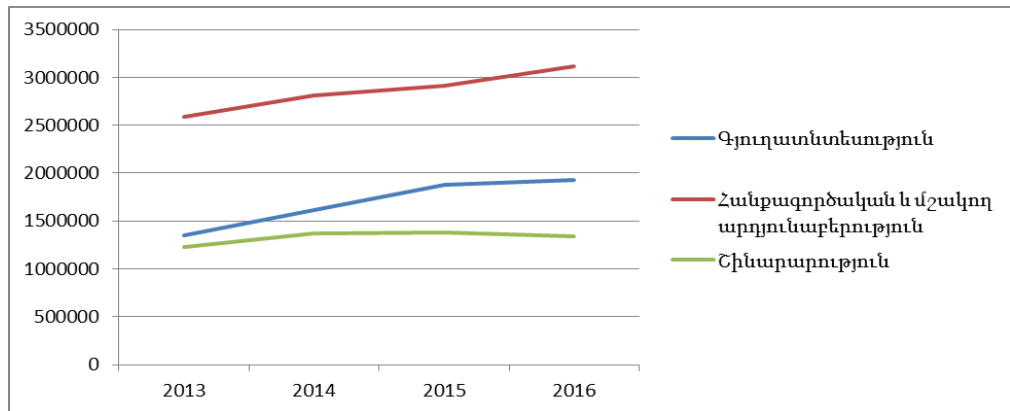
¹⁰⁰ Աղբյուրը՝ ՀՀ Էկոնոմիկայի նախարարի 2009թ. հունիսի 3-ի թիվ 372-Ն հրաման

¹⁰¹ Աղբյուրը՝ ՀՀ Էկոնոմիկայի նախարարի 2009թ. հունիսի 3-ի թիվ 372-Ն հրաման



Գծապատկեր 10: ՀՀ տնտեսության իրական հատվածի զարգացման դինամիկան ըստ տեռամսյակների 2013-2016 թթ¹⁰²(մլն դրամ):

Ինչպես երևում է գծապատկեր 10-ից, իրական հատվածի զարգացման դինամիկան առավել ասես բնութագրվում է բարձր սեզոնայնությամբ, ինչն առավել բարձր դրսևրում ունի արդյունաբերության ոլորտում: Սակայն բացի սեզոնային վարիվերումներից, այս ոլորտները նշված ճամնակահատվածում գրանցել են նաև զգալի աճ, ինչը ակնհայտ երևում է տարեկան ծավալների համադրման արդյունքում:



Գծապատկեր 11: ՀՀ տնտեսության իրական հատվածի զարգացման դինամիկան 2013-2016 թթ. (մլն դրամ):

Ինչպես երևում է գծապատկեր 11-ից, աճի առավել բարձր մակարդակ ապահովել է հանքագործական և մշակող արդյունաբերության ոլորտը: 2016 թվականին աճ է արձանագրել նաև գյուղատնտեսության ոլորտը, սակայն այդ տեմպը զգալի նվազել է նախորդ տարիների համեմատ: Նշված ոլորտներից միակը որը արձանագրել է բացասական աճ՝ շինարարության ոլորտն է, ինչը

¹⁰² Գծապատկերը կազմվել է հեղինակի կողմից, Աղբյուրը՝ տես Յավելված 4

այս մանավորված է այս ոլորտում ծավալների ընդհանուր մակարդակի նվազման հետ:

Այժ ուսումնասիրենք այս ոլորտների և բանկային տոկոսադրույքի փոխկապվածությունը կոռելացիոն վերլուծության միջոցով¹⁰³:

Իրականացված վերլուծությունը ցույց տվեց, որ նշված ոլորտներից վարկային տոկոսադրույքի հետ ամենաբարձր կոռելացիոն գործակիցն ունի գյուղատնտեսության ոլորտը, որտեղ համապատասխան գործակիցը կազմում է $R^2=0.46$: Այս կոռելացիոն կապը դասվում է միջին կապերի շարքին, այսինքն վարկային տոկոսադրույքի և գյուղատնտեսության ոլորտի ծավալների միջև կապ կա, որը բավականին էական և միջին ուժգնության կապ է: Սա նշանակում է որ գյուղատնտեսության ոլորտը բավականին էական ազդեցություն է ունենում վարկային տոկոսադրույքի փոփոխության հետ կապված:

Համեմատաբար ցածր է կապը արդյունաբերության և շինարարության ոլորտների և վարկային տոկոսադրույքի միջև և համապատասխանաբար կազմում է $R^2=0.14$ և $R^2=0.23$: Արդյունաբերության ոլորտի պարագայում նման թույլ կապվածությունը կարող է բացատրվել նաև օգտագործված ցուցանիշների սեզոնայնությամբ, ուստի ավելի բարվոք պատկեր ստանալու համար անհրաժեշտ է իրականացնել շարքի հարթեցում: Այս հարցին մենք առավել մանրամասն կանդրադառնանք աշխատանքի 3-րդ գլխում՝ Վեկտոր ավտորեգրեսիոն մոդելի մշակման ժամանակ:

Ինչ վերաբերվում է շինարարության ոլորտի և բանկային տոկոսադրույքի միջև կապվածությանը, պետք է նշենք, որ այստեղ թեև կապը բավականին թույլ է, սակայն այն գոյություն ունի, և շարքերի հարմարեցման և տվյալների մշակման արդյունքում այն ավելի էական չափ կստանա:

Առևտրային բանկերի տոկոսադրույքների և տնտեսական ցուցանիշների միջև փոխկապվածության համար ուսումնասիրենք Հայաստանի Հանրապետության ուսումնառման առավել խոշոր վարկային պորտֆել ունեցող բանկերի տոկոսային քաղաքականությունն ու

¹⁰³ Վերլուծությունը իրականացվել է Հավելված 2 և Հավելված 4-ում ներկայացված տվյալների հիման վրա:

տնտեսության իրական հատվածի ոլորտներին տրամադրվող վարկավորման ծավալները: Վերլուծությանը կիրականացնենք «Ակբա կրեդիտագրիկոլբանկ» ՓԲԸ, «Արդշինբանկ» ՓԲԸ և «Ամերիբանկ» ՓԲԸ օրինակով: Վերլուծության համար կօգտագործենք 2012-2015 թվականներին բանկերի կողմից տնտեսության իրական հատվածի ոլորտներին տրամադրված վարկերի ծավալները, իսկ տոկոսային քաղաքականության վերլուծությանը կիրականացնենք վարկերի համախառն ծավալների և զուտ տոկոսային եկամտի վերլուծության միջոցով:

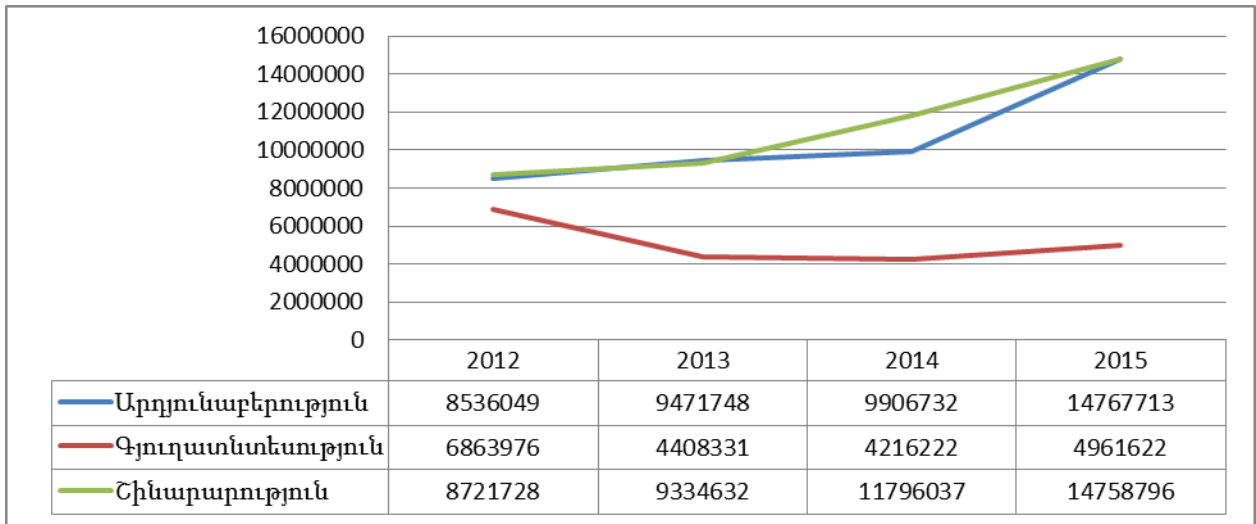
Հայաստանյան բանկերի մեջ խոշոր վարկային պորտֆելը ունի «Արդշինբանկ» ՓԲԸ-ն: 2015 թվականին բանկի տրամադրված վարկերի համախառն ծավալը կազմել է 281403 մլն դրամ:

Աղյուսակ 10: «Արդշինբանկ» ՓԲԸ-ի ամփոփ ֆինանսական ցուցանիշները (հազ. դրամ)¹⁰⁴

	2012	2013	2014	2015
Արդյունաբերության ոլորտի վարկեր	8536049	9471748	9906732	14767713
Գյուղատնտեսության ոլորտի վարկեր	6863976	4408331	4216222	4961622
Շինարարության ոլորտի վարկեր	8721728	9334632	11796037	14758796
Ընդամենը տրամադրված վարկեր	136064835	177082838	224368434	281403975
Չուտտոկոսային եկամուտ	18085324	23859507	24217976	34433365

Աղյուսակ 10-ում ներկայացված է «Արդշինբանկ» ՓԲԸ –ի կողմից տնտեսության իրական հատվածի տրամադրված վարկերի ծավալները, ըստ որի Արդյունաբերության և շինարարության ոլորտներում բանկը շարունակաբար արձանագրել է վարկավորման ծավալների աճ, ինչ վերաբերվում է գյուղատնտեսության ոլորտին, ապա այստեղ 2012-2014 թվականներին արձանագրվել է ծավալների կրճատում, և միայն 2015 թվականին դիտարկվել է աճ շուրջ 4.5 տոկոսով: Վարկավորման ծավալների դինամիկան առավել պատկերավոր ներկայացված է Գծապատկեր 12-ում:

¹⁰⁴ Աղյուսակը կազմվել է «Արդշինբանկ» ՓԲԸ-ի 2012-2015 թթ հաշվետվության ներքին հիման վրա, տես՝ Հավելված 12



Գծապատկեր 12: «Արդշինբանկ» ՓԲԸ-ի կողմից տնտեսության իրական հատվածի ոլորտներին տրամադրված վարկերի դինամիկան (հազ. դրամ) Անդրադառնալով բանկի կողմից տոկոսային ռկամտաբերության հաշվարկմանը, այն կիրականացնենք միավոր վարկի եկամտաբերության հաշվարկման միջոցով: Պարզ տոկոսի հաշվարկման միջոցով կստանանք միջին տոկոսային եկամտաբերության ցուցանիշը ըստ տարների:

Աղյուսակ 12: «Արդշինբանկ» ՓԲԸ-ի վարկերի միջին տոկոսային եկամտաբերությունը

	2012	2013	2014	2015
%	13.29	13.47	10.79	12.24

Այսպիսով, չնայած այն հանգամանքին, որ դիտարկվող բանկի վարկավորման ընդհանուր ծավալները շարունակաբար աճել են դիտարկվող ժամանակահատվածում, այնուհանդերձ տոկոսային եկամտաբերությունը ունեցել է այլ տատանումներ: Եթե 2012 և 2013 թվականներին բանկի վարկային արտֆելից ստացված շահույթը ապահովում էր տոկոսադրույքի մակարդակի փոփոխության հաշվին, ապա 2014 թվականին զուտ տոկոսային շահույթի աճը ապահովվել է վարկային արտֆելի ծավալների ավելացման հաշվին, իսկ 2015 թվականին այս 2 գործոնները միաժամանակ ավելացել են, ինչի արդյունքում էլ բանկը արձանագել է վերջին տարների ամենաբարձր զուտ տոկոսային եկամուտը:

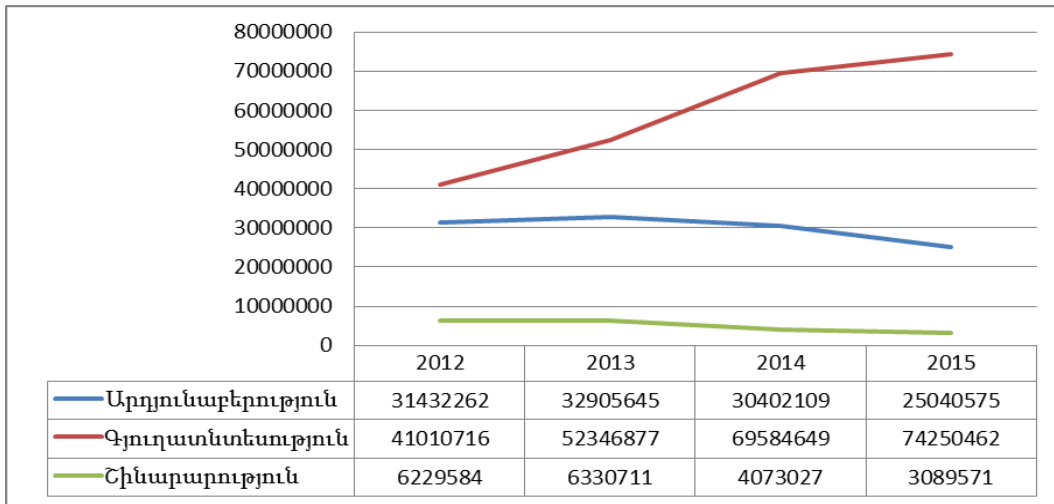
Վարկային պորտֆելի ծավալով հաջորդ խոշոր բանկը « ԱԿԲԱ-Կրեդիտագրիկոլ բանկ» ՓԲԸ-ն է, որի տրամադրած վարկերի համախառն ծավալը 2015 թվականին կազմել է 175109 մլն դրամ:

Աղյուսակ 13: «ԱԿԲԱ-Կրեդիտագրիկոլ բանկ» ՓԲԸ-ի ամփոփ ֆինանսական ցուցանիշները (հազ. դրամ)¹⁰⁵

	2012	2013	2014	2015
Արդյունաբերության ոլորտի վարկեր	31432262	32905645	30402109	25040575
Գյուղատնտեսության ոլորտի վարկեր	41010716	52346877	69584649	74250462
Ծինարարության ոլորտի վարկեր	6229584	6330711	4073027	3089571
Ընդամենը տրամադրված վարկեր	159296332	169282479	185713813	175109139
Զուտ տոկոսային եկամուտ	23704005	26059447	28737100	29582324

Ինչպես երևում է աղյուսակից « ԱԿԲԱ-Կրեդիտագրիկոլ բանկ» ՓԲԸ-ն վերջին տարիներին շարունակաբար աճ է արձանագրել ինչպես վարկային պորտֆելի ծավալի այնպես էլ զուտ տոկոսային շահույթի ցուցանիշների մասերով: Աճի բարձր տեմպ է արձանագրվել նաև գյուղատնտեսության ոլորտին տրամադրվող վարկերի ծավալներում: Նշենք, որ այս ցուցանիշով բանկն առաջատարն է հանրապետությանում: Ինչ վերաբերվում է Արդյունաբերության և շինարարության ոլորտներին տրամադրվող վարկերին ապա այս տեղ վերջին տարիներին նկատվում է անկում, հատկապես շինարարության ոլորտում այն կազմել է շուրջ 50 տոկոս: «Ակբա կրեդիտագրիկոլ բանկ» ՓԲԸ-ի կողմից տնտեսության իրական հատվածի ոլորտին տրամադրվող վարկերի դինամիկան պատկերված է Գծապատկեր 13-ում:

¹⁰⁵ Աղյուսակը կազմվել է «Ակբա կրեդիտագրիկոլ բանկ» ՓԲԸ-ի 2012-2015 թթ հաշվետվության ներքին հիման վրա, տես՝ Հավելված 13



Գծապատկեր 13: «Ակբակրեդիտագրիկոլ բանկ» ՓԲԸ-ի կողմից տնտեսության իրական հատվածի ու որոտներին տրամադրված վարկերի դինամիկան (հազ. դրամ)

Այժմ վերլուծենք բանկի կողմից ստացված զուտ տոկոսային եկամուտների կառուցվածքը: Պարզ տոկոսի հաշվարկման միջոցով ստացված արդյունքները փաստում են, որ այս բանկի կողմից վարկերի տեղաբաշխման արդյունքում ստացված եկամուտների աճը հիմնականում կրում է բանակական բնույթ, այսինքն աճը ապահովվել է վարկավորման ծավալների ավելացման հաշվին, քանի որ տոկոսային խոշոր փոփոխություններ չեն իրակացվե 2012-2017 թվականներին տոկոսային տատանումը կազմել է 0.5 տոկոսի սահմաններում, և միայն 2015 թվականին արդյունքներով միջին տոկոսադրույքը բարձր է շուրջ 1.5 տոկոսով: Այս փաստը վկայում է, որ բանկը առաելապես վարում է կայուն տոկոսային քաղաքականություն:

Աղյուսակ 14: «Ակբակրեդիտագրիկոլ բանկ» ՓԲԸ -ի վարկերի միջին տոկոսային եկամտաբերությունը

	2012	2013	2014	2015
%	14.88	15.39	15.47	16.89

Այժմ դիտարկենք «Ամերիբանկ» ՓԲԸ -ի վարկային արտօժեղի կառուցվածքն ու իրական հատվածի ու որոտների տրամադրված վարկերի ծավալները: Աղյուսակ --- երևեում է, որ բանկի վարկային արտօժեղը 2015 թվականին կազմել է 310854 մլն դրամ: Վերջինս աճի առավել մեծ միտում ունեցել է 2014 թվականին՝ արձանագրելով շուրջ 60 տոկոսանոց աճ:

Աղյուսակ 15: «Ամերիբանկ» ՓԲԸ -ի ամփոփ ֆինանսական
ցուցանիշները (հազ. դրամ)¹⁰⁶

	2012	2013	2014	2015
Արդյունաբերության ուրույն վարկեր	11960907	13763426	9348465	9027795
Գյուղատնտեսության ուրույն վարկեր	1498889	3415776	18950113	20659055
Ծինարարության ուրույն վարկեր	7787961	11260473	20161498	18813972
Ընդամենը տրամադրված վարկեր	142052675	171247930	281543612	310854599
Չուտոսացված եկամուտ	17598116	19421429	23363086	30848124

Վերլուծելով բանկի վարկերի միջին եկամտաբերությունը, ակնհայտ է դառնում, որ 2012-2015 թվականներին միջին վարկային տոկոսադրույքը կրճատվել է 2.4 տոկոսով, իսկ 2014 կազմել է 8.3 տոկոս: Սրա հետ միաժամանակ այս տարիներին ավելացել է բանկի թե վարկային արտֆելը և թե զուտ տոկոսային եկամուտը:

Աղյուսակ 16: «Ամերիբանկ» ՓԲԸ-ի վարկերի միջին տոկոսային
եկամտաբերությունը

	2012	2013	2014	2015
%	12.39	11.34	8.30	9.92

Ելնելով այս ամենից, կարող ենք եզրահանգել, որ «Ամերիբանկ» ՓԲԸ- կողմից վարվող ցածր տոկոսային քաղաքականությունը տվել է իր դրական արդյունքը, և հնարավորություն տվել բանկին լրացուցիչ հաճախորդների ներգրավման հաշվին ընդլայնել վարկային արտֆելը, ինչպես նաև ապահովել զուտ տոկոսային եկամուտի բարձր մակարդակ:

Այսպիսով, վերլուծելով բանկային տոկոսադրույքի և միջարք մակրոտնտեսական ցուցանիշների փոխկապվածությունը, ինչպես նաև առևտրային բանկերի տոկոսային քաղաքականության

¹⁰⁶ Աղյուսակը կազմվել է «Ամերիբանկ» ՓԲԸ-ի 2012-2015 թթ հաշվետվությունների հիման վրա, տես՝ Հավելված 14

առանձնահատկությունները, կարող ենք գալ եզրահանգման, որ բանկային տոկոսադրույքը էական ազդեցություն ունի մակրոտնտեսական ցուցանիշների և վարկավորման ծավալների վրա: Որոշ դեպքերում այդ կապվածությունը համեմատաբար թույլ է, այլ դեպքերում առավել ուժեղ, սակայն դրանց միջև առկա փոխկախվածությունն ու փոխազդեցությունը կասկած չի հարուցում: Տոկոսադրույքների փոփոխությունը այդ ցուցանիշների վրա տարբեր կերպ է ազդում, և որպեսզի ամբողջական պատկերացում կազմենք, թե ինչ ազդեցություն ունի բանկային տոկոսադրույքը տնտեսության զարգացվածության և տնտեսական աճի ապահովման վրա, անհրաժեշտ է իրականացնել բազմազոր ընդունելություն և դրանց հիման վրա իրականացնել ազդեցության գնահատում, ինչն էլ մենք կանենք այս աշխատանքի 3-րդ գլխում: Սակայն նախքան գնահատմանն անցնելը, կարևոր է ուսումնասիրել նաև բանկերի գործունեության ուղակի ազդեցությունը տնտեսության իրական հատվածի վրա, որը նրանք իրականացնում են վարկավորման և վարկային ներդրումների միջոցով:

2.3. ՀՀ տնտեսության իրական հատվածի վարկավորման գերակառվ որտեղի արդի վիճակն ու զարգացման դինամիկան

Տնտեսության զարգացման վրա վարկերի ազդեցության ուսումնասիրությունը միշտ եղել է տնտեսագետների ուսումնասիրության կենտրոնում: Վարկը ունի արտադրողական բնույթ, որի նպատակը միջոցների կենտրոնացումն է, որոնք հետագայում ծառայում են որպես լրացուցիչ տնտեսական արտեղծիչ: Վարկի անհրաժեշտությունը պայմանավորված է նրանով, որ կապիտալի շրջապտույտի ընթացքում որոշ սուբյեկտների մոտ առաջանում է ժամանակավոր ազատ դրամական միջոցներ, իսկ մյուսների մոտ այդ պահին զգացվում է լրացուցիչ կապիտալի պահանջարկ: Հանդիսանալով արտադրության արագացման և ընդլայնման գործիք՝ վարկն ինքն ապրանք չի ստեղծում, այլ աջակցում է դրա արտադրությանը: Ամեն դեպքում վարկը ոչ միայն միջնորդավորված օժանդակում է արտադրությանը, այլ ունի առանձնահատուկ դերը՝ իրականացնելով ռեսուրսների կենտրոնացում: Ըստ Օ.Ի. Լավրուշինի՝ նոր վճարամիջոցների ներդրումը նախընտրելի է կատարել վարկային վերաֆինանսավորման համակարգի ընդլայնման միջոցով, որը հիմնված է լավ մշակված մոնետար ծրագրի վրա: Լրացուցիչ դրամական միջոցները պետք է օգտագործվեն բացառապես արտադրական նպատակով, արդյունավետ ծրագրերի միջոցով, որոնք ապահովում են վարկային ներդրումների հոսքի իրականացումը¹⁰⁷:

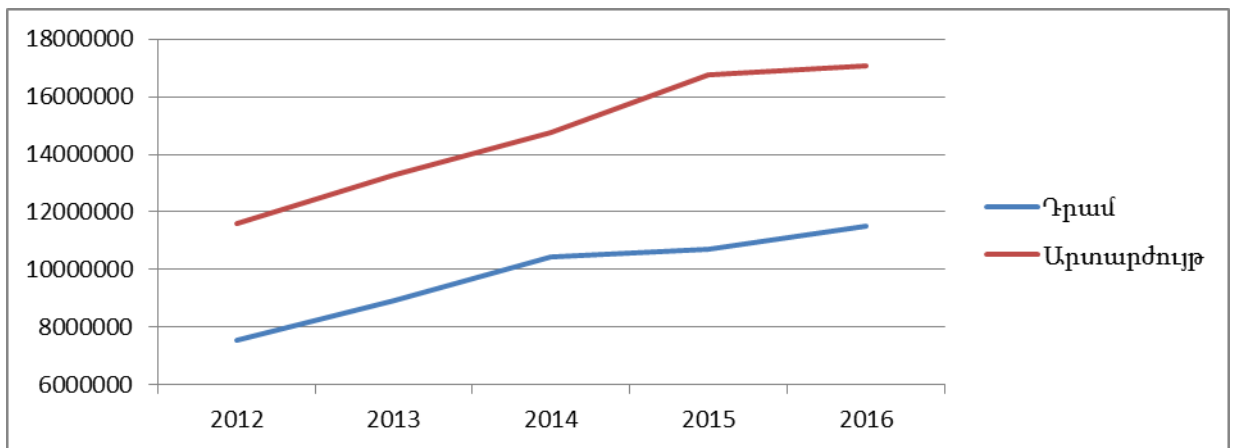
Արդյունքում տնտեսավարող սուբյեկտների մի կողմի մոտ առաջանում են ազատ դրամական միջոցներ, իսկ մյուսների մոտ դրանց պահանջարկի ձևավորում: Վարկային ռեսուրսների շուկայի առանձնահատուկությունը կայանում է նրանում, որ այստեղ ստեղծվում են նոր փողեր, որոնք բավարարում են շուկայական հարաբերությունների ոլորտներում առաջացած լրացուցիչ պահանջարկը: Վարկի միջոցով կարգավորվում է ամբողջական

¹⁰⁷ Վ. Գալստյան, Վարկը որպես տնտեսության զարգացման կարևոր նախադրյալ, Ֆինանսներ և Եկոնոմիկա, #9-10, Երևան 2014թ, Էջ 41

դրամաշրջանառությունը, ինչպես նաև յուրաքանչյուր տնտեսավարող սուբյեկտի և հասարակության եկամտի շրջանառությունը: Վարկային միջոցներն անուղղակիորեն ազդում են շրջանառության մեջ գտնվող դրամական զանգվածի վրա, որի արդյունքում վարկը նպաստում է շուկայի մեծացմանը՝ պահանջարկի տեսանկյունից:

Համաձայն Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկի հրապարակած ցուցանիշների 2015 թվականի դեկտեմբերի 31-ի դրությամբ առևտրային բանկերի և վարկային կազմակերպությունների կողմից տրամադրված վարկերի ընդհանուր ծավալը կազմել է 2 տրլն 747,5 մլրդ դրամ, որից 1 տրլն 336,7 մլրդ դրամը կազմել է արտարժույթով վարկերը, ՀՀ դրամով տրամադրված վարկերի ծավալը կազմել է իսկ 706,7 մլրդ դրամ:

Արդեն 2016 թվականին, տրամադրված վարկերի ծավալը կազմել է 2 տրլն 854.8 մլրդ դրամ, որից 1 տրլն 705.3 մլրդ դրամը կազմել են արտարժույթով վարկերը:

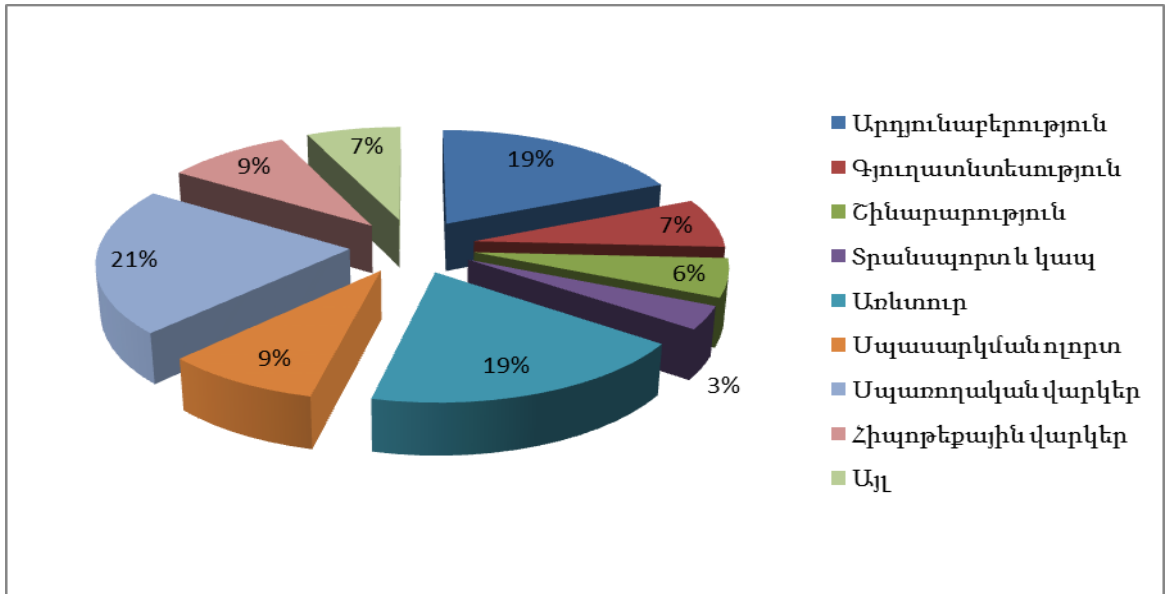


Գծապատկեր 14: ՀՀ դրամով և արտարժույթով տրամադրված վարկերի ծավալները 2012-2016 թթ¹⁰⁸.

Գրաֆիկում ներկայացված է 2012-2016 թվականներին տրամադրված վարկերի ծավալների դինամիկան, որի ուսումնասիրությունից ակնհայտ է դառնում, որ վերջին 5 տարիների ընթացքում գրանցվել է աճի կայուն տեմպ, միաժամանակ կարող ենք փաստել, որ ընդհանուր առմամբ պահպանվել է նաև դրամով և արտարժույթով տրամադրվող վարկերի համամասնությունը:

¹⁰⁸ Գծապատկերը կառուցվել է հեղինակի կողմից, տվյալների աղբյուրը՝ Կենտրոնական բանկի ֆինանսական կազմակերպությունների վիճակագրություն https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/Banks-GDP.xls

Անդրադառնալով տնտեսության մեջ վարկի վերաբաշխման գործառնություն, ներկայացնենք թե ինչ վարկային ներդրումներ են իրականացնում բանկերը իրենց տրամադրության տակ գտնվող վարկային արտֆեյի գումարներից:



Գծապատկեր 15: 2016 թվականին տրամադրված վարկերի կառուցվածքը, ըստ տնտեսության ոլորտների¹⁰⁹

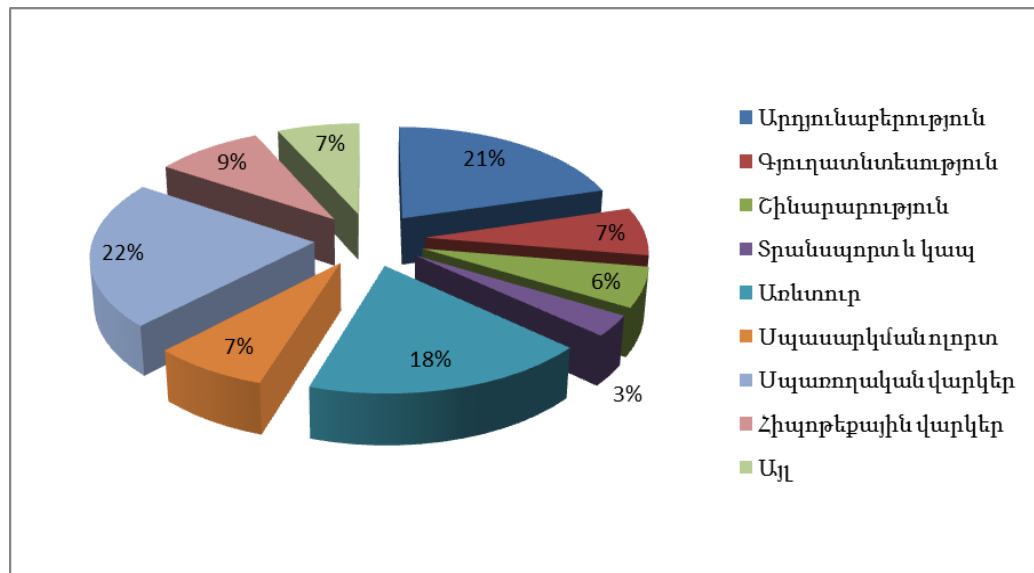
Ըստ գծապատկեր 15-ի, ակնհայտ է, որ տրամադրված վարկերից սպառողական վարկերն արդյունաբերության, առևտրի ոլորտին ավանդաբար կազմում են բանկերի ընդհանուր վարկերի գերակշիռ մասը՝ 2016թ-ի դրությամբ կազմելով համապատասխանաբար՝ 21%, 18% և 19%:

Նախորդ տարվա համեմատությամբ վարկավորման ամենամեծ աճը արձանագրվել է արդյունաբերության ոլորտում, 2015 թվականի համեմատ աճելով 1.8 տոկոսային կետով, իսկ առավելագույն անկումը գրանցվել է սպասարկման ոլորտին տրամադրվող վարկերի ծավալում: 2015 թվականին այս ցուցանիշը կրճատվել է 1.6 տոկոսով և կազմել ընդհանուր վարկավորման ծավալի 7.22 %: Կրճատվել են նաև գյուղատնտեսության, առևտրի, տրանսպորտի և կապի ոլորտների տեսակարար կշիռը վարկավորման ընդհանուր ծավալում:

Գծապատկեր 16-ում արտացոլված է 2015 թվականին ըստ տնտեսության ոլորտների տրամադրված վարկերի ծավալների տեսակարար կշիռները: Ծարունակելով այս վերջին տարիների

¹⁰⁹ «Առևտրային բանկերի վարկային կազմակերպությունների վարկերն ըստ ոլորտների (ամսական)», <https://www.cba.am/am/>

համեմատական վերլուծությունը, հավելենք, որ տարվա ընթացքում վարկավորման կրճատմանը նպաստել են ինչպես տարեվերջի արժույթային ճնշումների հետևանքով վարկերի տրամադրման պայմանների և ընթացակարգերի խստացումները, այնպես էլ վարկային պահանջարկի կրճատումը: Միևնույն ժամանակ կրճատման հիմնական պատճառներից մեկը եղել է գյուղատնտեսության ոլորտը, ինչը պայմանավորված է եղանակային ոչ բարենպաստ պայմաններով և գյուղատնտեսական արտադրանքի թողարկման ծավալների կրճատմամբ:



Գծապատկեր 16: 2015 թվականին տրամադրված վարկերի կառուցվածքը, ըստ տնտեսության ոլորտների¹¹⁰

Տնտեսության գերակա ոլորտների զարգացման վրա վարկավորման ազդեցությունը առավել ճիշտ գնահատելու համար մանրամասն վերլուծենք գերակա ոլորտների զարգացման դինամիկան և դրանց տրամադրված վարկերի ծավալները:

Այնուհասակ 16-ում ներկայացված է բանկերի կողմից գերակա ոլորտների վարկավորման ծավալները, ընդ որում ներառված են ինչպես ՀՀ դրամով այնպես էլ արտարժույթով տրամադրված վարկերը: Այս տվյալների դինամիկային կանդիդատներն առաջիկա վերլուծության ընթացքում:

¹¹⁰ «Առևտրային բանկերի վարկային կազմակերպությունների վարկերն ըստ ոլորտների (ամսական)», https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/7-loans%20by%20branches.xls

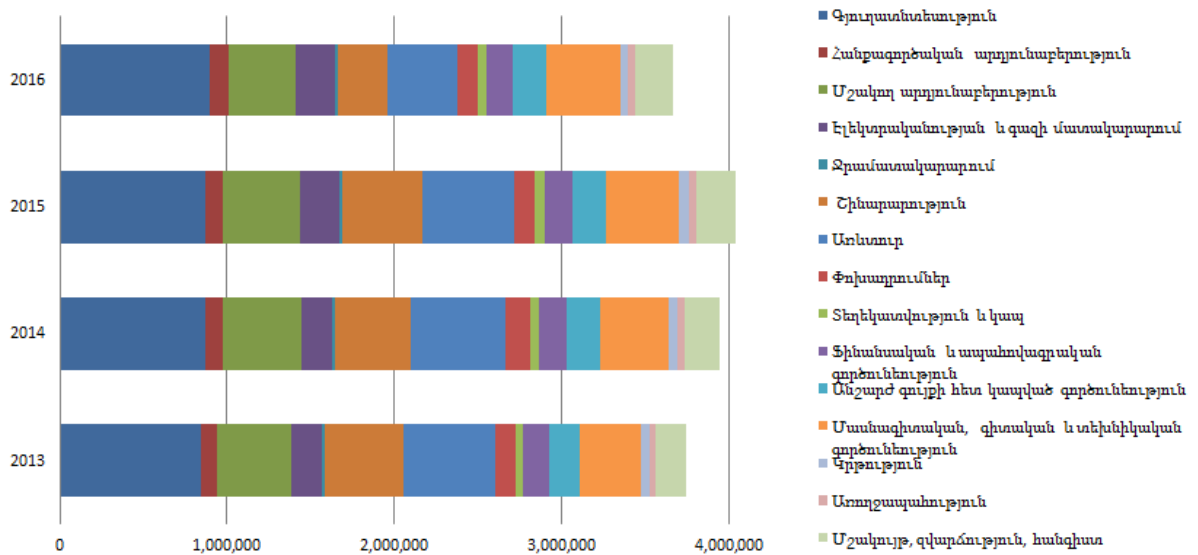
Աղյուսակ 17: Վարկավորման գերակա ոլորտների տրամադրված վարկերի ծավալները 2013-2016 թվականներին¹¹¹:

մլն. դրամ

	2013	2014	2015	2016
Գյուղատնտեսության	1355458	1614575	1881191	1927125
Հանքագործական արդյունաբերության	574156	628945	705485	727456
Մշակող արդյունաբերության	2011420	2184947	2204853	2383675
Էլեկտրականության և գազի մատակարարում	1446312	1611309	1705100	1822319
Ջրամատակարարում	30079	24057	23858	24587
Շինարարության	1233856	1369198	1385397	1338959
Առևտուր	4053270	4227792	4221783	4470974
Փոխադրումներ	470202	460648	454766	386582
Տեղեկատվության և կապ	126561	128539	347926	511495
Ֆինանսական և ապահովագրական գործունեություն	1110610	1168560	1067211	1434277
Անշարժ գույքի հետկապիտալ գործունեություն	203275	239990	372640	371947
Մասնագիտական, գիտական և տեխնիկական գործունեություն	54369	120038	169667	185308
Կրթություն	39732	38419	40288	48355
Առողջապահություն	85512	95713	121597	127774
Մշակույթ, զվարճություն, հանգիստ	74417	79323	91269	119573

Ինչպես նշել ենք հետազոտության առաջին գլխում, տնտեսության մեջ վարկավորման ծավալների ավելացումը բերում է այդ ոլորտներ աշխուժացման և զարգացման: Այդ մասին են վկայում ինչպես տեսամեթոդական վերլուծությունները, այնպես էլ միազգային փորձի ուսումնասիրությունը: Մեր երկրի օրինակով ասվածը ապացուցելու համար ներկայացնենք նաև դիտարկվող ժամանակահատվածում տնտեսության գերակա ոլորտների համախառն արտադրանքի ծավալները և աճի դինամիկան: Տվյալների առավել ամբողջական պատկերն ունենալու համար ներկայացնենք 2013-2016 թվականների տնտեսության գերակա ոլորտների համախառն արտադրանքի ծավալները: Դրանց դինամիկան առավել պատկերավոր տեսնելու համար ներկայացնենք գրաֆիկի միջոցով:

¹¹¹ «Առևտրային բանկերի վարկային կազմակերպությունների վարկերն ըստ ոլորտների», https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/7-loans%20by%20branches.xls



Գծապատկեր 17: Տնտեսության գերակա ոլորտների համախառն արտադրանքի ծավալները 2013-2016 թվականներին¹¹²:

Որպես վերլուծության ժամանակահատված կընտրենք 2013 թվականի հունվարից մինչև 2016 թվականի հունիս ընկած ժամանակաշրջանի եռամսյակային տվյալները: Ժամանակաշրջանի նման ընտրությունը պայմանավորված է տնտեսության նման ժամանակահատվածում տնտեսության առավել ասես ունեցել է միատեսակ զարգացում և ժամանակագրական շարքերը առավել լավ են բնութագրում վարկավորման և ոլորտների զարգացման միջև առկա փոխկապվածությունը: Վերլուծության համար որպես հիմք օգտագործվող ժամանակագրական շարքերը ներկայացված են Յավելված 3-ում և Յավելված 4-ում:

Վերլուծությունը իրականացվում է խաչաձև կոռելյացիայի միջոցով, ինչի արդյունքում ելքային աղյուսակը պատկերում է վարկավորման գերակա ոլորտների և տնտեսության ոլորտների զարգացման միջև առկա բոլոր կոռելյացիոն կապվածությունները (Տես Յավելված 5-ը):

Նախքան ոլորտային վերլուծության անցնելը, ուշադրության է արժանի ևս մեկ հանգամանք: Տնտեսության ոլորտներին ուղղվող վարկավորման և տվյալ ոլորտի աճի միջև առաջնային կոռելյացիոն

¹¹² Գծապատկերը կառուցվել է հեղինակի կողմից, տվյալների աղբյուրը՝ ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայության պաշտոնական կայք, <http://armstatbank.am/pxweb/hy/ArmStatBank/?rxid=002cc9e9-1bc8-4ae6-aaa3-40c0e377450a>

կապը բացակայում է: Առաջին հայացքից պարտոքսալ թվացող այս երևույթը իրականում ունի շատ պարզ բացատրություն: Բանն այն է, որ դիտարկվող շարքերը տրոհված են ըստ եռամսյակների, այդ իսկ պատճառով վարկային ներդրումների և թողարկման ծավալների միջև առկա է ժամանակային խզում: Ասվածը առավել պատկերավոր ներկայացնելու համար բերենք գյուղատնտեսության օրինակը: Անկախ այն հանգամանքից, թե որքան են կազմում ոլորտին ուղղվող վարկային ներդրումները, դրանց տկոսադրույթները, միևնույնն է այս ոլորտին ուղղվող վարկային ներդրումների ազդակները ի հայտ են գալու նվազագույնը 6 ամիս անց, ինչը պայմանավորված է ոլորտի պարբերաշրջանային բնույթով: Ասվածի ապացույց է հանդիսանում ոլորտի տարեկան վերլուծությունը, երբ թողարկման տարեկան ծավալները և տարեկան վարկավորումը բնութագրող կոռելյացիոն կապը բավականին բարձր է:

Այժմ, ստացված աղյուսակի հիման վրա, վերլուծենք, թե առանձին ոլորտին տրամադրվող վարկի ծավալը ինչպես է անդրադառնում տվյալ և մյուս ոլորտների թողարկման ծավալների դինամիկայի վրա:

1. Գյուղատնտեսության ոլորտի վարկավորում: Իրականացված վերլուծությունից անհայտ է դառնում, որ գյուղատնտեսության ոլորտի վարկավորումը բերում է ջրամատակարարման ոլորտի, առևտրի, տրանսպորտային փոխադրումների և ֆինանսական ոլորտի զարգացման: Գյուղատնտեսության ոլորտի վարկավորման և նշված ոլորտների միջև կապը բնութագրող կոռելյացիոն գործակիցը մեծ է 0.6-ից, ինչը նշանակում է, որ այս ոլորտների միջև կապի մակարդակը բարձր է:

Գյուղատնտեսությունը հանդիսանալով մեր երկրի կարևորագույն ոլորտներից մեկը, տարբեր կերպ փոխկապակցված է տնտեսության մյուս ոլորտների հետ: Ըստ իրականացած վերլուծության, երբ ավելանում է գյուղատնտեսությանն ուղղվող վարկավորման ծավալները, այսինքն՝ իրականացվում են վարկային ներդրումներ, բացի այն հանգամանքը, որ երկարաժամկետում ավելանում է գյուղատնտեսության արտադրանքի ծավալները, դրահետ մեկտեղ նկատվում են նաև տնտեսության մի շարք այլ ոլորտների աշխուժացում: Դրանց թվին առաջին հերթին դասվում է ջրամատակարարումը: Այս հանգամանքը, թերևս, լավագույնն է

բացատրվում է գյուղատնտեսության զարգացման տեսական գրականության մեջ, որտեղ ջոկը համարվում է գյուղատնտեսության զարգացման շարժիչ ուժը, առանց որի անհնար է խոսել արտադրանքի ապահովման մասին¹¹³: Յուրաքանչյուր հանգամանքով պայմանավորված, գյուղատնտեսության ոլորտում իրականացվող ներդրումները ավելացնում են ոռոգման ջրի հանդեպ պահանջարկը, ինչն էլ բերում է ջրային տնտեսությունների կողմից թողարկման ծավալների ավելացման: Այս երկու բաղադրիչների արդյունքում էլ, ապահովվում է գյուղատնտեսական արտադրանքի ծավալների աճ:

Տնտեսության կառուցվածքային ասպեկտը ուսումնասիրող տարբեր աշխատություններում, առկա են նաև բազմաթիվ բացատրություններ գյուղատնտեսության և տրանսպորտի ոլորտների միջև առկա կապի համար: Դրանցում, մասնավորապես նշվում է, որ գյուղատնտեսությունը դասվում է տնտեսության այն ճյուղերի շարքին, երբ հիմնական արտադրողներն ու սպառողները գտնվում են տնտեսական տարբեր վայրերում¹¹⁴՝ մասնավորապես գյուղատնտեսական արտադրանքի հիմնական թողարկողները լինում են գյուղական շրջանի բնակչությունն ու կազմակերպությունները, իսկ դրա հիմնական սպառողները քաղաքային կամ քաղաքամերձ բնակավայրի բնակչությունն ու արտադրական ձեռնարկությունները: Դրանից բացի, տրանսպորտային փոխադրումներին են բաժին ընկնում նաև գյուղատնտեսական արտադրանքի չսպառված մասը, որը արտահանվում է տրանսպորտային տարբեր տեսակների կիրառությամբ¹¹⁵:

Բավականին ակնառու և հեշտ բացատրելի է նաև գյուղատնտեսության և առևտրի ոլորտների միջև կապը, որը ձևավորվում է ժամանակակից շուկայական հարաբերությունների համատեքստում՝ մի արտադրողին տնտեսական մեկ այլ սուբյեկտի անցնելու միջոցով, իսկ, քանի որ գյուղատնտեսական արտադրանքի հիմնական վերջնական սպառողը տարբեր քաղաքացիներ են, հենց այդ պատճառով էլ գյուղատնտեսության ոլորտի վարկավորումը, որպես

¹¹³ Զիդրոմելի որոտիվ աշխատանքների կազմակերպում և տեխնոլոգիա :Մեթոդական ցուցումներ " /Ս.Մ.Ղազարյան,Ռ.Վ. Ղազինյան, Յ.Ս. Ղազարյան; Խմբ.՝Ց.Վ. Պողոսյան; Երևան : ՀԱԱՀ, 2014. Էջ 7

¹¹⁴ Յ. Բ. Ղուլջյան, Մակրոտնտեսական կարգավորում, Երևան 2005 թ, Էջ 229

¹¹⁵ Ա. Մարկոսյան, Հայաստանը միջազգային տնտեսական հարաբերությունների համատեքստում, Երևան 2002, Էջ 287

երկարաժամկետ ազդակ դրսևորվում է նաև առևտրաշրջանառության ծավալների ավելացմամբ և ոլորտի զարգացմամբ:

Հանքագործական արդյունաբերության ոլորտի վարկավորում:

Վերլուծության ելքային տվյալները ցույց են տալիս, որ դիտարկվող ժամանակահատվածում հանքագործական արդյունաբերության ոլորտին ուղղվող վարկերի ծավալների դինամիկան տնտեսության մյուս ճյուղերի վրա էական ազդեցություն չի ունենում: Այդ մասին վկայում են թույլ կոռելյացիոն կապերը այս ոլորտի վարկավորման և տնտեսության ոլորտների զարգացման մջև: Այս հանգամանքը, թերևս, բացատրվում է ոլորտի համեմատաբար թույլ զարգացվածությամբ: Հայաստանում հանքագործական արտադրության թողարկումը հիմնականում հանդիսանում է միայն նախնական մշակում անցած հումքը, ինչը հիմնականում արտահանվում է, այդ իսկ պատճառով բացակայում են կապերը մյուս ոլորտների հետ:

Մշակող արդյունաբերության ոլորտի վարկավորում: 2016

թվականին այս ոլորտին ուղղված վարկավորման ծավալը կազմել է 2 մլրդ 383 մլն դրամ, ինչը գերազանցել է նախորդ տարվա ցուցանիշը 8 %-ով: Անդրադառնալով իրականացված վերլուծությանը, պետք է նշենք, որ դիտարկվող ժամանակաշրջանի համար ոլորտին տրամադրված վարկերի ծավալները բարձր կոռելյացիոն կապվածություն են ունեցել էներգետիկ ոլորտի արտադրանքի, ջրային տնտեսությունների արտադրանքի և շինարարության ոլորտի արտադրանքի հետ: Այս ոլորտների միջև կապվածության կոռելյացիայի գործակիցը կազմել է համապատասխանաբար 0.74, 0.62 և 0.84:

Էներգետիկայի ոլորտի վարկավորում:

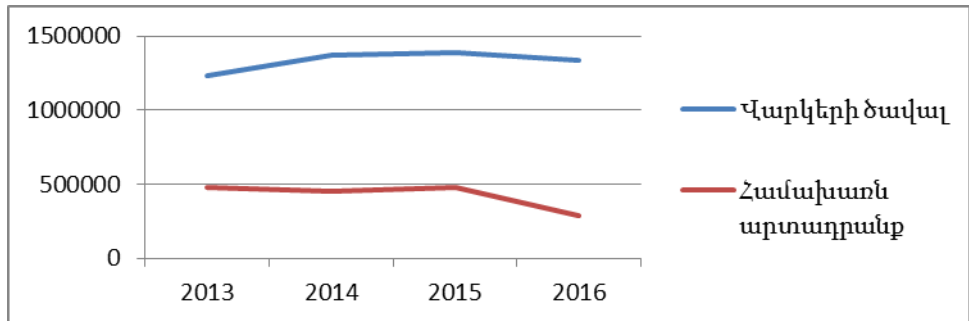
Այս ոլորտը հիմնականում իր մեջ ներառում է էլեկտրաէներգիայի և գազի մատակարարման ոլորտները և դասվում է այն ոլորտների շարքին, որոնք անմիջական կապ ունեն գրեթե բոլոր մյուս ոլորտների զարգացման հետ: Հենց այս հանգամանքով պայմանավորված էներգետիկայի ոլորտում վարկավորման ծավալների ավելացումը բերում է տնտեսության մի շարք ոլորտների զարգացման: Դիտարկվող ժամանակաշրջանի համար իրականացված կոռելյացիոն վերլուծության արդյունքում կոռելյացիոն բարձր գործակից է

առկա է ներգետնի կայի ու լորտի վարկավորման և Ջրային տնտեսության արտադրանքի (կոռելյացիոն գործակիցը 0.68), վերամշակող արդյունաբերության (կոռելյացիոն գործակիցը 0.74), շինարարության (կոռելյացիոն գործակիցը 0.85), ֆինանսների և ապահովագրության (կոռելյացիոն գործակիցը 0.72), գիտության (կոռելյացիոն գործակիցը 0.78) և առողջապահության (կոռելյացիոն գործակիցը 0.62) ու լորտների համախառն արտադրանքի ծավալների միջև: Տնտեսական ցանկացած համակարգի պայմաններում է ներգետնի ու լորտը մշտապես եղել է տնտեսության շարժիչ ուժը: Անհնար է պատկերացնել տնտեսության մի այնպիսի ու լորտ, որը կկարողանա արտադրության բարձր արդյունքների գրանցել առանց զարգացած է ներգետնի ենթակառուցվածքների, հատկապես երբ խոսքը գնում է ժամանակակից զարգացած արդյունաբերական համալիրների և տեղեկատվական տեխնոլոգիաների արդի զարգացվածության պայմաններում: Այ՛ Յայաստանի, իսկ պատճառով է ներգետնի ու լորտը բազմակողմանիորեն կապված է տնտեսության մյուս ու լորտների հետ: Յայաստանի Յանրապետությունը չունենալով է ներգետնի մեծ ռեսուրսներ՝ այն է՝ գազի և նավթի հանքեր, այնուհանդերձ համարվում է է ներգետնի կայով հագեցած երկիր, որը հաջողվել է ապահովել հատկապես էլեկտրաէներգիայի բարձր արտադրողականության շնորհիվ: Յայաստանում գործում է մեկ առումակայան, 3 խոշոր ջերմաէլեկտրակայաններ և բազմաթիվ հիդրոէլեկտրակայաններ, որոնք ոչ միայն բավարարում են մեր երկրի արդյունաբերական և սպառողական պահանջարկները, այլ և հնարավորություն են ստեղծում արտահանել արտադրված էլեկտրաէներգիան հարևան երկրներ: Այդ իսկ պատճառով է ներգետնի ու լորտը մշտապես եղել է տնտեսության առանցքային ճյուղերից մեկը, որի հետագա զարգացումն ու կատարելագործում կարևոր դերակատարում ունի տնտեսության ընդհանուր զարգացվածության համար:

Ջրամատակարարման ու լորտի վարկավորում: Այս ու լորտի ընդհանուր վարկավորման ծավալը 2016 թվականին կազմել է 24 մլն 587 հազար դրամ, որը ամենափոքր տեսակարար կշիռն ունի վարկավորման ու լորտային կառուցվածքում: Նույն թվականին ու լորտի համախառն

թողարկման ծավալները կազմել են 18 355 մլն դրամ: Ջրամատակարարման ոլորտը էներգետիկ ոլորտի նման ևս ունի մեծ կապվածություն տնտեսության տարբեր ոլորտների հետ, ինչը փաստում է նաև մեր կողմից իրականացված կոռելյացիոն վերլուծությունը: Առանձնակի մեծ է գյուղատնտեսության, արդյունաբերության և շինարարության ոլորտների հետ ունեցած փոխկապվածությունը, հենց դրա համար էլ այս ոլորտների միջև կոռելյացիոն կապը բավականին բարձր է:

Շինարարության ոլորտի վարկավորում: Շինարարության ոլորտի վարկավորման ծավալները 2016 թվականին կազմել է 1 մլրդ 338 մլն դրամ, որը նախորդ տարվա ցուցանիշից պակաս է 4%-ով: Էլավելի խոշոր անկում է գրանցել ոլորտի համախառն արտադրանքի ծավալը, 2016 թվականին կազմելով 289 մլրդ 763 մլն դրամ: Ոլորտի վերջին տարիներին արձանագրած ցուցանիշների դինամիկան արտացոլված է Գծապատեր 12-ում:



Գծապատեր 18: Շինարարության ոլորտի վարկավորման և համախառն արտադրանքի ծավալները 2013-2016 թթ¹¹⁶.

Ինչպես երևում է գծապատերից վերջին տարում անկում է գրանցվել թե՛ վարկավորման ծավալներում և թե՛ համախառն արտադրանքի ծավալում: Այս երկու ցուցանիշների փոխկապվածությանը մենք արդեն անդրադարձել ենք, իսկ այժմ ներկայացնենք ոլորտի գրանցած անկման մյուս պատճառները, հաշվի առնելով մեր կողմից իրականացրած կոռելյացիոն վերլուծությունը:

Ինչպես երևում է իրականացված վերլուծությունից, շինարարության ոլորտի արտադրության ծավալները բարձր

¹¹⁶ Գծապատերը կառուցվել է հեղինակի կողմի ԶՅ ԿԲ և ԱԿԾ տվյալների հիման վրա

կոռելյացիոն կապվածությունն ունեն հատկապես վերամշակող արդյունաբերության վարկավորման ծավալների (կոռելյացիայի գործակիցը 0.84), առևտրի ոլորտի վարկավորման (կոռելյացիայի գործակիցը 0.69) և ֆինանսական ոլորտի վարկավորման ծավալների հետ (կոռելյացիայի գործակիցը 0.60): Նշված ցուցանիշները 2016 թվականին ունեցել են նվազման միտում, ինչն էլ անուղակի կերպով անդրադարձել է նաև շինարարության ոլորտի վրա:

Առևտրի ոլորտի վարկավորում: Առևտրի ոլորտը հանդիսանում է ՀՀ տնտեսության առավել զարգացած ոլորտներից մեկը: 2016 թվականին այս ոլորտի ընդհանուր ծավալը կազմել է 420 մլրդ դրամ, կամ ամբողջ տնտեսության 12 %-ը: Վարկավորման տեսանկյունից 2016 թվականի այս ոլորտին բաժին է ընկել տրամադրված վարկային պորտֆելի 18 %-ը: Ոլորտի վարկավորումը հիմնական կոռելյացիոն կապը դրսևորել է Գյուղատնտեսության, վերամշակող արդյունաբերության ոլորտների արտադրանքի և տրանսպորտային փոխադրումների ծավալների հետ: Այս բոլոր փոխկապվածությունների մեկնաբանությանն արդեն անդրադարձել ենք համապատասխան ոլորտների արտադրանքի ծավալների վրա ազդեցությունը դիտարկելիս:

Փոխադրումների ոլորտի վարկավորում: Տրանսպորտային փոխադրումների ոլորտը դասվում է այն շարքին, որ հիմնականում նոր արդյունք չի ստեղծում, սակայն առանց այս ոլորտի գործունեության անհնար է պատկերացնել տնտեսության բնականոն գործունեությանը: Ոլորտի վարկավորման ծավալը 2016 թվականին կազմել է շուրջ 387 մլն դրամ, իսկ ընդհանուր շրջանառությունը 427 մլրդ դրամ: Անդրադարձնալով տնտեսության մյուս ճյուղերի հետ ունեցած փոխկապվածությանը, պետք է նշենք, որ բավականին թույլ է այս ոլորտի վարկավորման և մյուս ոլորտների համախառն արտադրանքի ծավալների միջև կապը: Ավելին՝ այս ոլորտի վարկավորման և էներգետիկայի, ջրային տնտեսության և տեղեկատվական տեխնոլոգիաների համախառն արտադրանքի միջև առկա է բացասական կոռելյացիոն կապվածություն, ինչը բացատրվում է այս ոլորտների մեջ հակադարձ կապվածության մասին:

Ֆինանսական ոլորտի վարկավորում: Ֆինանսական ոլորտը հանդիսանալով տնտեսության տարբեր ոլորտների միջև կապող օղակը, զարգացման բավականին բարձր մակարդակի է հասել մեր երկրում: Անկախ ծավալած գործունեության տեսակից այս ոլորտի հետ առնչվում են բոլոր սուբյեկտները, և հենց այդ հանգամանքով է պայմանավորված, որ այս ոլորտի ծավալները կոռելյացիոն բարձր կապվածություներ ունեն տնտեսության գրեթե բոլոր ոլորտների թողարկման ծավալների հետ: Ինչ վերաբերվում է այս ոլորտի վարկավորմանը, ապա այն ևս բերում է ֆինանսական համակարգի զարգացման, ինչն էլ անուղղակի կերպով անդրադառնում է տնտեսության մյուս ոլորտների վրա:

Անշարժ գույքի հետ կապված գործունեությունն ոլորտի վարկավորում: Անշարժ գույքը և կապիտալ շինարարությունը հանդիսանում են տնտեսության այն ոլորտը, որտեղ իրականացված ներդրումները բերում են բազմակի էֆեկտի: Այս հանգամանքով պայմանավորված, ոլորտի վարկավորումը հանգեցնում է վերամշակող արդյունաբերության, էներգետիկայի ոլորտի, առևտրի և տրանսպորտային ծառայությունների ոլորտի ծավալների ավելացման, քանի որ այն հանդես է գալիս նշված ոլորտների համար որպես սպառող ոլորտ: Ինչ վերաբերվում է այլ ոլորտների վարկավորման հետ ունեցած կապին, ապա մեծ է կոռելյացիոն կապը շինարարության ոլորտի վարկավորման հետ, ինչը բացատրվում է այն հանգամանքով, որ այս երկու ոլորտները միմյանց փոխկախված են և մեկի գործունեության զարգացումը հանգեցնում է մյուսի զարգացմանը:

Իրականացված կոռելյացիոն վերլուծությունը ցույց է տալիս, որ այս ոլորտները բարձր կոռելյացիոն կապվածություներ ունեն մյուս գրեթե բոլոր ոլորտների հետ: Մասնավորապես առանձնակի բարձր է նշված ոլորտների միջև փոխկապվածություները, որը պայմանավորված է այս ոլորտների ունեցած ընդհանուր ենթակառուցվածքների և փոխառնչության հետ, ինչի արդյունքում մի ոլորտի զարգացումը ինքնըստինքյան բերում է հարակից ոլորտների զարգացում:

Ներքին փոխկապվածությանը զուգահեռ, բավականին բարձր է նաև մյուս ճյուղերի հետ ունեցած կապը: Մասնավորապես այդ ցուցանիշը

առանձնակի բարձր է հանքաարդյունաբերության, մշակող արդյունաբերության, շինարարության և գիտության միջև:

Ինչ վերաբերվում է առողջապահության, կրթության, ինչպես նաև մշակույթի ոլորտների ունեցած փոխկապվածությանը տնտեսության մյուս ոլորտներ ինչպես վարկավորման ծավալների, այնպես էլ թողարկման ծավալների հետ, ապա այստեղ գործում է դասական կապի օրինակը, քանի որ նշված ոլորտները հանդիսանում են հասարակության առավել լայն շերտերի կողմից սպառման ոլորտներ, և տնտեսության ցանկացած շարժը լինի դադրական թե բացասական ուղղությամբ, իր ազդեցությունն է ունենում այս ոլորտների զարգացման վրա:

Ամփոփելով ներկայացված կոռելյացիոն վերլուծությունը, կարող ենք գալ շկարևոր եզրահանգման.

- Գյուղատնտեսության, արդյունաբերության և շինարարության ոլորտներին տրվող վարկավորման ծավալների ավելացումը բերում է մյուս ոլորտների թողարկման ծավալների ավելացման

- տնտեսության մյուս ոլորտների վարկավորման ծավալների ավելացումը բերում է էներգետիկայի և ջրային տնտեսության ոլորտների թողարկման ծավալների ավելացման

Այսպիսով՝ շուկայական տնտեսական համակարգում վարկային գործառնություններն ունեն կարևորագույն դեր, քանի որ վարկը կարող է օգտագործվել պետության կողմից որպես գործիք կապիտալ ներդրումների, ինչպես նաև շահութաբեր ճյուղերի զարգացման համար: Այսօր հանրապետությունում խիստ կարևորվում է տնտեսական աճի ապահովումը՝ ի հաշիվ տնտեսության գերակա ոլորտների: Ուստի՝ վերջիններիս զարգացման համար ՀՀ կառավարությունը պետք է հատուկ ուշադրություն դարձնի իրենց կողմից մշակված ռազմավարական ծրագրերի այն դրույթների վրա, որոնց շնորհիվ հնարավոր կլինի ավելի ցածր տոկոսադրույքով վարկային ներդրումներ կատարել այդ ոլորտներում, որի անհրաժեշտությունն այսօր շատ կազմակերպություններ ունեն: Միևնույն ժամանակ պետք է իրականացնել այնպիսի քաղաքականություն, որը կապահով գնաճի ցածր մակարդակ, ինչպես

Նաև տնտեսության տարբեր ոլորտների համաչափ զարգացում: Այս ենթատեքստում առավելապես կարևորվում է այն գործիքակազմի ընտրությունը, որի շնորհիվ կառավարությունը նախ կկարողանա գնահատել ինչպես առանձին ոլորտների այնպես էլ ամբողջ տնտեսության վրա բանկային տոկոսադրույքի ազդեցությունը, այնուհետև հիմնվելով գնահատման արդյունքների վրա, իրականացնի այնպիսի քաղաքականություն, որը կհանգեցնի տնտեսության իրական հատվածի բնականոն զարգացմանը:

**ԳԼՈՒԽՈՍ. ԶՅ ՏՆՏԵՍՈՒԹՅԱՆ ԻՐԱԿԱՆ ԶԱՏՎԱԾԻ ՎՐԱ
ԲԱՆԿԱՅԻՆ ՏՈԿՈՍԱԴՐՈՒՅՔԻ ՖԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԱԶԴԵՑՈՒԹՅԱՆ
ԳՆԱՅԱՏՈՒՄԸ ԵՎ ՏՈԿՈՍԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ
ԿԱՏԱՐԵԼ ԱԳՈՐԾՄԱՆ ՈՒՂԻՆԵՐԸ**

**3.1 ԶՅ-ՈԼՄ ԲԱՆԿԱՅ ԻՆ ՏՈԿՈՍԱԴՐՈՒՄՆԵՐԻ ԻՆՏԵՐՆԱԿԱՆ
ԻՐԱԿԱՆ ԿԱՏՎԱԾԻ ՉԱՐԳԱՑՄԱՆ ՎՐԱՈԼՆԵՑԱԾ ԱԶԴԵՑՈՒԹՅԱՆ
ԳՆԱԿԱՏՈՒՄ VAR ՄՈՂԵԼ Ի ՄԻՋՈՑՈՎ**

Չայ աստանի Չանրապետության համար բանկային տոկոսադրույքի ազդեցության գնահատումը իրականացվում է մասնակի հավասարակշռության մոտեցման շրջանակներում՝ առանց հաշվի առնելու տոկոսադրույքի ցնցումների ամբողջական բնույթը, ինչպես նաև տնտեսական համակարգում դրանց ընդհանուր տարածվելը: Դրահետկապված, մեր կողմից ստացված արդյունքները համարվում են ԶՅ պայմաններում թողարկման վրա բանկային տոկոսադրույքի ազդեցության հնարավոր ուղղության միայն արտացոլում:

Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի տոկոսադրույքի լծակը, ընդհանուր առմամբ կարող է ներկայացվել երեք հիմնական օղակներով՝

- Դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի ազդեցությունը արժեթղթերի շուկայի տոկոսադրույքի վրա:

- Միջբանկային վարկավորման շուկայում տոկոսադրույքի ազդեցությունը բանկային հատվածի տոկոսադրույքի վրա:

- Բանկային հատվածի տոկոսադրույքի ազդեցությունը տնտեսության իրական հատվածի վրա:

Կապված այն հանգամանքի հետ, որ առաջին օղակի արդյունավետությունը հիմնականում հանդիսանում է մոնետար քաղաքականության արդյունք, այն բազմիցս տեղ է գտել տարբեր հեղինակների վերլուծություններում: Այս օղակի տնտեսության վրա ունեցած ազդեցությունը հիմնականում կրում է ընդհանրական

բնույթ, ուստի զարգացման նույն մակարդակն ունեցող երկրների համար այն ունենում է միանման կառուցվածք¹¹⁷:

Երկրորդ օղակի արդյունավետությանը հանդիսանում է Կենտրոնական բանկի կողմից վարվող դրամավարկային քաղաքականության առանցքային ուղղութուններից մեկը, ուստի այն մշտապես գտնվում է ԿԲ ուշադրության կենտրոն: Մեր երկրում այս օղակը իրանից ներկայացնում է դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի մոդելը: Այս մոդելի արդյունավետության գնահատման համար Կենտրոնական բանկի կողմից իրականացվել են մի շարք հետազոտություններ և վերլուծություններ¹¹⁸, որին առավել մանրամասն անդրադարձել ենք այս աշխատության 2-րդ գլխում:

Այսպիսով՝ մեր հետազոտության հիմնական խնդիրը տոկոսադրույքի վերջին օղակի արդյունավետության ստուգումն է, այսինքն՝ տնտեսության իրական հատվածի ցուցանիշների դինամիկայի վրա բանկային վարկավորման տոկոսադրույքի ազդեցության ուսումնասիրությունը:

Բանկային հատվածի տոկոսադրույքի ազդեցության գնահատումը տնտեսության իրական հատվածի վրա իրականացվում է *VAR Vector AutoRegression* և *SVAR* մոդելների օգտագործման միջոցով, որոնք թույլ են տալիս իրականացնել տնտեսության իրական հատվածի դրամավարկային քաղաքականության ցնցումների վերլուծություն և ազդակային պատասխանի *Ֆունկցիաների (Impulse Response function)* կառուցման հիման վրա: Դրա հետ մեկտեղ նմանատիպ ցնցումների հստակ նույնականացումը համարվում է սկզբունքային խնդիրներից մեկը, որը թույլ է տալիս ստանալ ազդակային պատասխանի հավաստի *Ֆունկցիաներ*: Այդ իսկ պատճառով, մի շարք աշխատանքներում գնահատումն իրականացվում է սահմանափակումներով *SVAR*-մոդելների կիրառման միջոցով: Այն հնարավորություն է տալիս մոնետար քաղաքականության փոփոխականները, որոնք իրենցից ներկայացնում են փաստացի դրույքի և դրա մոդելային

¹¹⁷ Вачелюк Н.В., Трунин П.В. Анализ влияния нестандартных мер монетарной политики на основные макроэкономические показатели // Препринт РАНХиГС. 2015.

¹¹⁸ Ա. Մկրտչյան, Ա. Ստեփանյան, Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմների մակրոմոդելը Հաստատված Զանրապետության համար, Երևան 2014 թ

նշանակու մներից շեղումները, վեկտորական ավտոռեգրեսիաների կիրառման միջոցով ներառել դրամավարկային քաղաքականության հիմնական սկզբունքների մեջ և գնահատել փոփոխականների ազդեցության արդյունավետությունը¹¹⁹:

Բացի այս, ազդակային պատասխանի ֆունկցիաների ստեղծման արդյունքների կայունության ուսումնասիրության նպատակով աշխատանքում օգտագործվել է Բերնանկեի և Սիմսոնի կողմից առաջարկված կառուցվածքային ցնցումների նույնականացման այլընտրանքային մոտեցումները, որը ենթադրում է մոդելի էնդոգեն փոփոխականների միաժամանակյա փոխազդեցությունը¹²⁰:

Որպես տնտեսության իրական հատվածի վրա տոկոսադրույքի ազդեցության գնահատման մոնետար քաղաքականության ցնցումները բնութագրող փոփոխական օգտագործվում են ինչպես մոնետար քաղաքականության և միջբանկային շուկայի տոկոսադրույքները, այնպես էլ բանկային հատվածի վարկավորման տոկոսադրույքները: Հարկ է նշել, որ տարբեր աշխատություններում ուսումնասիրվում է մոնետար քաղաքականության ցնցումների ազդեցությունը թողարկման աճի տեմպի վրա, սակայն կան մի շարք ուսումնասիրություններ, որոնք դիտարկում են մոնետար ցնցումների ազդեցությունը ոչ միայն թողարկման, այլ նաև դրա առանձին տարրերի վրա¹²¹:

Տնտեսության իրական հատվածի տոկոսադրույքի ցնցումներին ամենայն հավանականությամբ արձագանքող ցուցանիշների շարքում օգտագործվում են տնտեսական ակտիվության ցուցանիշը, արդյունաբերական արտադրության ծավալը և ինդեքսի դինամիկան, սպառման, զուտ արտահանման դինամիկան: Նկատի ունենալով ՀՀ տնտեսության առանձնահատկությունները, առանձնահատուկ հետաքրքրություն է իրենից ներկայացնում տոկոսադրույքի ազդեցության ուսումնասիրությունը ոչ միայն թողարկման, այլ նաև դրա առանձին տարրերի վրա:

¹¹⁹ Romer, C., Romer, D. A new measure of monetary shocks: Derivation and Applications // The American Economic Review. 2004. Vol. 4. No. 94. P. 1055–1084

¹²⁰ Sims C. Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy // European Economic Review. No. 36. P. 975–1000.

¹²¹ Phillips C.P.B. Impulse Response and Forecast Error Variance Asymptotics in Nonstationary VAR's // Journal of Econometrics. 1998. March–April. Vol. 83. P. 21–56.

Մեր հետազոտության շրջանակներում տնտեսության իրական հատվածի իրավիճակը նկարագրող մակրոտնտեսական առանցքային ցուցանիշներին են դասվում տնտեսական ակտիվության ցուցանիշը՝ ՏԱՑ-ը, արդյունաբերական արտադրության ծավալը և ինդեքսը, սպառողական գների ինդեքսը

ՏԱՑ-ը ամսական ագրեգացված ցուցանիշ է, որը ցույց է տալիս երկրի տնտեսությունում արտադրանքի թողարկման իրական ծավալի փոփոխությունը: Ցուցանիշը հաշվարկվում է նախորդ տարվա միջին տարեկան գներով և ընդգրկում է տնտեսական գործունեության բոլոր տեսակները: Հաշվարման նման ձևաչափի պարագայում հնարավորություն է ստեղծվում ունենալ տվյալ ամսվա արտադրանքի թողարկման ծավալի իրական փոփոխությունը նախորդ ամսվա և նախորդ տարվա համապատասխան ամսվա նկատմամբ: Յուրաքանչյուր ժամանակահատվածի համար Տնտեսական ակտիվության ցուցանիշը իրենից ներկայացնում է ամբողջ տնտեսության համար մեկ ագրեգացված ցուցանիշ՝ ինդեքսի տեսքով¹²²:

Որպես բանկային հատվածի տոկոսադրույք օգտագործվում են իրավաբանական և ֆիզիկական անձանց վարկավորման անվանական և փաստացի տոկոսադրույքները (% տարեկան): Ինչպես նշել ենք աշխատանքի 2-րդ գլխում, վարկավորման և ավանդների տոկոսադրույքների միջև առկա է կոռելյացիայի բարձր աստիճանը, ուստի վարկերի և ավանդների տոկոսադրույքի հիման վրա իրականացվող տոկոսադրույքի արդյունավետության ստուգման հաշվարկները տալիս են նույնանման արդյունքներ:

¹²² Աղբյուրը՝ ՀՀ Ազգային վիճակագրական ծառայության պաշտոնական կայք, Ցուցանիշների հաշվարկման մեթոդաբանություն, հղում՝ http://www.armstat.am/file/article/sv_01_11a_111.pdf

**Աղյուսակ 18. VAR մոդելի կառուցման համար օգտագործված ամփոփ
վիճակագրական տվյալները¹²³**

1	Առևտրային բանկերի կողմից տրամադրված վարկի տոկոսադրույքը	Տրամադրված վարկերի ծավալ (մլն ՀՀ դրամ)	Գյուղատնտեսության ոլորտի թողարկման ծավալները (մլն ՀՀ դրամ)	Արդյունաբերության ոլորտի թողարկման ծավալները (մլն ՀՀ դրամ)	SUS-ը նախորդ տարվա նույն ժամ. համեմատ
2013-Q1	17.7	4937088.4	51154.8	121981.1	49.8
2013-Q2	16.6	5065984.35	116416.5	133293.3	101.3
2013-Q3	18.0	5113854.81	406257.7	136284.4	112.5
2013-Q4	18.2	5256226.24	265992.1	152231.1	86.8
2014-Q1	18.2	5425604.93	53727.8	111715.9	48.1
2014-Q2	17.4	5622958.1	116398.2	133762.6	102.5
2014-Q3	17.5	5717949.54	403659.9	154482.5	113.8
2014-Q4	17.3	6194987.53	298845.2	169346.8	86.1
2015-Q1	16.4	6347205.5	59116.1	117894.8	48.4
2015-Q2	17.0	6281826.77	119232.8	140552	104
2015-Q3	17.5	6240600.5	394097.8	157319.5	109.2
2015-Q4	17.7	6289265.49	296529	154709.6	86
2016-Q1	18.6	6451151.16	56414.8	110496.3	49.8
2016-Q2	17.5	6564480.27	127429.1	148734.1	103.4

Աղյուսակ 10-ում ներկայացված են մոդելի կառուցման համար օգտագործված հիմնական փոփոխականների եռամսյակային ամփոփ ցուցանիշները, Սակայն մոդելի կառուցման ժամանակ առավել բարձր որակական արդյունք ապահովելու համար կիրառվել են ամսեկան ցուցանիշները: Կիրառված ժամանակագրական ամբողջ շարքը ներկայացված է ձևավորված 6-ում:

Նշենք նաև, որ տոկոսադրույքի վերջնական փուլի արդյունավետության ստուգման համար նույնպես օգտագործվել է

¹²³ Աղյուսակը կազմվել է ՀՀ ԿԲ կայքի վիճակագրական տվյալներ՝ իրական հատվածի վիճակագրության բաժնի տվյալների հիման վրա:
https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/stat_data_arm/GDPprod.q.Arm.NACE%202_2008.xls

կառուցվածքային *վեկտորական* ավտոռեգրեսիայի (SVAR) մոդելը, որի շրջանակներում իրականացվել է կառուցվածքային շուկերի նույնականացում:

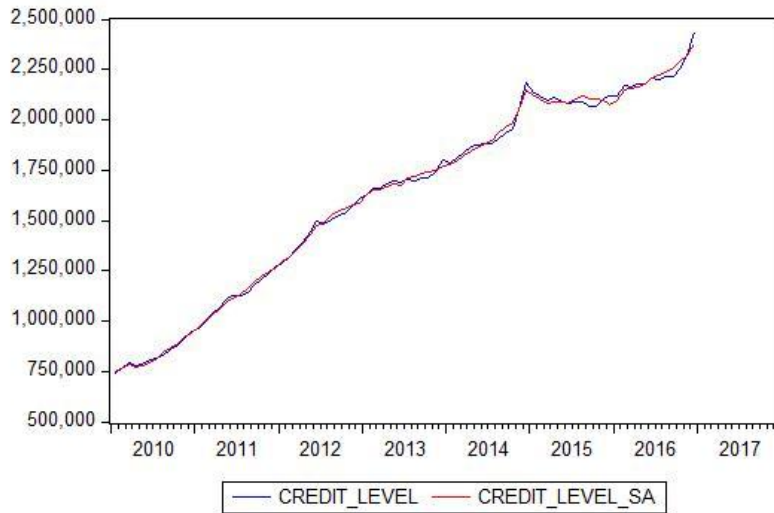
Կառուցված մոդելում որպես հիմնական փոփոխականներ օգտագործվել են հետևյալ ցուցանիշները և հապավումները՝

Փոփոխականի նշանակումը	Փոփոխականի նկարագրությունը
EAI	Տնտեսական ակտիվության ցուցանիշ (SUS)
CREDIT_LEVEL	Վարկավորման ծավալներ
CREDIT_RATE	Վարկային տոկոսադրույք
INDUSTRY_LEVEL	Արդյունաբերական արտադրանքի ծավալ
TRADE	Համախառն ներքին ասրանքաշրջանառություն
REER	Իրական արդյունավետ փոխարժեք
CPI	Գնաճ
_SA	Սեզոնային հարթեցված
DIF_	Դիֆերենցված
L_	Լոգարիթմված
_GROWTH	Աճը նախորդ ժամանակաշրջանի հետ համեմատ

Հետազոտվող ժամանակային միջակայքը սահմանափակված է 2010 թ. հունվարից մինչև 2016 թ.-ի դեկտեմբերը նկատ ժամանակահատվածով, ինչը ՀՀ Կենտրոնական Բանկի կողմից իրականացվող դրամավարկային քաղաքականության տեսանկյունից պայմանավորված է դրա հարաբերական միատարրությամբ:

Նախքան մոդելի կառուցման անցնելը անհրաժեշտ է ստուգել շարքերի ստացիոնարությունը և կատարել շարքերի հարթեցում: Մեր կողմից օգտագործված շարքերը *Eviews ծրագրի Census X12* գործիքի միջոցով սեզոնային հարթեցված են¹²⁴: Որպես հարթեցման առաջին օրինակ ներկայացնենք տրամադրված վարկերի ծավալների ժամանակագրական շարքը:

¹²⁴ Բացառությամբ արդյունաբերական արտադրանքի, վերջինիս հարթեցումը իրականացվել է Գայ դարի հարթեցման մեթոդաբանությամբ, հաշվի առնելով սեզոնային և օրացույցային գործակիցները:



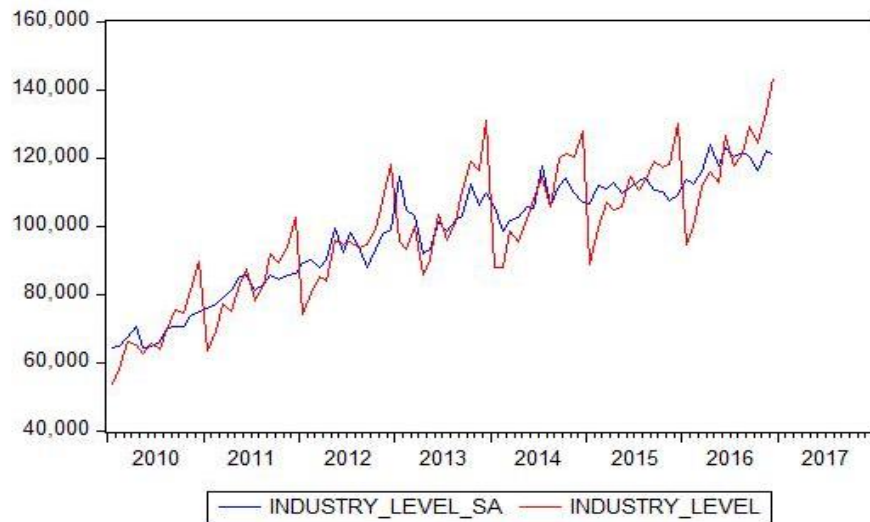
Գծապատկեր 19. Վարկավորման ծավալների դինամիկան և շարքի հարթեցումը:¹²⁵

Ինչպես երևում է գծապատկեր 19-ից, վարկավորման ծավալների դինամիկայի շեղումները հարթեցումից առաջ և հետո, այնքան էլ մեծ չէ, ինչից կարելի է եզրակացնել, որ վարկավորման ծավալները սեզոնային բնույթ չեն կրում, և հարթեցման գործիքի էֆեկտիվությունը այստեղ այնքան էլ մեծ չէ:

Այլ է պատկերը արդյունաբերության ոլորտի շարքի դեպքում, ինչը պայմանավորված է ճյուղի մի շարք առանձնահատկություններով: Մասնավորապես հիմնական առանձնահատկությունը պայմանավորված է թողարկման կազմակերպման հետ: Եթե օրինակ առևտրաշրջանառության ոլորտում թողարկման լազը ունի կարճաժամկետ բնույթ, ապա արդյունաբերության դեպքում այդ թողարկումը կարող է ամիսներ տևել, և ամիսների արձանագրած ցուցանիշը համամասնորեն բաժանել յուրաքանչյուր ամսվա կտրվածքով, լուրջ շեղումների կբերի, ինչը կազդի կառուցվող մոդելի որակի վրա: Այդ իսկ նպատակով, արդյունաբերության ծավալները ներկայացող ժամանակագրական շարքի հարթեցումը իրականացվել է Գայդարի հարթեցման մեթոդաբանությամբ¹²⁶:

¹²⁵ Գծապատկերը կառուցվել է Eviews ծրագրի միջոցով, իսկ կառուցման համար հիմք են հանդիսացել Յավել ված 6-ում ներկայացված ժամանակագրական շարքերը:

¹²⁶ Գայդարի հարթեցման մեթոդաբանությունը հնարավորություն է տալիս հարթեցման ժամանակ հաշվի առնել ոչ միայն միջինացված դինամիկան, այլ և ներառում է սեզոնային և օրացույցային կոմպոնենտներ, ինչի արդյունքում հարթեցված շարքը շարունակում է պարունակել սկզբնական շարքին բնութագրական բոլոր հատկանիշները:



Գծապատկեր 20. Արդյ ու նաբերական արտադրանքի ծավալ ների դինամիկան և շարքի հարթեցումը¹²⁷

Գծանկար 20-ում կարմիր գույնով ներկայացված է արդյ ու նաբերական արտադրանքի ծավալները, իսկ կապույտով հարթեցված շարքի դինամիկան: Ինչպես երևում է գծանկարից, հարթեցված շարքի դինամիկան չունի այլ հարթեցված շարքին բնորոշ միատարրություն, որը ինչպես արդեն նշեցինք բնութագրվում է ճյուղի մի շարք առանձնահատկություններով:

Այս շարքերում որպես սկզբնական ցուցանիշները ունեն բավականի խոշոր շեղումներ, որը էականորեն կարող է ազդել մոդելի որակական հատկանիշների վրա, ինչից խուսափելու համար *Eviews ծրագրի Census X12* գործիքի կիրառմամբ իրականացվել է շարքի հարթեցում, որը կարմիր գծի տեսքով արտացոլված է գծանկար 14-ում: Հարթեցված շարքը իր ընդհանուր կառուցվածքով համապատասխանում է մուտքային չափանիշներին, ինչը հնարավորություն է տալիս կիրառել այն մոդելի հետագա վերլուծություններում:

VAR մոդելի կառուցման համար հաջորդ կարևոր քայլը հանդիսանում է կիրառվող շարքերի ստացիոնարության ստուգումը: Ցանկացած շարքի ստացիոնարության համար անհրաժեշտ է բավարարել հետևյալ 3 պայմանները.

¹²⁷ Գծապատկերը կառուցվել է Eviews ծրագրի միջոցով, իսկ կառուցման համար հիմք են հանդիսացել Հավելված 6-ում ներկայացված ժամանակագրական շարքերը:

1. Constant mean- հաստատուն միջին – դիտարկվող յուրաքանչյուր ժամանակահատվածի համար միջին ցուցանիշները պետք է լինեն նույնը

2. Constant variance – հաստատուն վարիացիա – այս պայմանի դեպքում, երբ դիտարկվում են տարբեր ժամանակահատվածների միջև վարիացիաները, ապա համաչափ փոփոխության դեպքում շեղումները պետք է լինեն նույնը:

3. Identical covariance - նույնականացման վարիացիա – այս դեպքում, երբ համադրվում են նույն ժամանակագրական ինտերվալները, ապա դրանց միջև կովարիացիան ևս պետք է լինի նույնը: Օրինակ 2010 և 2014 թվականների շարքին կովարիացիայի գործակիցը պետք է լինի նույնը, ինչ 2012-2016 թվականների շարքերինը:

Մեր կողմից կառուցված մոդելի ստացիոնարության ստուգումը կիրականացնենք Q-Teast-ի միջոցով, որը հայտնի է նաև Box-Pierse-ի մոդել անվանմամբ¹²⁸:

Մոդելում շարքերի ստացիոնարությունը կարգավորելու համար իրականացվել է շարքերի ստացիոնարության ստուգում: Քանի որ շարքերի մեծ մասը պարունակում են տրենդային կոմպոնենտներ, ինչպես նաև որոշակի սերիական կոռելյացիա, ապա շարքերի ստացիոնարության մակարդակը ցածր է: Ասվածը առավել պատկերավոր տեսնելու համար ներկայացնենք առևտրաշրջանառության ծավալները բնութագրող շարքի կոռելյացիան:

¹²⁸ Մոդելը մշակվել է 1970-ականներին գիտնականներ Ջորջ Բոքսի և Գվիլիմ Ջիկենսի կողմից, Այն դասվում է ARIMA մոդելների շարքին, իսկ մոդելի հիմնական նպատակը ժամանակագրական շարքերի ստացիոնարության ստուգումն է տվյալների գեներացման նպատակով

Date: 03/04/17 Time: 12:00
 Sample: 2010M01 2017M12
 Included observations: 72

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob
0.856	0.856	54.937	0.000		
0.777	0.167	100.86	0.000		
0.689	-0.030	137.49	0.000		
0.627	0.048	168.34	0.000		
0.536	-0.114	191.21	0.000		
0.471	0.005	209.12	0.000		
0.448	0.154	225.54	0.000		
0.381	-0.133	237.65	0.000		
0.371	0.147	249.31	0.000		
0.346	0.012	259.60	0.000		
0.317	-0.089	268.40	0.000		
0.276	-0.001	275.15	0.000		
0.225	-0.114	279.71	0.000		
0.209	0.077	283.72	0.000		
0.175	0.031	286.59	0.000		
0.162	-0.015	289.10	0.000		
0.146	0.048	291.15	0.000		
0.136	-0.029	292.97	0.000		
0.126	-0.008	294.56	0.000		
0.113	0.016	295.86	0.000		
0.090	-0.109	296.71	0.000		
0.047	-0.054	296.94	0.000		
0.025	0.032	297.01	0.000		
0.007	0.005	297.01	0.000		

Գծապատկեր 21. Սկզբնական ժամանակագրական շարքի կոռելոգրամը¹²⁹:

Ինչպես երևում է գծապատկեր 21-ից, ներկայացված սկզբնական շարքի ավտոկոռելացիայի և մասնակի կոռելյացիայի ֆունկցիաները հաճախակի հասել են թույլատրելի մակարդակները, ինչը խոսում է շարքի ոչ ստացիոնարության մասին: Այդ մասին է վկայում նաև Box-Pierce-ի Q-Test-ի արդյունքները, որով ոչ միլագում չենք կարողանում մերժել ավտոկոռելյացիայի առկայության մասին գրոյական հիպոթեզը:

Սակայն ավտոկոռելյացիայի ֆունկցիայի շարունակաբար նվազման միտումը հնարավորություն է տալիս ենթադրելու, որ, այնուամենայնիվ օգտագործվող շարքը ունի ստացիոնարության բաղադրիչ, ինչը ի հայտ բերելու համար առաջին մեթոդը շարքի դիֆերենցումն է:

¹²⁹ Կոռելոգրամը կառուցվել է Eviews ծրագրի միջոցով, իսկ կառուցման համար հիմք են հանդիսացել Հավելված 6-ում ներկայացված ժամանակագրական շարքերը:

Այժմ ներկայացնենք դիֆերենցված շարքի կոռելոգրամը և կատարենք ստացիոնարության ստուգումը:

Date: 03/04/17 Time: 11:53
 Sample: 2010M01 2017M12
 Included observations: 71

Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	-0.256	-0.256	4.8539	0.028
		2	-0.008	-0.079	4.8586	0.088
		3	-0.065	-0.094	5.1763	0.159
		4	0.022	-0.023	5.2149	0.266
		5	-0.044	-0.055	5.3641	0.373
		6	-0.145	-0.192	7.0395	0.317
		7	0.180	0.091	9.6531	0.209
		8	-0.191	-0.166	12.658	0.124
		9	0.069	-0.036	13.061	0.160
		10	-0.005	-0.004	13.062	0.220
		11	0.015	-0.038	13.083	0.288
		12	0.071	0.072	13.521	0.332
		13	-0.123	-0.089	14.877	0.315
		14	0.079	-0.027	15.447	0.348
		15	-0.086	-0.034	16.130	0.373
		16	0.015	-0.074	16.150	0.443
		17	-0.017	-0.022	16.178	0.511
		18	-0.012	-0.041	16.192	0.579
		19	0.024	-0.045	16.251	0.640
		20	0.017	0.057	16.280	0.699
		21	0.068	0.021	16.763	0.725
		22	-0.082	-0.049	17.477	0.737
		23	-0.013	-0.057	17.495	0.784
		24	0.019	-0.022	17.537	0.825

Գծապատկեր 22. Դիֆերենցված ժամանակագրական շարքի կոռելոգրամը¹³⁰:

Ինչպես երևում է գծապատկեր 22-ից, դիֆերենցված շարքի կոռելոգրամը այժմ ունի լրիվ հակառակ պատկերը: Ավտոկոռելացիայի և մասնակի կոռելյացիայի շարքերը գտնվում են սահմանված միջակայքում, և միայն առաջին լագում է այն, չնչին չափով հատում թույլատրելի սահմանը: Ելնելով այս տվյալներից, կարող ենք եզրակացնել, որ ավտոկոռելացիայի մասին գրոյական հիպոթեզը 95 տոկոս վստահելիության միջակայքում մերժվում է բոլոր լագերում, բացառությամբ առաջին լագի, որտեղ այն կարելի է մերժել 99 տոկոս վստահելիության միջակայքում:

Այս մեթոդով իրականացվել են մոդելում օգտագործվող բոլոր շարքերի ստացիոնարության ստուգումը: Ծավալային ցուցանիշների համար կիրառվել է շարքի ստացիոնարացման դիֆերենցման մեթոդը, իսկ տոկոսային ցուցանիշների համար շարքի ստացիոնարությունը ապահովելու համար իրականացվել է այդ շարքերի լոգարիթմում:

¹³⁰ Կոռելոգրամը կառուցվել է Eviews ծրագրի միջոցով, Յավելված 6-ում ներկայացված ժամանակագրական շարքերի հիման վրա: Կոռելոգրամը արտացոլում է ժամանակագրական շարքերի դիֆերենցման արդյունքում շարքերի հարմարեցումը:

Լոգարիթմված շարքերի համար կիրառվել է եզակի արմատի առկայության ստանդարտ վիճակագրական թեստեր, որի արդյունքները վկայում են այն մասին, որ հետազոտվող ժամանակային շարքերի մեծամասնությունը բնութագրվում են ստոխաստիկ միտումով և առաջին տարբերություններում համարվում են ստացիոնար (Մոդելի համար հարմարեցված շարքերը տես Յավելված 8-ում):

Այժմ, երբ համոզվեցինք, որ ստացված շարքերը ստացիոնար են, կառուցենք վեկտոր-ավտոռեգրեսիոն մոդելը:

Տոկոսադրույքի զդեցության արդյունավետության ստուգմանը նվիրված մի շարք էմպիրիկ աշխատանքների նման, տնտեսության իրական հատվածի հիմնական ցուցանիշների վրա վարկային տոկոսադրույքի ցնցումների ազդեցության աստիճանի գնահատման համար կառուցվող վեկտորական ավտոռեգրեսիայի մոդելում որպես հիմնական փոփոխական հանդես կգան տնտեսական ակտիվության ցուցանիշը, արդյունաբերության արտադրանքի ծավալը, վարկավորման ծավալները և առևտրային բալետի կողմից տրամադրվող վարկային տոկոսադրույքը, իսկ որպես ճշգրտող ցուցանիշներ կայացված են ապրանքաշրջանառության ծավալը, սպառողական գների ինդեքսը և իրական արդյունավետ փոխարժեքը:

Կառուցվող մոդելի ֆորմալ տեսքը հետևյալն է.

$$CY_t = b_0 + A(L)Y_{t-1} + B(L)X_t + E_t, \quad (9)$$

Որտեղ՝

Y – փոփոխականների վեկտորն է,

C – հիմնական անկյունագծով զրոյական մատրիցան է,

$A(L), B(L)$ – համապատասխանաբար փոփոխականների շարքի բազմանդամի մատրիցան է,

E_t – կառուցվածքային ցնցումների վեկտորն է:

Այսպիսով, ֆորմալ առումով, կառուցվող վեկտորական ավտոռեգրեսիայի մոդելը միտված է բացահայտելու տնտեսության իրական հատվածը բնութագրող ցուցանիշների՝ տնտեսական ակտիվության ցուցանիշ, արդյունաբերական արտադրանքի ծավալ (այց ցուցանիշներն էլ իրենցից ներկայացնում են փոփոխականի վեկտորը) և

առևտրային բանկերի կողմից տրամադրվող վարկային տոկոսադրույքի (կառուցվածքային ցնցումների վեկտոր) և վարկավորման ծավալների միջև կապը:

Մոդելի կառուցման ընթացքում իրականացվել է տարբեր հատկորոշումներով (սպեցիֆիկացիաներով) VAR մոդելների կառուցում, որոնցից առավել հաջող են եղել երկուս և չորս լագ ընդգրկմամբ մոդելները: Այս մոդելների համեմատական բնութագիրը ներկայացված է Աղյուսակ 19-ում, իսկ որպես համեմատականության ցուցանիշ ընտրվել են գնահատման հետևյալ չափանիշները՝ Դետերմինացիայի գործակից (R^2), Դետերմինացիայի ճշգրտված գործակից ($Adj. R^2$), Ակայկեյի տեղեկատվական չափանիշ (Akaike information criterion-հնարավորությունն է տալիս գնահատել մոդելը, ըստ օգտագործվող լագերի քանակների, ընդ, ընդ որում այս չափանիշի հեղինակի պնդմամբ, միշտ էլ, որ լրացուցիչ լագի ներգրավումը բերում է էֆեկտիվ ադդեցություն¹³¹), Բայեսյան ինֆորմացիոն չափանիշ (Schwarz criterion - յուրաքանչյուր նոր փոփոխականի ներգրավումը դիտարկում է որպես տուգանք, այդպիսով ձգտելով նվազագույնի հասցնել փոփոխականների քանակը)¹³²:

Աղյուսակ 19. Երկուս և չորս լագի ներգրավմամբ մոդելների համեմատական գնահատումը

Criteria	Դետերմինացիայի գործակից R^2	Դետերմինացիայի ճշգրտված գործակից R^2_{adj}	Ակայկեյի տեղեկատվական չափանիշ AIC	Բայեսյան ինֆորմացիոն չափանիշ SBC
VAR 4 լագ	0.63	0.42	5.33	6.2
VAR 2 լագ	0.57	0.46	4.89	5.35

Ինչպես երևում է աղյուսակ 19-ից, համեմատական գնահատման արդյունքներով, առավել լավ գնահատականներ ունի 2 լագի

¹³¹ Akaike, Hirotugu (1974). «A new look at the statistical model identification». IEEE Transactions on Automatic Control 19 (6): 716–723

¹³² Բայեսյան ինֆորմացիոն չափանիշ – Մշակվել է 1978 թվականին Շվարցի կողմից, ինչի համար ստացվել է Schwarz criterion անվանումը

ներգրավմամբ կառուցված մոդելը, ուստի մեր հետագա հետազոտությունը կշարունակենք այդ մոդելի հիման վրա:

Այժմ, ստացված տվյալների հիման վրա կառուցենք տնտեսության իրական հատվածի հիմնական ցուցանիշների վրա վարկային տոկոսադրույքի ցնցումների ազդեցության աստիճանի գնահատման համար ավտոռեգրեսիոն վեկտորային մոդելը:

$$EAI = 114.03 + 0.42 * DIF_I_SA_{(-1)} + 0.14 * DIF_I_SA_{(-2)} - 0.84 * CPI_{(-1)} + 1.06 * CPI_{(-2)} + 20.56 * CRED_RATE_{(-1)} - 21.35 * CRED_RATE_{(-2)} - 12.08 * L_CREDIT_SA_{(-1)} + 8.54 * L_CREDIT_SA_{(-2)} + 3.93 * L_TRADE_SA_{(-1)} - 7.96 * L_TRADE_SA_{(-2)} - 3.63 * REER_{(-1)} - 0.01 * REER_{(-2)}$$

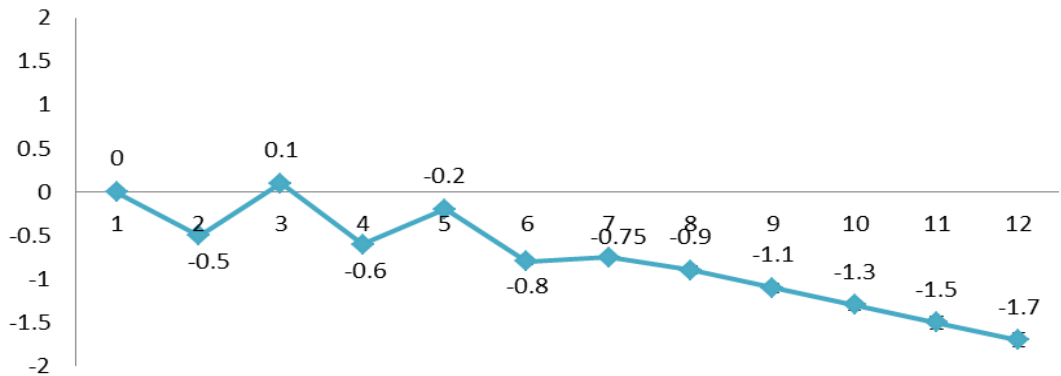
Որտեղ՝ EAI-ն տնտեսական ակտիվության ցուցանիշն է,
 DIF_I_SA-ն արդյունաբերության ինդեքսի ինտեգրված ցուցանիշն է,
 CRED_RATE-ն վարկային տոկոսադրույքն է,
 CREDIT-ն վարկավորման ծավալներն է,
 TRADE-ն համախառն ապրանքաշրջանառության ծավալն է,
 CPI-ն սպառողական գների ինդեքսն է,
 REER-ն իրական արդյունավետ տոկոսադրույքն է¹³³:

Այսպիսով, **VAR Vector AutoRegression մոդելի օգտագործման միջոցով, բացահայտվեց վարկային տոկոսադրույքի և տնտեսության իրական հատվածը բնութագրող ցուցանիշների միջև կապ** որի միջոցով հնարավոր է իրականացնել տնտեսության իրական հատվածի ցնցումների վերլուծությունն ազդակային պատասխանի ֆունկցիաների կառուցման հիման վրա:

Այժմ, հիմնվելով ստացված մոդելի արդյունքների վրա, ուսումնասիրենք վարկային տոկոսադրույքի փոփոխության ազդեցությունը մոդելի մյուս փոփոխականների վրա:

¹³³ (-1,(-2)) ինդեքսները ցույց են տալիս ժամանակային լագերը, DIF-ն ցուցանիշի դիֆերենցված արժեքն է, իսկ SA-ն ցուցանիշի սեզոնային հարթեցումը:
 *Ներկայացված մոդելը կառուցվել է հեղինակի կողմից: Կառուցման համար օգտագործված ժամանակագրական շարքերը ներկայացված են հավելված 6-ում: Կառուցումն իրականացվել է Eview ծրագրային փաթեթի միջոցով:

Նշենք, որ մեր ուսումնասիրության շրջանակներում վարկային տոկոսադրույքի ազդեցության եզրափակիչ արդյունքի ներքո մենք կհասկանանք իրական հատվածի իրավիճակը բնութագրող փոփոխականներից մեկի (Տնտեսական ակտիվության ցուցանիշ, Արդյունաբերական արտադրանքի ծավալ, ապրանքաշրջանառության ծավալ, գնաճ), բացասական արձագանքը վարկային տոկոսադրույքի դրական ցնցմանը:



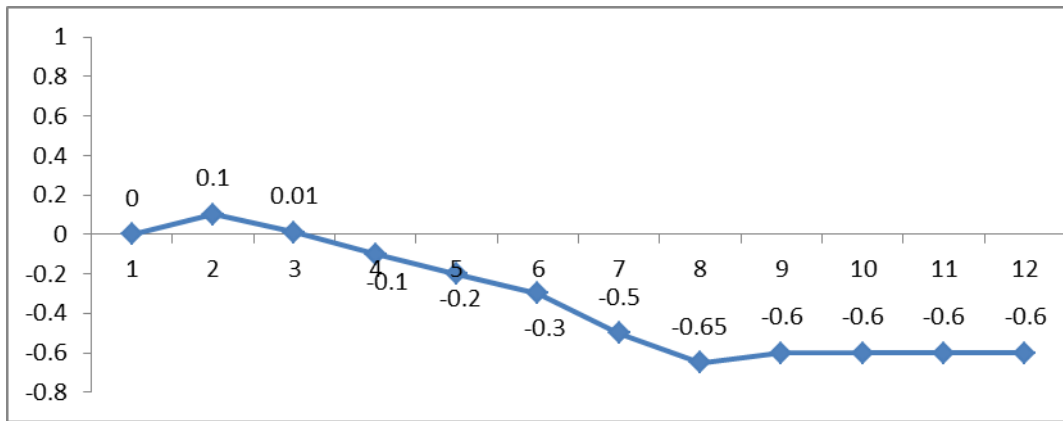
Գծապատկեր 23. Տնտեսական ակտիվության ցուցանիշի ազդակային պատասխանի ֆունկցիան վարկային տոկոսադրույքի ցնցումների համար (%/ամիս)¹³⁴

Դիտարկելով մոդելի հիման վրա ստացված վարկային տոկոսադրույքի ցնցումների համար տնտեսական ակտիվության ցուցանիշի ազդակային պատասխանի ֆունկցիան, պարզվեց, որ **վարկային տոկոսադրույքի 1% դրական փոփոխությունը կանխառեսվող ժամանակահատվածի առաջին ամսում հանգեցնում է տնտեսական ակտիվության ցուցանիշի 0.5 %-ով նվազեցման: 2-րդ ամսում նկատվում է հակադարձ տենդենցը, ընդհուպ \$US-ի նախկին մակարդակի վերականգնման:** Այս միտումը կրում է շարունակական բնույթ, սակայն երկարաժամկետում \$US-ի մակարդակը գնալով նվազում է: Վարկային տոկոսադրույք ավելացման պարագայում, կարճաժամկետում նվազում է վարկերի պահանջարկը, ինչի արդյունքում կրճատվում են վարկային ներդրումները: Ներդրումների կրճատումը բերում է տնտեսական ակտիվության նվազման և թողարկման ծավալների կրճատման: Ըստ էության, վարկային տոկոսադրույքների

¹³⁴ Գծապատկերը կառուցվել է հեղինակի կողմից, էջ 115-ում ներկայացված մոդելի կիրառմամբ ստացված արդյունքների հիման վրա:

բարձրացումը երկարաժամկետ շրջանում բերում է SUS-ի նվազման:

Այս տեղ ու շարունակության է արժանի հատկապես 2-րդ ամսում նախորդ ցուցանիշի մակարդակին վերադառնալը, և կարևոր է հասկանալ թե ինչն է ստիպում SUS-ին վերադառնալ նախկին մակարդակին, երբ վարկային տոկոսադրույքը բարձրացել է, և առկա է **<թանկ ներդրումներ>** տենդենց: Բանն այն է, որ մեր երկիրը լինելով փոքր տնտեսություն, իրական հատվածում ներդրումների հիմնական մասով օգտվում է վարկային ռեսուրսներից: Առաջին ամսում տոկոսադրույքի բարձրացումը բացասական արձագանք է ուղարկում վարկառուներին, որոնք կրճատում են վարկային ներդրումները, սակայն կարճ ժամանակ անց, ներդրումների համար չգտնելով այլ աղբյուրներ, տնտեսվարողները ստիպված են լինում կրկին օգտվել վարկային ռեսուրսներից: Սակայն տոկոսադրույքի բարձրացումը անհետևանք չի մնում, և 3-րդ ամսից սկսած նկատվում է Տնտեսական ակտիվության ցուցանիշի շարունակական նվազում, քանի որ բարձր տոկոսադրույքը ավելացնում է վարկի սպասարկման ծախսերը և նույն չափով կրճատում համախառն սպառումն ու ներդրումը, ինչը հիմնականում անդրադառնում է վերջնական սպառողների վրա: Ձեռնարկատիրական տեսանկյունից ևս այս փոփոխությունն ունի էական ազդեցություն, քանի որ վերոնշյալ պրոցեսի արդյունքում բարձրանում է ձեռնարկատիրական ծախսերը, ինչը կարող է ազդել արտահանվող ապրանքների մրցունակության վրա: **Այսպիսով՝ բացահայտվեց վարկային տոկոսադրույքի և տնտեսության իրական հատվածի հիմնական բնութագրիչը հանդիսացող Տնտեսական ակտիվության ցուցանիշի միջև կապը, որը, ըստ էության կրում է հակադարձ բնույթ՝ տոկոսադրույքի բարձրացումը բերում է SUS-ի նվազման:** Այս բացահայտված կապը կարևոր գործիք կարող է հանդիսանալ պետության կողմից վարվող տնտեսական քաղաքականության մշակման ժամանակ և օգտագործվել տնտեսության մեջ լրացուցիչ ակտիվություն առաջացնելու նպատակով:



Գծապատկեր 24. Գնաճի ցուցանիշի ազդակային պատասխանի ֆունկցիան վարկային տոկոսադրույքի ցնցումների համար (%/ամիս)¹³⁵

Վարկային տոկոսադրույքի փոփոխության ազդեցությունը գնահատելիս կարևոր է նաև վերլուծել գնաճի փոփոխությունը, քանի որ այն հանդիսանում է տնտեսության մակրոտնտեսական կարևորագույն ցուցանիշներից մեկը: Դիտարկելով մոդելի հիման վրա ստացված վարկային տոկոսադրույքի ցնցումների համար գնաճի ցուցանիշի ազդակային պատասխանի ֆունկցիան, պարզվեց, որ **վարկային տոկոսադրույքի 1% դրական փոփոխությունը կանխատեսվող ժամանակահատվածի առաջին ամսում հանգեցնում է գնաճի ավելացման, իսկ 2-րդ ամսից սկսած կրում է շարունակական նվազման միտում:** 8-րդ ամսից սկսած նվազման միտումը աստիճանաբար թուլանում է և գնաճի մակարդակը ստանում է համեմատաբար կայուն վիճակ: Առաջին ամսում աճը ըստ էության այդքան էլ մեծ չէ, և կազմում է 0,1 տոկոս, ինչ վերաբերվում է ցուցանիշի նվազմանը, ապա այն դրսևորվում է 3-րդ ամսից սկսած և բացասական կշիռ է ստանում 4-րդ ամսում, կազմելով -0,1 տոկոս: Արդեն 8-րդ ամսում ցուցանիշը հասնում է -0,65-ի, որից հետո դրսևորում է կայունացման միտում:

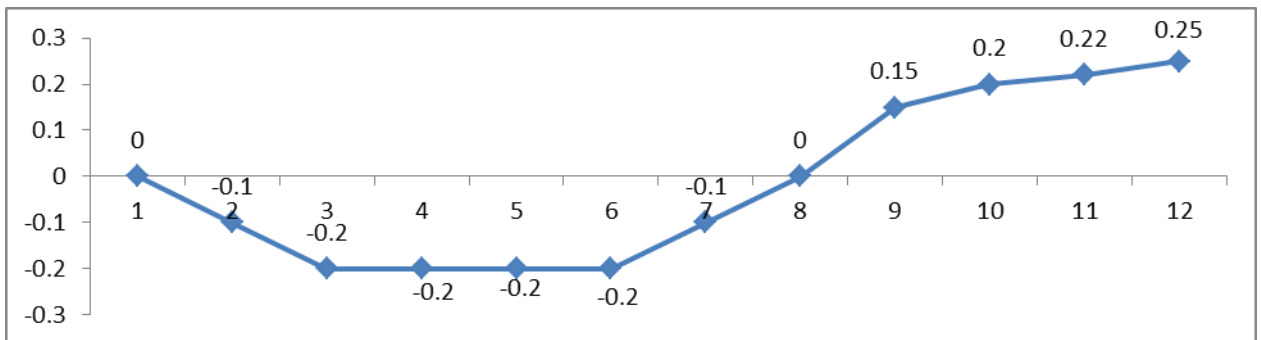
Բացատրելով գնաճի նման տատանումները, պետք է անդրադարձ կատարենք սպառողական վարքագծի և դրանից բխող սուբյեկտիվ գործոնների վրա: Բանն այն է, որ տնտեսական համակարգում, միշտ չէ որ տնտեսվարող սուբյեկտների սպասումները համընկնում են իրական պրոցեսների հետ (այս մասին մենք առավել մանրամասն

¹³⁵ Գծապատկերը կառուցվել է հեղինակի կողմից, էջ 115-ում ներկայացված մոդելի կիրառմամբ ստացված արդյունքների հիման վրա:

անդրադարձել ենք աշխատանքի նախորդ բաժիններում): Արդյունքում մարդկանց սպասումները, հատկապես ցնցումներին հաջորդող ժամանակահատվածում լինում են այդ ցնցման ուղղվածության՝ այսինքն՝ վարկային տոկոսադրույքի բարձրացումից հետո հասարակության սպասումները կանխատեսում են նոր բարձրացում: Այս հանգամանքի ազդեցությամբ կարճաժամկետում կրճատվում է խնայողությունները, և մեծանում սպառման ծավալները, ինչն էլ կարճաժամկետում հանգեցնում է գնաճի մակարդակի որոշակի բարձրացման:

Շուկային այս ցնցմանը հաջորդում է բուն ազդեցությունը, որի շրջանակներում արդեն բարձր վարկային տոկոսադրույքի պայմաններում կրճատվում է ֆինանսական միջոցների հոսքը տնտեսության, ինչը կրճատում է փոխի ծավալը և հանգեցնում գնաճի մակարդակի նվազման:

Դիտարկվող ժամանակահատվածի վերջում, տնտեսության մեջ աստիճանաբար ձևավորվում է հավասարակշիռ իրավիճակ, ինչի արդյունքում է գնաճի մակարդակը սկսում է պահպանվել կայուն մակարդակի վրա:



Գծապատկեր 25. Վարկավորման ծավալների ցուցանիշների ազդակային պատասխանի ֆունկցիան վարկային տոկոսադրույքի ցնցումների համար (%/ամիս)¹³⁶

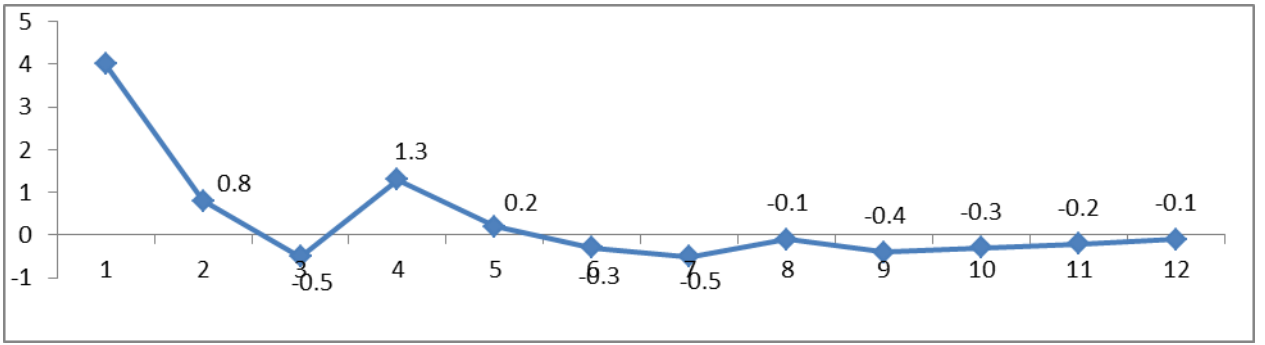
Տոկոսադրույքի ազդեցության գնահատման համար կարևոր է ուսումնասիրել նաև վարկային տոկոսադրույքի փոփոխության ազդեցությունը բուն վարկավորման ծավալների և իրական արդյունավետ փոխարժեքի վրա: Թվում է, թե վարկավորման ծավալները

¹³⁶ Գծապատկերը կառուցվել է էջ 115-ում ներկայացված մոդելի կիրառմամբ ստացված արդյունքների հիման վրա:

պարզ կախվածությամբ մեջ պետք է լինեն վարկային տոկոսադրույքից, սակայն ինչպես ցույց է տալիս մեր կողմից մշակված մոդելը, այս պնդումը ճիշտ է միայն կարճաժամկետի համար: Այսինքն՝ կարճաժամկետում **վարկավորման ծավալների ցուցանիշների ազդակային պատասխանի ֆունկցիա վարկային տոկոսադրույքի ցնցումների համար բացասական է: Վարկային տոկոսադրույքի 1% դրական փոփոխությունը կանխառեսվող ժամանակահատվածի առաջին երեք ամիսներում հանգեցնում է վարկավորման ծավալների կրճատման: Սակայն 4-րդ ամսից սկսած, վարկավորման ծավալները սկսում են աճել դիտարկվող ժամանակահատվածի վերջում արձանագրելով 0,25%-ոց աճ:**

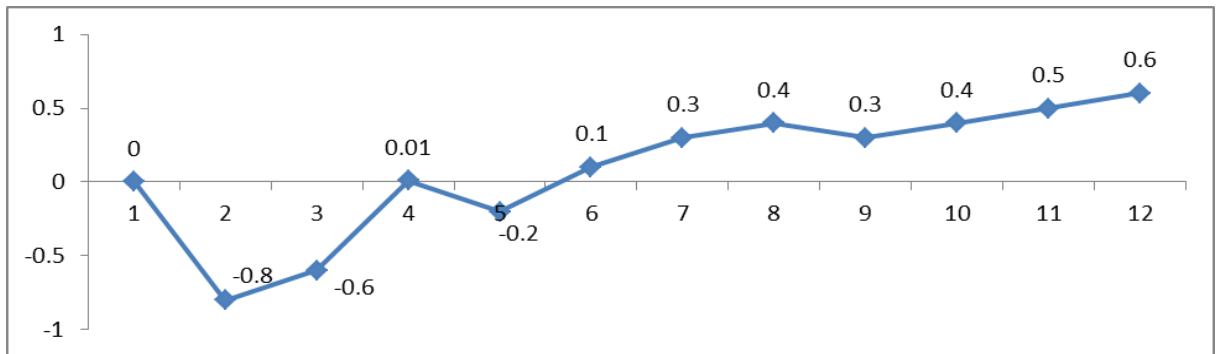
Մեկնաբանելով այս տեղեկացը, պետք կրկին անդրադառնանք ֆինանսական համակարգի կառուցվածքին, ևս մեկ անգամ փաստելով, որ բանկային վարկը հանդիսանում է իրական հատվածի ֆինանսական սպասարկման հիմնական օղակը: Այսինքն՝ անկախ վարկային տոկոսադրույքի մակարդակից, միևնույնն է այլընտրանքային ֆինանսական աղբյուրները շատ քիչ են, սակավաթիվ է նաև օտարերկրյա ինվեստիցիոն ընկերություններից ներգրավվող միջոցները, այդ պարագայում բանկային վարկին համարժեք այլընտրանք գտնելը բավականին բարդ է, ինչն էլ պայմանավորում է երկարաժամկետում վարկավորման ծավալների նման արձագանքին:

Անդրադառնալով իրական արդյունավետ փոխարժեքի **ազդակային պատասխանի ֆունկցիային, մոդելի արդյունքներից պարզ է դառնում, որ վարկային տոկոսադրույքի 1% դրական փոփոխությունը կանխառեսվող ժամանակահատվածի առաջին երեք ամիսներում հանգեցնում է իրական արդյունավետ փոխարժեքի նվազման:** Այս փոփոխությունը բացասական է անդրադառնում տնտեսվարող սուբյեկտների վրա, քանի որ նրանք արտաքին շուկաների հետ հարաբերություններում դառնում են ավելի պակաս մրցունակ: Սակայն դիտարկվող ժամանակահատվածի արդեն 5-րդ ամսում նկատվում է իրական արդյունավետ փոխարժեքի կայունացում, ինչը դրսևորվում է տնտեսության ընդհանուր կայունացման համատեքստում:



Գծապատկեր 26. Իրական արդյունավետ տոկոսադրույքի ազդակային պատասխանի ֆունկցիան վարկային տոկոսադրույքի ցնցումների համար (%/ամիս)¹³⁷

Իրական արդյունավետ տոկոսադրույքի արձագանքը տոկոսադրույքի փոփոխությանը հատկապես կարևորվում է արտահանման ծավալների հետ ունեցած փոխկապվածության տեսանկյունից: Որքան ցածր է իրական արդյունավետ տոկոսադրույքը, այնքան բարենպաստ են պայմանները արտահանման համար: Վարկային տոկոսադրույքի ավելացման պայմաններում իրականացվող ներդրումները դառնում են ավելի թանկ, ինչն էլ իր հերթին ազդում է թողարկվող ապրանքների գնագոյացման վրա: Այս շղթայական ազդեցության արդյունքում արտարվող ապրանքները կորցնում են իրենց մրցունակությունը միջազգային շուկայում:



Գծապատկեր 27. Արդյունաբերական արտարանքի ցուցանիշի ազդակային պատասխանի ֆունկցիան վարկային տոկոսադրույքի ցնցումների համար (%/ամիս)¹³⁸

Համակարգի գնահատականների հիման վրա ազդակային պատասխանի ֆունկցիաների գրաֆիկների դիտարկման շրջանակներում դիտարկենք

¹³⁷ Գծապատկերը կառուցվել է էջ 115-ում ներկայացված մոդելի կիրառմամբ ստացված արդյունքների հիման վրա:

¹³⁸ Գծապատկերը կառուցվել է հեղինակի կողմից, էջ 115-ում ներկայացված մոդելի կիրառմամբ ստացված արդյունքների հիման վրա:

արդյունաբերական արտադրանքի և վարկային տոկոսադրույքի կապը: Սակայն ամբողջական **ժամանակահատվածը վերլուծելով, բացահայտվում է, որ վարկային տոկոսադրույքի 1% դրական փոփոխությունը կանխատեսվող ժամանակահատվածի երկրորդ ամսից սկսած հանգեցնում է արդյունաբերական արտադրանքի ծավալների 0.8% նվազման: Երրորդ ամսից ազդեցությունը աստիճանաբար նվազում է, և 4-րդ ամսում ցուցանիշը հասնում է իր սկզբնական մակարդակին: Ազդակային տատանումը նույն սկզբունքով շարունակում է կրկնվել նաև հաջորդ ժամանակահատվածներում, աստիճանաբար կորցնելով ազդեցությունը:**

Արդյունաբերության ոլորտը հանդիսանալով դինամիկ զարգացող ոլորտ, բավականին արագ է արձագանքում տնտեսական տարբեր ազդակների: Դրանով է պայմանավորված, որ վարկային տոկոսադրույքի տատանումը իր գրեթե առավելագույն ազդեցությունը ունենում է հենց առաջին ամսում: Զետագայում ոլորտը աստիճանաբար հարմարվում է տնտեսական նոր իրավիչակին, և շարունակում զարգացման ցիկլը, ի հարկե այդ զարգացման ընթացքում զերծ չմնալով նախորդ պարբերաշրջաններում արձանագրված տատանումների առավել թույլ կրկնումից:

Մոդելի վերլուծության արդյունքում ստացված ազդակային պատասխանի ֆունկցիաների դիտարկման համար կարևոր է նշել ևս մեկ հանգամանք: Ինչպես երևում է գծապատկեր 14,15,16,17-ից, դիտարկվող ցնցումները մինչև վերջ չեն մարում, ինչը առաջին հայացքից կարող է տպավորություն ստեղծել մոդելի ոչ լիարժեքության, սակայն իրականում, ցնցումների ոչ լիարժեք մարելը պայմանավորված է դիտարկվող ժամանակահատվածի տևողությամբ և ամսեկան ցուցանիշների բնույթով: Որպես կանխատեսվող ժամանակահատված մոդելում օգտագործվում է մեկ տարին, ըստ ամիսների, ինչը բավականին կարճ ժամանակահատված է ցնցումների լիարժեք մարելու համար, սակայն երևի դիտարկվող ժամանակահատվածը երկարացնում ենք, ակնհայտ է դառնում որ ցնցումներն ունենում են վերջնական մարում, ինչը ապացուցում է որ կառուցված մոդելը լիարժեք է և արժանահավատ:

Այս ափսոսով, ամփոփելով կարող ենք նշել, որ ընդհանուր առմամբ իրականացված հաշվարկների արդյունքները ցույց են տալիս, որ բանկային տոկոսադրույքի եզրափակիչ փուլի արդյունավետությանը բացահայտված է: Բացահայտված է տնտեսական ակտիվության ցուցանիշի, արդյունաբերական արտադրության ծավալների, ապրանքաշրջանառության նշանակալի բացասական արձագանքը վարկավորման անվանական տոկոսադրույքի դրական ցնցման վրա: Յեղայն արձագանքն էլ իրենից ներկայացնում է բանկային տոկոսադրույքի՝ տնտեսության իրական հատվածի զարգացման վրա ունեցած ազդեցության գնահատականը:

Ցանկացած գնահատման նպատակայնության համար կարևոր է արդյունքների հիման վրա ճիշտ հետևությունների կատարումը և դրանց կիրառումը տնտեսական համակարգում: Այս ենթագլխում մենք պարզեցինք բանկային տոկոսադրույքի ազդեցությունը, իսկ թե ինչպես այն օգտագործենք տնտեսական զարգացման համար և ինչ քայլերի է անհրաժեշտ դիմել տոկոսային քաղաքականության բարելավման համար կներկայացնենք հաջորդ ենթագլխում:

3.2 Տոկոսային քաղաքականության կատարելագործման ուղիները Հայաստանի Հանրապետության ունում

Բանկային տոկոսադրույքի դերը տնտեսական քաղաքականության իրականացման գործում կարևորվում է ոչ միայն տեղային և մասնակի լուծումներում, այլև գլոբալ և հեռահար նպատակների իրականացման ծրագրերում: Այդ իսկ պատճառով, տնտեսության զարգացման համար այս գործիքը չօգտագործելը անթույլատրելի կլինի, քանի որ հենց բանկային տոկոսադրույքների ուղղակի ազդեցության տակ են գտնվում ներդրումները, տնտեսության կառուցվածքային զարգացումը, կայուն տնտեսական աճը և այլ ոլորտներ:

Տոկոսային քաղաքականության միջազգային փորձի ուսումնասիրությանը հնարավորություն է տվել առանձնացնել այդ քաղաքականության բարելավման հիմնական որոշ մեթոդներ: Դրանցից առաջինը կապված է **տոկոսադրույքի շրջանակի մեծացման** բանկի ընդհանուր ուղղվածությունից: Այս մոտեցումն առաջարկում է կրճատել տոկոսադրույքը ներգրավվող ռեսուրսների դիմաց¹³⁹: Այս ազմավարության գլխավոր առաքելությունը կայանում է նրանում, որ հնարավորություն ստեղծվի նվազեցնել ֆինանսական ռեսուրսների ծախսերը, հետևաբար նաև մեծացնել տոկոսադրույքի շրջանակը և բանկի շահույթի ընդհանուր չափը:

Ինչպես ներկայացրել ենք մեր վերլուծությաններում, ՀՀ բանկային համակարգի հիմնական ներգրավվող ռեսուրսները դրանք ավանդներն են: Ավանդների տոկոսադրույքի իջեցումը հնարավորություն կտա բանկերին ունենալ ավելի էժան ռեսուրսներ, և դրանց հիման վրավարել ցածր տոկոսային քաղաքականություն: Արդյունքում կնվազեն նաև վարկային տոկոսադրույքները, ինչը կխթանի տնտեսության զարգացմանը: Սակայն կիրառական առումով այս մեթոդը ունի մի շարք թերություններ և ՀՀ բանկային համակարգին բնորոշ բացասական հետևանքներ:

Մասնավորապես առաջին թերությունը բանկային համակարգի մեծ կապվածությունն է ֆինանսական շուկայի տվյալ սեգմենտի հետ, և

¹³⁹ Процентная политика банка: инструменты, модели, подходы. Практическое пособие. М.: Издательский дом «Регламент □ Медиа», 2013. с 139

բանկային համակարգի ռեսուրսները գոյանում են հենց ավանդներից: Այս օղակի վիճակի վատթարացումը կբերի հաճախորդներին ներգրավվելու ծառայությունների գրավչության անկում, ինչն էլ կհանգեցնի ռեսուրսային բազայի կայուն նվազեցում, հետևաբար նաև բանկի վերջնական ֆինանսական արդյունքների վատթարացման:

Ինչ վերաբերում է ներկայիս պայմաններին, ապա այս մոտեցման գործնական իրականացումը կարող են իրականացնել ոչ մեծ թվով կազմակերպություններ, քանի որ ավանդներ ներդնող հաճախորդների մեծ մասը շահույթը մեծացնելու կողմնորոշում ունեն: ՀՀ-ում ավանդային տոկոսադրույքի նվազեցումը կհանգեցնի միջոցների արտահոսքի, որը բացասական ազդեցություն կունենա ոչ միայն բանկային համակարգի, այլև ամբողջ տնտեսության վրա:

Հաջորդ մոտեցումը կապված է բանկի **տոկոսադրույքի շրջանակի վոքրացման** կողմնորոշելու հետ: Այս մեթոդի իրականացումը, ի տարբերություն մյուս մեթոդի, իր մեջ ներառում է հետևյալ տարբերակները՝

- տեղաբաշխվող միջոցների տոկոսադրույքի նվազեցում
- ներգրավված միջոցների տոկոսադրույքի ավելացում
- Երկու սահմանների միջակայքի միաժամանակյա համակցում¹⁴⁰:

Այս մեթոդն ունի մի շարք առավելություններ: Մասնավորապես շուկայում բանկի դիրքի բարելավում, որն իրականացվում է բանկի ծառայությունների դիմաց գների գրավչության բարձրացման միջոցով, որն էլ իր հերթին ընդլայնում է հաճախորդների բազան: Կարևոր առավելություն է նաև ֆինանսական արդյունքների բարելավում, որն իրականացվում է ներկայիս բիզնեսի գործնական սկզբունքի կիրառման միջոցով: Այն իրենից ենթադրում է շահույթի հետապնդում ոչ թե գների ավելացումից, այլ ընդհանուր շրջանառությունից:

Մեթոդն ունի նաև թերություններ, որոնց թվին են դասվում տոկոսադրույքի ռիսկի մեծացումը, որը կապված է բարձրացված տոկոսադրույքների արդյունքում բանկի միջոցների արդյունավետ տեղաբաշխման անկարողության հետ: Իսկ մեթոդի հիմնական թերությունը բանկի համար շահութաբերության կրճատումն է, որը

¹⁴⁰ Процентная политика банка: инструменты, модели, подходы. Практическое пособие. М.: Издательский дом «Регламент □ Медиа», 2013. с 143

կարող է լուրջ խնդիրներ առաջացնել տվյալ բանկի կառավարման և գործունեության համար:

Այսպիսով, կան տարբեր եղանակներ առևտրային բանկերի տոկոսային քաղաքականության բարելավման համար: Դրանցից յուրաքանչյուրն ունի որոշակի առավելություններ և թերություններ: Անհատապես այդ մեթոդները հազվադեպ են ընդունվում, քանի որ դրանցից յուրաքանչյուրը չի կարող հաշվի առնել բոլոր գործոնները, որոնք ազդում են վարկերի և ավանդների շուկաների վրա: Սակայն բանկերը հազվադեպ են օգտագործում վերևում նշված տոկոսային քաղաքականության բարելավման համար մեթոդների համակցությունը: Սա բացատրվում է այն հանգամանքով, որ շուկայական հարաբերությունների համակարգում բանկերը իրենցից ներկայացնում են առևտրային կազմակերպություններ, որոնց ծավալած տնտեսական գործունեության հիմքում ընկած է շահույթի ստացումը: Այդ իսկ պատճառով բանկերը իրենց տոկոսային քաղաքականությունը վարում են հիմնականում այդ շահույթի ծավալներ ավելացման ուղղությամբ, և բանկերի կողմից տոկոսադրույքի նվազեցման քաղաքականությունը հիմնականում բխում է Կենտրոնական բանկի կողմից սահմանված չափանիշներից: Այդ իսկ պատճառով այստեղ առավել կարևորվում է համապատասխան նորմերի կիրառումը, որոնք կգսպեն բանկերի մաքսիմալ շահույթ ստանալու ձգտումները, այդպիսով բարենպաստ պայմաններ ստեղծելով \$ինանսական հատված-իրական հատված փոխկապվածության և տնտեսության զարգացման համար: Կենտրոնական բանկի կողմից վարվող այդ քաղաքականությունը պետք է լինի դինամիկ և ճկուն, և ունակ տնտեսական տարբեր իրավիճակներում առաջացած մարտահրավերների դիմագրավմանը:

Ինչպես նշել ենք աշխատության 2-րդ գլխում, ՀՀ-ում \$ինանսական համակարգը և տոկոսային քաղաքականությունը ունեն մի շարք առանձնահատկություններ, որի հիմնական պատճառ է հանդիսանում տնտեսության ներկայարգավիճակը:

ՀՀ-ն, հանդիսանալով անցումային տնտեսություն ունեցող երկիր, կարող է ունենալ մի շարք տնտեսական խնդիրներ, որոնք կարող են պայմանավորված լինել ոչ միայն մակրոտնտեսական

ցուցանիշների փոփոխություններ, այլև քաղաքական, իրավական և սոցիոմշակութային այլ գործոններով¹⁴¹: Այսինքն, մեր երկրում բանկային տոկոսադրույքը և մակրոտնտեսական ցուցանիշները կարող են փոխվել ոչ տնտեսական գործոններով պայմանավորված: Այստեղ խնդիրը կայանում է նրանում, թե արդյո՞ք կարելի է գտնել բանկային տոկոսադրույքի այնպիսի մակարդակ, որը կարող է ակտիվորեն նպաստել տնտեսության արդյունավետ զարգացմանը: Այս հարցի պատասխանը պետք է լինի վարվող տոկոսային քաղաքականության ճշմարտացիությունը:

Դիտարկելով բանկային տոկոսադրույքները ՀՀ-ում, մենք եկանք այն եզրահանգման, որ վարկի և ավանդի տոկոսադրույքի տարբերությունը վերջին տարիներին տատանվել է 7-8 տոկոսի միջակայքում, ինչը բավականին բարձր ցուցանիշ է: Մեր երկրում տոկոսային քաղաքականության բարելավման առաջին ուղղությունը պետք է լինի հենց տոկոսադրույքների նվազեցումը:

Տարբեր տնտեսագետներ իրենց հետազոտություններում անդրադարձել են այս հարցին, թե արդյո՞ք հնարավոր է բարձր տոկոսադրույքի պայմաններում ունենալ զարգացած տնտեսություն: Որոշ տնտեսագետներ կարծում են, որ բարձր տոկոսադրույքները կարող են չխոչընդոտել տնտեսական աճը՝ ցածր գնաճի սպասումների, արտաքին ներդրողների համար տնտեսության գրավչության, տեխնոլոգիական տրասֆերի էֆեկտի, ներքին խնայողությունների կուտակման պայմանների դեպքում¹⁴²:

Տնտեսագետների մեկ այլ խումբ էլ, պնդում է, որ տնտեսության բնականոն զարգացման գլխավոր նախապայմանը պետք է լինի ցածր տոկոսադրույքը, հակառակ դեպքում տեղական արտադրանքը միջազգային շուկաներում դառնում է ոչ մրցունակ և լրջորեն ազդում գուտարտահանման ցուցանիշի վրա¹⁴³:

Ասել թե այս պնդումներից ո՞ր մեկը ավելի իրատեսական կլինի մեր երկրի համար, բավականին բարդ է, միաժամանակ պնդել դրանցից որևէ մեկի բացարձակ ճշմարտացիությունը և գնալ կտրուկ

¹⁴¹ Գ. Ղարիբյան, Տնտեսագիտական մտքի պատմություն, Երևան 2005 թ.

¹⁴² С. М. Дробышевский, Влияние ставок процента на экономический рост, научно-прикладные исследования ДЕНЬГИ И КРЕДИТ № 9 2016 с 39

¹⁴³ Фунг Тхе Донг, Оценка эффективности процентной политики при проведении денежно-кредитной политики, Экономика, Статистика и Информатика №5, 2013 с 40

փոփոխության, այն սպասելիքով, որ միանշանակ դրական կլինի տնտեսության զարգացման համար, սխալ կլինի: Աշխատանքի 3-րդ գլխում մշակված ավտոռեգրեսիոն մոդելը ցույց տվեց, որ տոկոսադրույքի 1 տոկոս փոփոխությունը դիտարկվող ժամանակահատվածի 3-րդ ամսում բերում է գնաճի ավելացման: Յետևաբար, խոսել բանկային տոկոսադրույքների ընդհանուր մակարդակի կտրուկ նվազեցման մասին իրատեսական է: Մյուս կողմից 2-րդ գլխում իրականացված վերլուծությունը բացահայտեց իրական և ֆինանսական հատվածների մեջ առկա բավականի լուրջ խզում, որը պայմանավորված էր նաև տոկոսադրույքների մակարդակով: Յարգ է առաջանում. ի՞նչպես իրականացնել տոկոսային քաղաքականությունը, որպեսզի ապահովվի զարգացման բարձր մակարդակ, միևնույն ժամանակ խուսափելով ցնցումներից:

Տոկոսային քաղաքականության ազդեցության գնահատման ուղղությամբ շոշափելի արդյունքների հասնելու համար, կիրառենք նախորդ գլխում կառուցված մոդելի արդյունքները, և դրանց հիման վրա իրականացնենք ֆինանսական արդյունքերի վերլուծություն:

Այսպիսով, ինչպես արդեն նշել ենք, վարկային տոկոսադրույքի 1% դրական փոփոխությունը կանխատեսվող ժամանակահատվածի առաջին ամսում հանգեցնում է տնտեսական ակտիվության ցուցանիշի 0.5 %-ով նվազեցման: 2-րդ ամսում նկատվում է հակադարձ տենդենցը, ընդհուպ SUS-ի նախկին մակարդակի վերականգնման:

Նպատակ ունենալով բացահայտել վարկային տոկոսադրույքի փոփոխության ազդեցությունը տնտեսության զարգացման վրա, հաշվարկ ենք, թե վարկային տոկոսադրույքի 1%-ով նվազեցումը, ինչ փոփոխության կբերի: Որպես կանխատեսման ժամանակահատված վերցնենք 2017 թվականը, իսկ ելակետային տվյալ SUS-ը 2016 թվականի դեկտեմբեր ամսին:

Այսպիսով ենթադրենք 2017 թվականի հունվար ամսին իրականացվել է վարկային տոկոսադրույքի նվազեցում 1%-ով: Այս փոփոխության արդյունքում փետրվար ամսին SUS-ը կաճի 0.5 տոկոսով, և կդառնա նախորդ ժամանակահատվածի համեմատ 111.51%: Այնուհետև 2-րդ ամսից սկսած ազատիճանաբար SUS-ը վերադառնում է նախկին մակարդակին, 3-րդ ամսում կազմելով 106.4 %: 4-րդ ամսից սկսած SUS-ը

պահպանում է հիմնական տենդենցը, և համապատասխանաբար ապրիլ ամսին կազմում 110.7%:

Ֆինանսական արդյունքի ստացման հաջորդ վերլուծությունը իրենից ներկայացնում է վարկավորման ծավալների փոփոխությունը՝ վարկային տոկոսադրույքի նվազեցման պայմաններում: Վարկավորման ծավալների ցուցանիշների ազդակային պատասխանի ֆունկցիա վարկային տոկոսադրույքի ցնցումների համար բացասական է: Վարկային տոկոսադրույքի 1% դրական փոփոխությունը կանխատեսվող ժամանակահատվածի առաջին երեք ամիսներում հանգեցնում է երրորդ ամսում հանգեցնում է վարկավորման ծավալների կրճատման: Սակայն 4-րդ ամսից սկսած, վարկավորման ծավալները սկսում են աճել դիտարկվող ժամանակահատվածի վերջում արձանագրելով 2 %-ոց աճ: Չափվարկելով ֆունկցիայի ֆինանսական արդյունքները, կստանանք, որ եթե դիտարկվող ժամանակահատվածի 1-ին ամսում վարկային տոկոսադրույքը 1%-ով նվազեցվի, ապա դիտարկվող ժամանակահատվածի վերջում վարկավորման ծավալները կավելանան 2 %-ով: 2016 թվականին վարկավորման ընդհանուր ծավալները կազմել են 2119513 մլն դրամ, այսպիսով վարկային տոկոսադրույքի նշված փոփոխության արդյունքում վարկավորման ծավալը կդառնա 2161903.26 մլն դրամ:

Արդյունաբերությունն ծավալների փոփոխությունը հաշվարկելու համար հաշվի առնենք, որ կիսաշաբաթ մոդելի համաձայն, վարկային տոկոսադրույքի 1% դրական փոփոխությունը կանխատեսվող ժամանակահատվածի երկրորդ ամսից սկսած հանգեցնում է արդյունաբերական արտադրանքի ծավալների 0.8% նվազման: Երրորդ ամսից ազդեցությունը աստիճանաբար նվազում է, և 4-րդ ամսում ցուցանիշը հասնում է իր սկզբնական մակարդակին: Ազդակային տատանումը նույն սկզբունքով շարունակում է կրկնվել նաև հաջորդ ժամանակահատվածներում, աստիճանաբար կորցնելով ազդեցությունը:

Արդյունքում, վարկային տոկոսադրույքի 1% նվազեցման պարագայում երկրորդ ամսից սկսած կաճի 0.8 տոկոսով: 2016 թվականին Արդյունաբերության ոլորտի համախառն թողարկման ծավալը կազմել է 1342.7 մլն դրամ, իսկ 2-րդ ամսում կազմել է 111.2 մլն դրամ: Այսինքն եթե տարեսկզբին իրականացվեր համապատասխան տոկոսային քաղաքականություն և վարկային տոկոսադրույքը նվազեցվեր 1% ապա

փետրվար ամսին արդյունաբերության ոլորտի արտադրանքի ծավալը կկազմեր 120.09 մլն դրամ: 4-րդ ամսում ցուցանիշը մոտ կլիներ նախորդ տարվա նույն ժամանակահատվածի ցուցանիշին և կկազմեր 115.68 մլն դրամ, հետագա ամիսներին կդիտարկվեր թողարկման ծավալների շարունակական աճ, որի ընթացքում նաև աստիճանաբար կմարեր տոկոսադրույքի փոփոխության ազդեցությունը:

Այսպիսով, դիտարկելով մոդելի կիրառման արդյունքում առևտրային բալետի վարկային տոկոսադրույքի ազդեցությունը, կարող ենք գալ այն եզրակացության, որ տոկոսադրույքի ազդեցությունը թողարկման ծավալների վրա միանշանակ չի լինում: Հենց այս հանգամանքով էլ պայմանավորված, միակողմանի դիտարկել բանկային տոկոսադրույքի նվազեցումը որպես տնտեսության զարգացման գործոն՝ լիարժեք չի կարող լինել: Ուստի անհրաժեշտ է այս վերլուծությունների հիման վրա մշակել այնպիսի տոկոսաինքնաբաղաձայնություն, որը ոչ միայն կապահովի առանձին ոլորտների համար զարգացման հնարավորություններ, այլև միաժամանակ կապահովի մակրոտնտեսական կայունություն և տնտեսության շարունակական և համապարփակ զարգացում:

Տեսություննից հայտնի է, որ տոկոսային քաղաքականության միջոցով տնտեսության մեջ ներարկվող միջոցները կարելի է ուղղորդել և այդպիսով ապահովել տնտեսական աճ ու բազմաճյուղ և համաչափ զարգացում: 2-րդ գլխում մեր իրականացրած խաչածև կոռելյացիոն վերլուծությունը ի հայտ բերեց տնտեսությունն այն ոլորտները, որոնց վրա տոկոսային քաղաքականությունը ունի էական ազդեցություն: Դրանք հիմնականում տնտեսության իրական հատվածի ոլորտներն են՝ Գյուղատնտեսությունը, արդյունաբերությունը և ապրանքաշրջանառությունը:

Հատկանշական էր նաև վերլուծության ընթացքում բացահայտված այն եզրակացությունը, որ այս ոլորտների զարգացումը փախկապակցված է տնտեսության մյուս ոլորտների՝ տրանսպորտի, էներգետիկայի և ջրային տնտեսության ոլորտների զարգացումը: Ամբողջացնելով այս եզրահանգումները կարող ենք գործնականում նշմարել տոկոսային քաղաքականության այն ուղղվածությունը, որը կբերի տնտեսության համաչափ զարգացման: Այս տեսանկյունից ՀՀ-

ում նպատակահարմար կլինի վերանայել գյուղատնտեսության և արդյունաբերության ոլորտին տրամադրվող վարկավորման տոկոսադրույքները: Այս ոլորտների համար տոկոսադրույքի նվազեցումը կբերի վարկավորման ծավալների ավելացման, ինչն էլ շրթայական կհանգեցնի տնտեսության զարգացման:

Ամփոփելով վերը նշվածը, կարող ենք նշել, որ ՀՀ-ում տոկոսային քաղաքականության բարելավման առաջին ուղղությունը թիրախավորված տոկոսային քաղաքականության իրականացումն է, որի շրջանակներում վարկային ներդրումները կուղղվեն տնտեսության կոնկրետ ոլորտներ: Այստեղ կարևոր է նաև մոնիթորինգային և վերահսկողական քաղաքականության իրականացումը, որպեսզի պարզ կլինի թե ուղղված միջոցները ինչ արդյունքների հանգեցրին և, ըստ այդմ, պլանավորել առաջիկա քայլերը: Թիրախավորված տոկոսային քաղաքականությամբ հնարավոր կլինի նաև խուսափել տոկոսադրույքի փոփոխության բացասական հետևանքներից, քանի որ նման քաղաքականությունը գնաճի և մակրոտնտեսական այլ ցուցանիշների վրա էական ազդեցություն չի ունենա և հնարավոր կլինի խուսափել լուրջ ցնցումներից:

Տոկոսային քաղաքականության բարելավման հաջորդ կարևոր ուղին վերջերս սկսվել է կիրառվել ՀՀ-ում: Այն իրենից ենթադրում է հիփոթեքային վարկերի տոկոսների սպասարկում պետության կողմից: «Եկամտային հարկի մասին» ՀՀ օրենքում լրացում կատարելուց հետո, սահմանվեց, որ բնակարանների ձեռքբերման կամ անհատական բնակելի տների կառուցման համար ստացված հիփոթեքային վարկերի սպասարկման տոկոսները վճարվում են պետության կողմից՝ դրանով իսկ նվազեցնելով վարկառու անձանց ֆինանսական բեռը¹⁴⁴: Այս օրենսդրական փոփոխությունը միաժամանակ երկու կարևոր խնդիր է լուծում. այն նախ և առաջ օգնում է ազգաբնակչությանն առավել մատչելի պայմաններով ձեռք բերել բնակարաններ և լուրջ սոցիալական խնդիր է լուծում, և մյուս կողմից նպաստում է շինարարության ոլորտի զարգացմանը: Ընդ որում, օրենքը նաև սահմանում է, որ գնումը պետք է կատարել

¹⁴⁴ «Եկամտային հարկի մասին» ՀՀ օրենքի 8.2-րդ հոդված

անմիջապես կառուցապատողից, այդպիսով ուղղակի կերպով նպաստելով շինարարության ոլորտի զարգացմանը:

Անդրադառնալով վերջին տարիներին արձանագրված ցուցանիշներին, պետք է նշենք, որ այսօրենսդրական ներդրումը լուրջ առաջընթաց ապահովեց շինարարության ոլորտում: Այս ծրագրի շրջանակներում 2015թ. ընթացքում վերադարձվել է շուրջ 274 մլն դրամ գումար, մասնակից անձինք եղել են 560-ը: 2016թ. ընթացքում վերադարձվել է 1 մլրդ 350 մլն դրամի չափով եկամտային հարկի գումար՝ արդեն 1276 մասնակիցների¹⁴⁵: Հաշվի առնելով մասնակիցների թվի շարունակական ավելացումը, կարելի է վստահորեն եզրակացնել, որ օրենսդրական այս նախաձեռնության կիրառումը նոր շունչ է հաղորդում մեր երկրում շինարարության ոլորտի զարգացմանը:

Այս փորձը պետք է օրինակելի դառնա մյուս ոլորտների համար, հատկապես գյուղատնտեսության և արդյունաբերության ոլորտների համար: Նշված նորամուծությունը լայն հնարավորություններ կստեղծի հատկապես նշված ոլորտների սկսնակ ընկերություններին, որոնց սկզբնական ներդրումների համար վարկային փողերը կդառնան ավելի մատչելի:

Տոկոսային քաղաքականության բարելավման մյուս և կարոր ուղղությունները մեր երկրի համար հանդիսանում է ներդրումային կառույցների ստեղծումը: Վերլուծությունից պարզ դարձավ, որ ՀՀ-ում վարկային ներդրումների այլընտրանքը փաստացի բացակայում է, ինչն էլ ազդում է ինչպես տոկոսային քաղաքականության այնպես էլ տնտեսական զարգացման վրա: Խնդրի լավագույն լուծումը կլինի ներդրումային տարբեր հիմնադրամների գործունեությունը, որոնք ոչ միայն կփոխարինեն բանկերին, այլև տնտեսվարողների կառաջարկեն ավելի բարենպաստ պայմաններ և հնարավորություններ: Այդ հիմնադրամները այլընտրանք կստեղծեն վարկային ներդրումներին, ինչը կստիպի բանկերին մեղմացնել վարվող տոկոսային քաղաքականությունը:

ՀՀ-ում վարկային կազմակերպությունների և առևտրային բանկերի կողմից տրամադրվող վարկերի տոկոսադրույքները գրեթե

¹⁴⁵ ՀՀ ԿԱ ՊԵԿ տեղեկատվության և հասարակայնության հետ կապերի բաժին, պաշտոնական հրապարակումներ - http://www.taxservice.am/MD_News.aspx?ntname=MDOOfficialNews

հավասար են, դրանից բացի վարկային կազմակերպությունների կողմից կիրառվող վարկի տրամադրման ընթացակարգերը շատ դեպքերում ավելի խիստ են, ինչը խանգարող հանգամանք է հանդիսանում վարկային ներդրումների ավելացման համար: Բան այն է, որ վարկային կազմակերպությունները պետք է վարկերի համար այլ ընտրանքային աղբյուր հանդիսանան, և բանկերի համեմատ ավելի մատչելի լինեն: Այս խնդիրը առավել էական է դառնում կոնկրետ ոլորտային ուղղվածություն ունեցող կազմակերպությունների համար, որոնք փոխանակ նպաստելու վարկառուների համար հեշտ և մատչելի պայմաներ ստեղծելու, դրսևորում են բիզնես գործունեության բնորոշ հատկանիշներ, այդպիսով խոչընդոտ ստեղծելով վարկային ներդրումների ավելացման համար:

Կարևոր պայման է նաև բանկային ապահովագրության զարգացած համակարգի առկայությունը: Վերջին տարիներին մեր երկրում զարգացել է ավանդների ապահովագրման համակարգը, ինչը բարձրացրել է վստահությունը բանկերի նկատմամբ: Սակայն զարգացած երկրներում բուռն գործունեություն է ծավալում նաև վարկերի ապահովագրման համակարգը: Այն ոչ միայն երաշխիքներ է ապահովում վարկատուի համար վարկի վերադարձելիության հարցում, այլև հնարավորություն է տալիս վարկառուին առավել համարձակ լինել իր որոշումների կայացման գործում:

Ամփոփելով կարող ենք նշել, որ իրականացված վերլուծություններում մենք բացահայտեցինք բանկային տոկոսադրույքի փոխկապվածությունը մակրոտնտեսական միջարք ցուցանիշների հետ, ինչպես նաև նրա փոփոխության ազդեցությունը տնտեսության իրական հատվածի զարգացման վրա: Աշխատանքում առաջ քաշվեցին նաև տոկոսային քաղաքականության կատարելագործման հիմնական ուղիները, որոնց կիրառման արդյունքում էական տեղաշարժ կգրանցվի ինչպես ֆինանսական համակարգի զարգացման այնպես էլ տնտեսության իրական հատվածի զարգացման պրոցեսում:

ԵՃՐԱԿԱՑՈՒ ԹՅՈՒՆՆԵՐ

Այս պիսով, բանկային տոկոսադրույքի՝ տնտեսության իրական հատվածի զարգացման վրա ունեցած ազդեցության գնահատումը հանդիսանում է տնտեսական քաղաքականության կարևորագույն ուղղության նկատմամբ, որի վերլուծության շնորհիվ հնարավոր է նպատակադրել տնտեսության իրական հատված զարգացման տեմպը և համապատասխան գործիքների կիրառման միջոցով ապահովել կայուն և շարունակական տնտեսական աճ:

Աշխատանքը սկսելով տեսական դրույթների ներկայացմամբ աստիճանաբար անցում կատարվեց տնտեսական ցուցանիշների վրա բանկային տոկոսադրույքի ազդեցության վերլուծությանը, միջազգային փորձի ուսումնասիրությանը, ներկայացվեց վարկային տոկոսադրույքի և տնտեսության գերակա ոլորտների զարգացման միջև կապը, այնուհետև տնտեսամաթեմատիկական մոդելի կիրառման միջոցով իրականացվեց տնտեսության իրական հատվածի զարգացման վրա բանկային տոկոսադրույքի ազդեցության գնահատում:

Ամփոփելով աշխատանքը և իմի բերելով ատենախոսության հիմնական դրույթներն ու գիտական նորույթների արդյունքները, կարելի է կատարել հետևյալ եզրահանգումները և առաջարկությունները.

- Բանկային տոկոսադրույքը հանդիսանում է ՀՀ տնտեսության զարգացման հիմնական գործոններից մեկը, ուստի վերջինիս կարգավորումը առավել մեծ կարևորություն ունի տնտեսության կայուն զարգացումը ապահովելու համար:

- Միջազգային փորձի ուսումնասիրությունը ցույց տվեց, որ բարձր տոկոսադրույքի պայմաններում հնարավոր է ապահովել իրական տնտեսական աճ, ուստի այստեղ առավել մեծ կարևորություն է ստանում պետության կողմից վարվող քաղաքականության ուղղորդման տեսանկյունից:

- Ավտոմեզբեռնումը մոդելում իրականացված վերլուծությունը ցույց տվեց, որ վարկային տոկոսադրույքի և տնտեսության իրական հատվածի հիմնական բնութագրիչը հանդիսացող ցուցանիշների մեջ առկա է կապվածություն, ուստի

բանկային տոկոսադրույքի միջոցով հնարավոր է ոչ միայն գնահատել տնտեսության իրական հատվածի զարգացման հնարավորությունները, այլև տոկոսադրույքի մակարդակի փոփոխության միջոցով նպատակադրել տնտեսության իրական հատվածի զարգացման մակարդակ և ազդել տնտեսության զարգացման մակարդակի վրա:

- Մոդելի ֆինանսական արդյունքների հաշվարկման արդյունքում պարզ դարձավ, որ վարկային տոկոսադրույքի 1% նվազեցման արդյունքում փետրվար ամսին ՏԱՑ-ը կաճի 0.5 տոկոսով, և կդառնանախորդ ժամանակահատվածի համեմատ 11.51%-ով բարձր: Այնուհետև 2-րդ ամսից սկսած ազստիճանաբար ՏԱՑ-ը վերադառնում է նախկին մակարդակին, 3-րդ ամսում կազմելով 106.4 %: 4-րդ ամսից սկսած ՏԱՑ-ը պահպանում է հիմնական տենդենցը:

- Հաշվարկելով ազդակային պատասխանի ֆունկցիայի ֆինանսական արդյունքները, կստանանք, որ եթե դիտարկվող ժամանակահատվածի 1-ին ամսում վարկային տոկոսադրույքը 1%-ով նվազեցվի, ապա դիտարկվող ժամանակահատվածի վերջում վարկավորման ծավալները կավելանան 0,25 %-ով: 2016 թվականին վարկավորման ընդհանուր ծավալները կազմել են 2119513 մլն դրամ, այսպիսով վարկային տոկոսադրույքի նշված փոփոխության արդյունքում վարկավորման ծավալը տարեվերջին կդառնա 2161903.26 մլն դրամ:

- Վարկային տոկոսադրույքի 1% նվազեցման պարագայում երկրորդ ամսից սկսած կաճի 0.8 տոկոսով: 2016 թվականին Արդյունաբերության ոլորտի համախառն թողարկման ծավալը կազմել է 1342.7 մլն դրամիսկ 2-րդ ամսում կազմել է 111.2 մլն դրամ: Այսինքն եթե տարեսկզբին իրականացվեր համապատասխան տոկոսային քաղաքականություն և վարկային տոկոսադրույքը նվազեցվեր 1% ապա փետրվար ամսին արդյունաբերության ոլորտի արտադրանքի ծավալը կկազմեր 120.09 մլն դրամ:

- Տոկոսային քաղաքականության միջոցով տնտեսության մեջ ներարկվող միջոցները կարելի է ուղղորդել և այդպիսով ապահովել տնտեսական աճ ու բազմաճյուղ և համաչափ զարգացում: 2-րդ գլխում մեր իրականացրած խաչած և կոռելյացիոն

վերլուծությանը ի հայտ բերեց տնտեսության այն ոլորտները, որոնց վրա տոկոսային քաղաքականությանը ունի էական ազդեցություն: Դրանք հիմնականում տնտեսության իրական հատվածի ոլորտներն են՝ Գյուղատնտեսությանը, արդյունաբերությանը և շինարարությանը:

- ՀՀ-ում տոկոսային քաղաքականության բարելավման հիմնական ուղղություններից մեկը թիրախավորված տոկոսային քաղաքականության իրականացումն է, որի շրջանակներում վարկային ներդրումները կուղղվեն տնտեսության կոնկրետ ոլորտներ: Այստեղ կարևոր է նաև մոնիթորինգային և վերահսկողական քաղաքականության իրականացումը, որպեսզի պարզ լինի թե ուղղված միջոցները ինչ արդյունքների հանգեցրին և, ըստ այդմ, պլանավորել հետագա քայլերը:

- Տոկոսային քաղաքականության բարելավման հաջորդ կարևոր ուղին եկամտային հարկի հաշվին տոկոսագումարների վճարումն է, որը թեև արդեն կիրառվում է ՀՀ-ում հիփոթեքային վարկերի տոկոսների սպասարկման համար, սակայն ընդլայնման կարիք ունի: «Եկամտային հարկի մասին» ՀՀ օրենքում լրացում կատարելուց հետո, սահմանվեց, որ բնակարանների ձեռքբերման կամ անհատական բնակելի տների կառուցման համար պետության կողմից վճարվում են հիփոթեքային վարկերի սպասարկման տոկոսները և նվազեցնում վարկառուների ֆինանսական բեռը: Տնտեսության զարգացման համար լուրջ խթան կհանդիսանա այս ծրագրում ոլորտների ավելացումը՝ հատկապես իրական հատվածի ոլորտների:

- Տոկոսային քաղաքականության բարելավման մյուս և կարոր ուղղությունը մեր երկրի համար հանդիսանում է ներդրումային կառույցների ստեղծումը: Վերլուծությանից պարզ դարձավ, որ ՀՀ-ում վարկային ներդրումների այլ ընտրանքը փաստացի բացակայում է, ինչն էլ ազդում է ինչպես տոկոսային քաղաքականության այնպես էլ տնտեսական զարգացման վրա: Խնդրի լավագույն լուծումը կլինի ներդրումային տարբեր հիմնադրամների գործունեությանը, որոնք ոչ միայն կփոխարինեն բանկերին, այլև տնտեսավարողների կառաջարկեն

ավելի բարենպաստ պայմաններ և հնարավորություններ: Այդ հիմնադրամները այլընտրանք կստեղծեն վարկային ներդրումներին, ինչը կստիպի բանկերին մեղմացնել վարվող տոկոսայի քաղաքականությունը:

- Կարևոր պայման է նաև բանկային ապահովագրության զարգացած համակարգի առկայությունը: Վերջին տարիներին մեր երկրում զարգացել է ավանդների ապահովագրման համակարգը, ինչը բարձրացրել է վստահությունը բանկերի նկատմամբ: Սակայն զարգացած երկրներում բուռն գործունեություն է ծավալում նաև վարկերի ապահովագրման համակարգը: Այն ոչ միայն երաշխիքներ է ապահով վարկատուի համար վարկի վերադարձելիության հարցում, այլ և հնարավորություն է տալիս վարկառուին առավել համարձակ լինել իր որոշումների կայացման գործում:

Ատենախոսությունում կատարված վերլուծություններից վստահաբար կարելի է եզրակացնել, որ բանկային տոկոսադրույքը հանդիսանում է ՀՀ տնտեսության իրական հատվածի զարգացման վրա ազդող կարևորագույն գործոններից մեկը, և պետության տնտեսական քաղաքականության մշակման և իրականացման պրոցեսում բանկային տոկոսադրույքի գահատուն ու ճշգրիտ կիրառումը խիստ անհրաժեշտություն է:

ՕԳՏԱԳՈՐԾՎԱԾ ԳՐԱԿԱՆՈՒ ԹՅԱՆ ՑԱՆԿ

1. «Բանկերի և բանկային գործունեության մասին» ՀՀ օրենք
2. «Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական Բանկի մասին» ՀՀ օրենք
3. «Եկամտային հարկի մասին» ՀՀ օրենք
4. Ասատրյան Բ., Բանկային գործ, Երևան 2004թ., «Սարվարդ Հրատ». 720 էջ
5. Բադանյան Լ. և ուրիշներ, Ֆինանսներ դրամաշրջանառություն և վարկ, Երևան 2010թ., 588 էջ
6. Գալստյան Գ., Հ. Մարգարյան, Տնտեսագիտական մտքի պատմության հիմունքները, ԵՊՀ հրատ, Երևան 2016 թ., 136 էջ
7. Թառումյան Գ., Բանկերի ֆինանսական վերլուծության հիմունքները, Ֆինանսաբանկային քոլեջ, Երևան 2003 թ., 54 էջ
8. Թևիկյան Ա., Դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության մեխանիզմները տնտեսության և գործարար միջավայրի վրա, 21-րդ դար, թիվ 1 (41), 2012 թ.,
9. Կիրակոսյան Գ., տնտեսագիտության տեսություն և տնտեսագետ, Երևան 2009 թ., 752 էջ
10. Հայաստանի Հանրապետության կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության անուղղակի գործիքներ և դրանց կիրառման մեխանիզմները, ՀՀ ԿԲ նյութեր, Երևան 2011, 36 էջ
11. Ղազարյան Ս.Ս., Ղազինյան Ռ.Վ., Ղազարյան Հ.Ս.; Խմբ.՝Ց.Վ. Պողոսյան; Հիդրոմելիոսի աշխատանքների կազմակերպում և տեխնոլոգիա: Մեթոդական ցուցումներ " / ՀՀ ԿԳՆ; ՀԱԱՀ, ՀՏԿ և ՄԵԼիոս. ամբիոն, Երևան : ՀԱԱՀ, 2014. էջ 7
12. Ղարիբյան Գ., Տնտեսագիտական մտքի պատմություն և տնտեսագետ, Երևան 2005 թ., 170 էջ
13. Ղուլչյան Հ. Բ., Մակրոտնտեսական կարգավորում, Տնտեսագետ, Երևան 2005 թ., 610 էջ
14. Մարկոսյան Ա., Հայաստանը միջազգային տնտեսական հարաբերություններին համատեքստում, ԱՌՏ հրատ, Երևան 2002, 432 էջ

15. Մկրտչյան Ա., Ստեփանյան Ա., Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմների մակրոմոդելը Հաստատանի Հանրապետության համար, ՀՀ ԿԲ, Երևան 2014 թ, 38 էջ
16. Չոբանյան Մ., «Բիզնեսի համառոտ բառարան», Վահան հրատ., Երևան 1992 թ, 152 էջ
17. Զ. Մ. Քեյնս, Չբաղվածության տոկոսի և փողի ընդհանուր տեսություն, Թարգման. Գ. Կիրակոսյան, Ա. Մարկոսյան, Ս. Դավոյան, Տիգրան Մեծ, Երևան 2006 թ, 389 էջ
18. Սարգսյան Տ., Փոխարժեքի դերը տնտեսության զարգացման մեջ, Ֆենոմեն, Երևան 2008, 128 էջ
19. Սուվարյան Յու., ՀՀ տնտեսության պետական կառավարման արդյունավետությանը, միտումները և աճի գերակայությունները, Երևան 2000 թ.
20. Սուվարյան Յու., Մենեջմենթ, Տնտեսագետ, Երևան 2002, 560 էջ
21. Օրդուխանյան Վ., Փողի շուկան, բանկային համակարգը և դրամավարկային քաղաքականությունը, Երևան, Տնտեսագետ 2004, 80 էջ «Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք», Երևան, ՀՀ ԱՎԾ 2010 թ. 608 էջ
22. «Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք», Երևան, ՀՀ ԱՎԾ 2011 թ. 624 էջ
23. «Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք», Երևան, ՀՀ ԱՎԾ 2012 թ. 594 էջ,
24. «Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք», Երևան, ՀՀ ԱՎԾ 2013 թ. 598 էջ
25. «Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք», Երևան, ՀՀ ԱՎԾ 2014 թ. 606 էջ
26. «Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք», Երևան, ՀՀ ԱՎԾ 2015 թ. 602 էջ
27. «Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք», Երևան, ՀՀ ԱՎԾ 2016 թ 608 էջ.
28. Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա, #9-10, 2014թ,
29. Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա, #1-2, 2015թ,
30. Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա, #5-6, 2015թ,
31. Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա, #3-4, 5-6 2016թ,

32. Ֆինանսներ և Եկոնոմիկա, #11(88), 2007թ,
33. Ֆինանսներ և Եկոնոմիկա, #1-2, հոկտեմբեր-նոյեմբեր 2010թ,
34. Բանբեր ՀՊՏՀ, #4 (28) Երևան 2012 թ
35. Բանբեր ՀՊՏՀ, #3 (31) Երևան 2013 թ
36. Андрюшин С.А., Кузнецова В.В. Центральные банки в мировой экономике: учеб. пособие. – М.: Альфа-М, ИНФРА-М., 2012
37. Банковские операции: учеб. пособие. М.: РЭУ им. Г.В. Плеханова, 2011. 140 с.
38. Банковские риски: Учебное пособие /под ред. О.И. Лаврушина Н.И. Валенцевой. – М.: КНОРУС, 2007. – 232 с.
39. Банковский менеджмент: Учебник/ под ред. О.И. Лаврушина. – 2-е изд. – М.: КНОРУС, 2009 г. – 560 с.
40. Банковское дело: Учебник / под ред. Г.Г. Коробовой. – изд. – М.: Экономистъ, 2006 г. – 766 с.
41. Банковское дело: учебник для вузов. 2-е изд. /под ред. Г. Белоглазовой, Л. Кроливецкий. СПб.: Питер. 2008. 400 с.
42. Банковское дело: Учебник / Под ред. Г.Н. Белоглазовой, Л.П. Кроливецкой. – 5-е изд. – М.: Финансы и статистика, 2003. –592 с
43. Батраков А. Г. Анализ процентной политики коммерческого банка: учеб. пособ. М.: Логос. 2006. 152 с.
44. Батракова Л. Г. Экономический анализ деятельности коммерческого банка: учебник для вузов. М.: Логос. 2008. 344 с.
45. Вагапов Э.Р. Модель поведения банка в условиях совершенной конкуренции. Самара: Самарский государственный технический университет, 2002. С. 100–102.
46. Ващелюк Н.В., Трунин П.В. Анализ влияния нестандартных мер монетарной политики на основные макроэкономические показатели // Препринт РАНХиГС. 2015.
47. Веремеенко С.А. и др. Анализ соответствия структуры активов и пассивов коммерческого банка в условиях инфляции // Банковское дело. 2006. № 5. Процентная политика банка: инструменты, модели, подходы. Практическое пособие. М.: Издательский дом «Регламент • Медиа», 2013.
48. Гойденко Ю.Н. Ценообразование в коммерческих банках: ориентация на выживание. Иркутск: Байкальский государственный университет экономики и права, 2005. 432 с.
49. Деньги, кредит, банки: учебник /под ред. О.И. Лаврушина. М.: КноРус, 2014. 448 с.

50. Егорова Н.Е., Смулов А.М. Предприятия и банки: Взаимодействие, экономический анализ, моделирование. М.: Дело, 2002. 456 с.
51. Жованников В. Н. Теория дюрации как инструмент управления балансом коммерческого банка // Банковское дело. 2007. № 2. С. 4-7.
52. Жуков Е.Ф. Менеджмент и маркетинг в банках: Учебное пособие. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997 г. -191 с.
53. Зайнашев Н.К., Абдюкова Э.И. Оптимизация процентных ставок по ссудам и по вкладам коммерческого банка // Математические модели и информационные технологии в организации производства. 2012. № 2. С. 78–81.
54. Зражевский В. Минимизация рисков - основной принцип построения эффективной системы управления финансовыми потоками // Аналитический банковский журнал. 2007. № 4. С. 8-13.
55. Интрилигатор М. Математические методы оптимизации и экономическая теория. М.: Прогресс, 1975. 553 с.
56. Кашафетдинов Ш. В. Метод оценки процентные риски // Банковские услуги. 2008. №. 1
57. Миркин Я.М., Кудинова М.М., Левченко А.В. и др. Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика// под. ред. Миркина Я.М. – М. : Магистр, 2015
58. Моисеев, С.Р. Денежно–кредитная политика: теория и практика : учебное пособие, Московская финансово–промышленная академия, 2011. – 784 с.
59. Организация деятельности коммерческого банка / под ред. К. Р. Тагирбекова. М.: Изд-во «Весь Мир». 2007. С. 292-293.
60. Пономаренко А., Дерюгина Е. Большая байесовская векторная авторегрессионная модель для российской экономике. Серия докладов об экономических исследованиях ЦБ, №1 март 2015
61. С. М. Дробышевский, Влияние ставок процента на экономический рост, научно-прикладные исследования ДЕНЬГИ И КРЕДИТ № 9 2016
62. Финансово-кредитный энциклопедический словарь. Под ред. А.Г. Грязновой. М. Финансы и статистика. 2002,
63. Финансовый менеджмент: Учебник/ под ред. Г.Б. Поляка. – 2-е изд. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2006 г. – 527 с.
64. Финансы, денежное обращение и кредит, Под редакцией проф. М.В. Романовского и проф. О.В. Врублевской,

65. Фунг Тхе Донг, оценка эффективности процентной политики при проведение денежно-кредитной политики, Экономика, Статистика и Информатика N5, 2013
66. Acemoglu D. Introduction to modern economic growth. Princeton University Press, 2008.
67. Aghion P., Howitt P., Mayer-Foulkes D., The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence, NBER Working Paper, December 2003.
68. Agoraki M.E.K., Delis M.D., Pasiouras F. Regulations, competition and bank risk-taking in transition countries // Journal of Financial Stability, 7. 2011.
69. Akaike, Hirotugu (1974). «A new look at the statistical model identification». IEEE Transactions on Automatic Control 19 (6):
70. Allen F., Gale D. Competition and Financial Stability // Journal of Money, Credit, and Banking, 36(3). 2004.
71. Anna Rose Bordon and Anke Weber, The Transmission Mechanism in Armenia: New Evidence from a Regime Switching VAR Analysis¹, IMF Working Paper, 2010.
72. Arrow K.J. Optimal Capital Policy with Irreversible Investment // Capital and Growth, Papers in Honour of Sir John Hicks,
73. Berger A.N. The relationship between capital and earnings in banking // Journal of Money, Credit and Banking, 27 (2).
74. Boyd J.H., Champ B., Inflation, Banking and Economic Growth-Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary, May 2006.
75. Claessens S., Laeven L. Financial dependence, banking sector competition, and economic growth // Journal of the European Economic Association, 1. 2005. p. 179-207.
76. Cubillas E., Suarez N. Bank market power after a banking crisis: some international evidence // The Spanish Review of Financial Economics, 11. 2013. p. 13-28.
77. Economic Journal. Amsterdam, 1977. Vol 96.
78. Fischer S. Anticipations and the Nonneutrality of Money // The Journal of Political Economy. 1979. Vol. 87. № 2,
79. Haavelmo T. A Study in the Theory of Investment. Chicago: The University of Chicago Press, 1960.
80. Hansen G. Invisible Labor and the Business Cycle // Journal of Monetary Economics. 1985. Nov. № 16.
81. Hinton, Perry R., Charlotte Brownlow, Isabella McMurray, and Bob Cozens. "SPSS Explained". New York: Routledge, 2004,

82. Honohan P., Financial Sector Policy and the Poor: Selected Findings and Issues, World Bank Discussion Paper, 2004.
83. Jorgenson D. Papers and Proceedings of the Seventy-Fifth // American Economic Review. 1963. Vol. 53. № 2.
84. King R., Watson M. Money, prices, interest rates and the business cycle // The Review of Economics and statistics.
85. Kydland F.E., Prescott E.C. Time to build and aggregate fluctuations // Econometrica: Journal of the Econometric
86. Lin J.Y. New Structural Economics: A Framework for Rethinking Development // The World Bank Research Observer.
87. Lucas R.E. An equilibrium model of the business cycle // The Journal of Political Economy. 1975. Vol. 83.
88. M. Goodfriend, R. King, The new neoclassical synthesis and the role of monetary policy,
89. McKinnon R.I. Money and capital in economic development. Brookings Institution Press, 1973.
90. Minsky H.P. Finance and Profits: The Changing Nature of American Business Cycles. In The Business Cycle and Public
91. Phillips C.P.B. Impulse Response and Forecast Error Variance Asymptotics in Nonstationary VAR's // Journal of Econometrics. 1998. March–April. Vol. 83.
92. Policy, 1929–80: A Compendium of Papers Submitted to the Joint Economic Committee (JEC), Congress of the United States. Society. 1982. Washington, D. C., 1980.
93. R. Clarida, J. Half, M. Gertler, The science of Monetary Policy. A New Keynesian perspective, Journal of economic literature, page 7
94. Romer D., Advanced Macroeconomics, 3rd ed., McGraw-Hill Irwin, 2006,
95. Romer, C., Romer, D. A new measure of monetary shocks: Derivation and Applications // The American Economic Review. 2004. Vol. 4. No. 94.
96. Schmitt-Grohe, Closing small open economy models, Journal of international economics, 61, 2003
97. Sims C. Interpreting the Macroeconomic Time Series Facts: The Effects of Monetary Policy // European Economic Review. No. 36. P. 975–1000.
98. Tobin J. A general equilibrium approach to monetary theory // Money Credit Bank. 1969. Vol. 1. No. 1. P. 15–29.

99. Tobin J. Money and economic growth // *Econometrica: Journal of the Econometric Society*. 1965. Vol. 33. № 4. P. 671–684.
100. Tobin J., Brainard W.C. Asset markets and the cost of capital. // In: *Economic Progress, Private Values, and Public*
101. Wickens M. *Macroeconomic Theory: A Dynamic General Equilibrium Approach*. Princeton University Press, 2008.
102. www.armstat.am
103. www.cba.am
104. www.taxservice.am
105. www.gov.am
106. www.mineconomy.am
107. www.worldbank.org
108. www.un.org
109. www.imf.org
110. www.oecd.org
111. www.journalofeconomicliterature.com

