

Դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմները

Թավադյան Աղասի Ա.
տ.գ.թ., սախտենտ, Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարան (Երևան, ՀՀ)
a.tavadyan@gmail.com

Լևոնյան Սուրեն Ռ.
Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարան,
տնտեսամաթեմատիկական մեթոդներ ամբիոնի ասպիրանտ (Երևան, ՀՀ)
levonyansur@gmail.com

ՀՏԳ 338.22.021.2

Հանգուցաբառեր՝ Դրամավարկային քաղաքականություն, փոխանցումային մեխանիզմ, լծակներ, տոկոսադրույք, փոխարժեք, ակտիվներ:

Transmission mechanisms of Monetary policy

Tavadyan Aghasi A.

*PhD in Economics, assistant, Armenian State University of Economics
a.tavadyan@gmail.com*

Levonyan Suren R.

*PHD student at the chair of Economic-Mathematical Methods,
Armenian State University of Economics (Yerevan, RA)
levonyansur@gmail.com*

Abstract. The transmission mechanism is a chain of macroeconomic indicators through which the impact of monetary policy extends to the real sector of the economy. Transmission mechanisms work in different ways, affecting different indicators and markets, as well as at different speeds and intensities, so in order to estimate the effectiveness and optimality of the central bank's tools, it is necessary to analyze through which channels of the transmission mechanism the impact will be reached to the real sector of economy.

The article presents the main channels of transmission mechanism known from theories, which are interest rate, exchange rate, wide lending, narrow lending, asset prices, welfare and monetary channels. The article also presents the analysis made in different countries or country groups, where the authors evaluated the effectiveness of transmission mechanisms.

According to the analysis, the countries have quite different working channels of transmission mechanism. In some countries, the interest rate can regulate inflation, in some countries the dependence is weak, and in some countries this channel even does not work. Analysis showed, that in developing countries there are mainly 3 channels: interest rate, exchange rate and lending.

Analyses conducted in Armenia show that the impact of interest rates on inflation is still weak. Taking into account the study and the features of the Armenian economy, it is advisable for Armenia to estimate also the narrow lending and exchange rate channels.

Keywords: Monetary policy, transmission mechanism, channel, interest rate, exchange rate, assets.

Трансмиссионные механизмы денежно-кредитной политики

Тавадян Агаси А.

*к.э.н., ассистент, Армянский Государственный Экономический Университет (Ереван, РА)
a.tavadyan@gmail.com*

Левонян Суурен Р.

*Аспирант кафедры Экономико-математические методы,
Армянский Государственный Экономический Университет (Ереван, РА)
levonyansur@gmail.com*

Аннотация. Трансмиссионный механизм представляет собой цепочку макроэкономических показателей, через которую воздействие денежно-кредитной политики распространяется на реальный сектор экономики. Трансмиссионные механизмы работают по-разному, воздействуя на разные показатели и рынки, а также с разной скоростью и интенсивностью, поэтому для оценки эффективности и оптимальности инструментов центрального банка необходимо проанализировать через какие каналы трансмиссионного механизма воздействие будет достигнуто к реальной секторе экономики.

В статье представлены основные каналы трансмиссионного механизма, известные из теорий, а именно канал процентной ставки, канал обменного курса, широкий канал кредитования, узкий канал кредитования, канал цены активов, канал благосостояние и монетаристский канал. В статье также представлены анализы, проведен-

ные в разных странах или группах стран, где авторы оценивали эффективность каналов трансмиссионного механизма.

Согласно анализу, страны имеют достаточно разные рабочие каналы трансмиссионного механизма. В некоторых странах процентная ставка может регулировать инфляцию, в некоторых странах зависимость слабая, а в некоторых странах этот канал вообще не работает. Анализ показал, что в развивающихся странах в основном действуют канал процентной ставки, канал обменного курса и узкий канал кредитования.

Анализ, проведенный в Армении, показывает, что влияние процентных ставок на инфляцию все еще слабое. Учитывая выводы, сделанные в статье на основе анализа, и особенности экономики Армении, для Армении целесообразно оценить также узкий канал кредитования и канал валютного курса.

Ключевые слова: Монетарная политика, трансмиссионный механизм, канал, процентная ставка, обменный курс, активы.

Դրամավարկային քաղաքականությունը երկրի մակրոտնտեսական քաղաքականության հիմնական բաղկացուցիչ մասն է: Դրամավարկային քաղաքականությունը տնտեսության մեջ առաջարկվող փողի և այդ փողի գնի (տոկոսադրույքի) կառավարումն է երկրի կենտրոնական բանկի կողմից: Տարբեր երկրների կենտրոնական բանկերը կարող են տարբերվել թե վերջնական նպատակի սահմանմամբ և թե այդ նպատակին հասնելու ռազմավարությամբ¹: Վերջնական նպատակի և համապատասխան ռազմավարության սահմանումից հետո կենտրոնական բանկերը սահմանում են նաև միջանկյալ և գործառնական նպատակներ, որոնց միջոցով դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունները պետք է փոխանցվեն վերջնական նպատակին:

Դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունները գնահատելու համար անհրաժեշտ է ուսումնասիրել Կենտրոնական բանկի նպատակները և այդ նպատակներին հասնելու համար կիրառված գործիքները, քանի որ գործիքի կիրառման հետևանքով առաջացած ազդեցությունները վերջնական նպատակին են հասնում տարբեր փոխանցումային մեխանիզմների միջոցով: Պատճառն այն է, որ ԿԲ գործիքների կիրառման հետևանքով առաջացած գործառնական ցուցանիշների փոփոխությունները հանգեցնում են միջանկյալ նպատակային ցուցանիշի փոփոխությանը, որն էլ իր հերթին պետք է իր ազդեցությունը ունենա վերջնական նպատակին:

Ընդհանրացնելով կարելի է նշել, որ փոխանցումային մեխանիզմը մակրոտնտեսական ցուցանիշների շղթա է, որի միջոցով դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը տարածվում է տնտեսության իրական հատվածի վրա: Այսպիսով, գործիքի կիրառման արդյունավետությունը և օպտիմալությունը գնահատելու նպատակով անհրաժեշտ է վերլուծել, թե ինչ

փոխանցումային մեխանիզմով է այն աշխատում:

Փոխանցումային մեխանիզմներն աշխատում են տարբեր ուղիներով՝ ազդելով տարբեր ցուցանիշների և շուկաների վրա, ինչպես նաև տարբեր արագություններով և ինտենսիվությամբ: Փոխանցումային մեխանիզմի և դրամավարկային քաղաքականության կանոնների միջև կապը կարելի է ներկայացնել հետևյալ կերպ [12, էջ 2]:

Քաղաքականության գործողությունները փոխանցվում են փողի և ակտիվների շուկային: Այս շուկաներում փոփոխություններն էլ, իրենց հերթին, ազդում են ապրանքային և աշխատանքային շուկաների վրա և, հետևաբար, ընդհանուր գների և ՀՆԱ-ի վրա: ՀՆԱ-ի և գների փոփոխություններն էլ կրկին փոխանցվում են դրամավարկային քաղաքականության կանոններին, որտեղ կանխատեսված և փաստացի արդյունքների հիման վրա մշակվում են նոր գործողությունների կանոններ:

Տոկոսադրույքի լծակ

Ավանդական քեյնսյան մոտեցման համաձայն, տոկոսադրույքի լծակը կարելի է բնութագրել հետևյալ շղթայի միջոցով [13, էջ 4]

$$M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Որտեղ $M \downarrow$ ցույց է տալիս զսպող դրամավարկային քաղաքականությունը, որի հետևանքով իրական տոկոսադրույքը աճում է $i \uparrow$, ինչն էլ իր հերթին մեծացնում է կապիտալ արժեքը, հետևաբար նաև նպաստում կապիտալ ներդրումների նվազմանը $I \downarrow$, որն էլ իր հերթին բերում է համախառն պահանջարկի և եկամտի նվազմանը $Y \downarrow$: Ըստ Քեյնսյան մոտեցման, երբ անվանական գները դանդաղ են ճշգրտվում, անվանական տոկոսադրույքների կարճաժամկետ շարժումները վերածվում են նաև իրական տոկոսադրույքների շարժի: Ընկերությունները, պարզելով, որ փոխառության իրենց իրական արժեքը աճել է, կրճատում են իրենց ներդրումային ծախսերը: Նմանապես, տնային տնտեսությունները, որոնք բախվում են փոխառության ավելի բարձր իրական ծախսերի, նվազեցնում են տների, ավտոմեքենաների և այլ երկարաժամկետ օգտագործման ապրանքների գնումները: Սա բերում է սպառման և ներդրում-

¹ Որպես վերջնական նպատակ կարող են հանդես գալ փոխարժեքի կամ գնաճի կայունության ապահովումը, իսկ որպես ռազմավարություն ընդունել գնաճի, փոխարժեքի կամ դրամական զանգվածի նպատակադրման ռազմավարություններից մեկը:

ների ծավալի կրճատման, ինչն էլ իր հերթին, բերում է համախառն արտադրանքի և զբաղվածության նվազման:

Թեյլորը ընդունում է այն դիրքորոշումը, որ առկա է տոկոսադրույքի ուժեղ ազդեցություն սպառողական և ներդրումային ծախսերի վրա, և, հետևաբար, դրամավարկային փոխանցումային տոկոսադրույքի ուժեղ լծակ: Նրա դիրքորոշումը հակասական է ըստ Բեն Բեռնանկեի և Մարկ Գերտլերի աշխատությունների, ովքեր նշում են, որ էմպիրիկ ուսումնասիրությունները մեծ դժվարություններ են ունեցել տոկոսադրույքի էական ազդեցությունները բացահայտելու հարցում: Հիմնավորվում է, որ տոկոսադրույքի ուժեղ լծակի առկայության բացակայությունը խթան է հանդիսացել դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային այլ մեխանիզմների որոնման համար, որոնցից է հատկապես իրենց հողվածում ուսումնասիրված վարկային լծակը [6, էջ 27]:

Փոխարժեքի լծակ

Բաց տնտեսությունների համար առանցքային դեր ունի փոխարժեքի լծակը: Այն իր մեջ ներառում է տոկոսադրույքի էֆեկտը հետևյալ կերպ: Երբ տոկոսադրույքները բարձրանում են, ազգային արժույթով ավանդների նկատմամբ պահանջարկը մեծանում է, ինչը բերում է ազգային արժույթի արժեվորման, այսինքն, տեղական ապրանքների գնի աճի համեմատած ներկրված ապրանքների, որն էլ իր հերթին նպաստում է արտահանման ծավալի և հետևաբար նաև համախառն եկամտի կրճատմանը: Շղթան կարելի է ներկայացնել հետևյալ կերպ [13, էջ 5]:

$$M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow E \uparrow \Rightarrow NX \downarrow \Rightarrow Y \downarrow$$

Փոխարժեքը երկրում ընդհանուր գների մակարդակի վրա ազդում է նաև ներմուծվող ապրանքների գների փոփոխության միջոցով: Ինչպես հայտնի է, փոխարժեքի արժեզրկումը տեղական ապրանքը միջազգային շուկաներում դարձնում են ավելի գրավիչ, իսկ ներմուծվող ապրանքները՝ ավելի թանկ: Այդ պատճառով, արժույթի արժեզրկումը կարող է հանգեցնել ներմուծվող ապրանքների գների մակարդակի, հետևաբար նաև երկրում ընդհանուր գների մակարդակի բարձրացման:

Կարճաժամկետ տոկոսադրույքի և փոխարժեքի միջև կապը պարզ ձևով կարելի է ներկայացնել տոկոսադրույքի պարիտետային տեսությամբ, ըստ որի, երկու երկրների տոկոսադրույքների տարբերությունը պետք է հավասար լինի փոխարժեքի տարբերություններին, հակառակ դեպքում մի երկրից կապիտալի արտահոսք տեղի կունենա մյուս երկիր ավելի բարձր եկամտաբերությամբ այնքան ժամանակ, մինչև սպասվող եկամտաբերության մակարդակները կհավասարվեն այդ երկու երկրներում [18, էջ 15]:

Այսպիսով, փոխարժեքի լծակը առավել կարևորվում է այն տնտեսությունների համար, որոնց հաշվեկշռի մեջ գերակայում է ներմուծումը, իսկ տնտեսությունը բաց է: Որոշ երկրներում, որտեղ ազգային տնտեսությունը ինքնաբավ է և մոդելը մոտ է փակ տնտեսության մոդելին, փոխարժեքի լծակին հաճախ խիստ ուշադրության չի դարձվում [2, էջ 386]:

Վարկավորման լծակ

Դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը տոկոսադրույքի միջոցով ուժեղացվում է արտաքին ֆինանսական պրեմիումի փոփոխություններով, որը հանդիսանում է տնտեսական գործակալների արտաքին ներգրավված ֆինանսական միջոցների (պարտքի) և ստեղծած եկամտի տարբերությունը: Արտաքին փոխառության վրա ազդեցության այս հավելյալ էֆեկտի պատճառով դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը իրական ծախսերի և տնտեսական ակտիվության վրա մեծանում է: Այս կապերը բացատրելու համար տեսությունում առանձնացվում է վարկային 2 լծակ՝ վարկավորման լայն կամ հաշվեկշռային լծակ և վարկավորման նեղ լծակ [6, էջ 29]:

Վարկավորման լայն կամ հաշվեկշռային լծակը առաջանում է այն պատճառով, որ դրամավարկային քաղաքականության փոփոխությունները ազդում են ոչ միայն շուկայական տոկոսադրույքների վրա, այլև փոխառուների ֆինանսական դիրքի վրա՝ ուղղակիորեն և անուղղակիորեն: Տոկոսադրույքների աճն ուղղակիորեն մեծացնում է տոկոսային ծախսերը՝ նվազեցնելով դրամական զուտ հոսքերը և թուլացնելով վարկառուի ֆինանսական դիրքը: Բարձր վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի պատճառով նվազում է նաև կազմակերպության ակտիվների գները և կազմակերպության զուտ արժեքը², այդպիսով բերելով ներդրումների ցածր մակարդակ և պահանջարկի անկում:

Վարկավորման նեղ լծակում հիմնական դերը պատկանում է բանկային վարկավորմանը: Դրա էությունն այն է, որ ԿԲ-ն, նվազեցնելով առևտրային բանկերի պահուստների ծավալը, պարտադրում է նրանց կրճատել վարկավորումը, և այն ֆիրմաները, որոնք էականորեն կախված են բանկային վարկավորումից և դրան այլընտրանք չունեն, ստիպված պետք է կրճատեն ներդրումները [5, էջ 2]:

Ակտիվների գների լծակ

Դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը կարող է նաև փոխանցվել տնտեսության իրական հատվածին ակտիվների գնի լծակի միջոցով: Ակտիվների գների լծակի

² Այստեղ ակտիվների գները հատկապես կարևոր են նրանով, որ դրանք որոշում են գրավի արժեքը, որը ընկերությունները կարող են ներկայացնել վարկ ստանալու ժամանակ:

գործունեության մեխանիզմները ընդգծված են Տոբինի (1969) գ-ներդրումային տեսության և Անդոյի և Մոդիլիանիի (1963) սպառման կենսական ցիկլի տեսության կողմից:

Թոբինի գ-ն չափում է ընկերության արժեթղթերի շուկայական արժեքի հարաբերակցությունը կապիտալի փոխարինման արժեքին, որը պատկանում է այդ ընկերությանը: Այլ հավասար պայմաններում, քաղաքականությամբ պայմանավորված կարճաժամկետ անվանական տոկոսադրույքի աճը ներդրողների աչքում պարտատոմսերն ավելի գրավիչ է դարձնում, քան բաժնետոմսերը: Հետևաբար, դրամավարկային քաղաքականության խստացումից հետո արժեթղթերի շուկաներում հավասարակշռությունը պետք է մասամբ վերականգնվի բաժնետոմսերի գների անկման միջոցով [10, էջ 4]: Կանգնելով գ-ի ավելի ցածր արժեքի առաջ՝ յուրաքանչյուր ընկերություն պետք է թողարկի ավելի շատ նոր բաժնետոմսեր՝ ցանկացած նոր ներդրումային ծրագիր ֆինանսավորելու համար, ինչի պատճառով ներդրումներն ավելի թանկ են դառնում ընկերության համար: Հետևաբար, այն ներդրումային ծրագրերը, որոնք մինչև դրամավարկային քաղաքականության խստացումը փոքր-ինչ շահութաբեր են եղել, չեն ֆինանսավորվում գ-ի անկումից հետո, ինչը հանգեցնում է նաև արտադրության և զբաղվածության նվազմանը:

Բարեկեցության լծակ

Բարեկեցության լծակը առաջարկվել է Մոդելյանիի կողմից իր կենսական ցիկլի վարկածում: Տնային տնտեսությունների բարեկեցությունը կամ խնայողությունները տեսության մեջ հանդես է գալիս որպես սպառողական ծախսերի գլխավոր դետերմինանտ: Այս լծակում նույնպես հիմնական կապող օղակը հանդիսանում է տոկոսադրույքների ազդեցությունը երկարաժամկետ ֆինանսական ակտիվների վրա (ակցիաներ, օրիգացիաներ, անշարժ գույք, արժեթղթեր և այլն), որոնք տնօրինում են տնային տնտեսությունները: Տոկոսադրույքների բարձրացումը բացասական ազդեցություն է ունենում երկարաժամկետ ֆինանսական ակտիվների վրա: Երբ ակտիվների գները նվազում են, սուբյեկտների ֆինանսական բարեկեցության արժեքը նվազում է, ինչն էլ իր հերթին բերում է սպառման ծավալների, հետևաբար նաև համախառն արտադրանքի և զբաղվածության կրճատման, ուստի կարելի է նշել, որ բարեկեցության լծակի միջոցով տոկոսադրույքի բարձրացումը հանգեցնում է սպառողական ծախսերի կրճատմանը [3, էջ 41]:

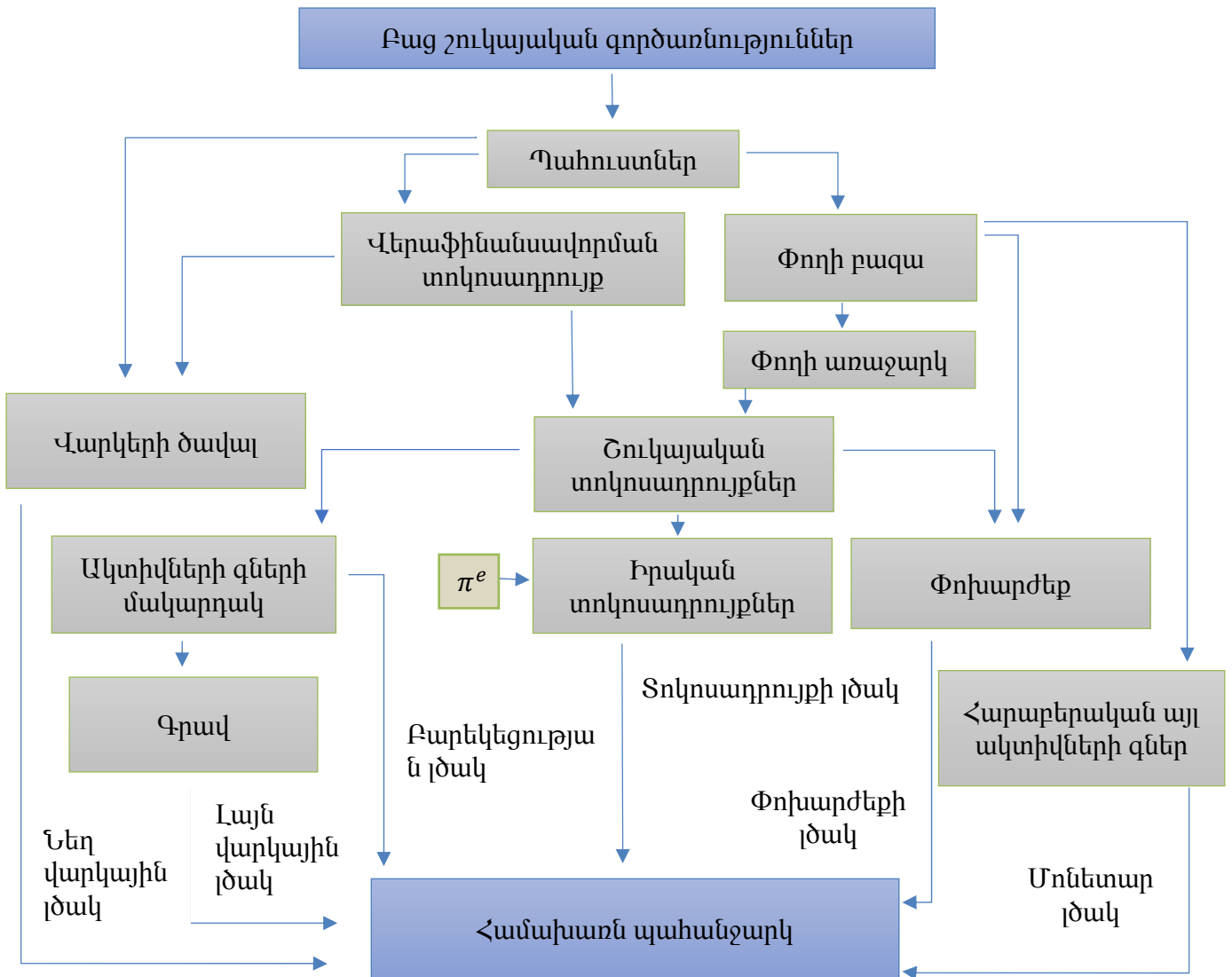
Սպասումների լծակ

Տոկոսադրույքների սպառա փոփոխությունների սպասումները ազդում են միջնաժամկետ և երկարաժամկետ իրական տոկոսադրույքների վրա: Մասնավորապես, երկարաժամկետ տոկոսադրույքները մասամբ կախված են կարճաժամկետ տոկոսադրույքների հետագա ընթացքի և գնաճի վերաբերյալ շուկայի սպասումներից [7, էջ 17]: Կենտրոնական բանկը կարող է իր միջոցներով և հաղորդակցությամբ ազդել և ուղղորդել տնտեսվարող սուբյեկտների սպառա գնաճի սպասումները և այդպիսով ազդել գների զարգացման վրա՝ ազդարարելով դրամավարկային քաղաքականության հետագա ընթացքը: Ապագա տոկոսադրույքների և գնաճի սպասումները կարևոր են, քանի որ դրանք ազդում են կարևոր տնտեսական որոշումների վրա, ինչպիսիք են ներդրումները և կայուն սպառումը և, հետևաբար, անուղղակիորեն զբաղվածության, արտադրության և գների սահմանման վրա:

Մոնետար լծակ

Այս լծակն առաջարկվել է մոնետարիստների կողմից, որը նկարագրում է փողի առաջարկի ուղղակի ազդեցությունն գների և իրական եկամուտի վրա [14, էջ 49]: Դրամական ազդակները, բացի շուկայական տոկոսադրույքներից, փոխում են մի շարք ներքին և արտաքին ակտիվների փաստացի և ակնկալվող արժեքները: Ըստ մոնետարիստների՝ փողի բազայի փոփոխությունը փոխում է փողի պաշարը՝ այլ ակտիվների պաշարների համեմատ, և փոխում է փողի սահմանային օգտակարությունը՝ այլ ֆինանսական ակտիվների և սպառման սահմանային օգտակարության համեմատ: Հստակ ինֆորմացիայի բացակայության պարագայում սուբյեկտները կարող են տարբեր կերպ արձագանքել փողի զանգվածի փոփոխություններին՝ օրինակ, ոմանք փողից կանցնեն բաժնետոմսերի, ապրանքների կամ իրական ակտիվների, մյուսները կանցնեն կարճաժամկետ պարտատոմսերի կամ բանկային ավանդների: Շատերը ոչինչ չեն անի անորոշության պատճառով և կսպասեն ավելի շատ տեղեկատվության՝ նախքան ճշգրտման ծախսերը վճարելը: Ուստի սուբյեկտները փորձում են վերականգնել հավասարակշռությունը՝ հավասարեցնելով նոր սահմանային օգտակարությունները: Այս լծակում տոկոսադրույքը էական ազդեցություն չունի և իր մեջ ներառում է բազմաթիվ հարաբերական գների, ծախսերի և ակտիվների պորտֆելյուների փոփոխություններ, որոնք ենթադրաբար կապված են փողի բազայի փոփոխությունների հետ:

Փոխանցումային հիմնական մեխանիզմները կարելի է պատկերել հետևյալ տեսքով:



Գրաֆիկ 1. Հիմնական փոխանցումային մեխանիզմները: Աղբյուրը՝ [11, էջ 16]

Դրամավարկային քաղաքականության արդյունավետության և տնտեսության իրական հատվածի վրա ազդեցության ուղիների գնահատումը մշտապես եղել է փորձագետների ուսումնասիրության առարկա: Այս արդյունավետության վերլուծությունը հենց հանգում է սովյալ երկրում գործող փոխանցումային մեխա-

նիզմների բացահայտմանը, լծակների ազդեցության ձևի և չափի գնահատմանը:

Աղյուսակի միջոցով ներկայացված է Հայաստանի և մի շարք այլ երկրների փոխանցումային մեխանիզմների գնահատմանը նվիրված աշխատանքային փաստաթղթերը, գնահատման մեթոդները և վերլուծությունից ստացված հիմնական եզրակացությունները:

Աղյուսակ 1. Տարբեր երկրներում կատարված վերլուծությունների հակիրճ նկարագիր

Հեղինակներ	Երկիր և ժամանակահատված	Էնդոգեն փոփոխականներ ¹ / Մեթոդ	Հիմնական եզրակացություններ
Դարյա-Նորիս, Ճյորկենեյնր, (2006)	Հայաստան: 2000M1-2005M12	Y, P, R, M, S/ VAR (Vector Auto Regression)	Դրամական ազդեցությունը ազդում են ՀՆԱ-ի վրա, բայց ոչ գնաճի: Ռեալ տոկոսադրույքները ազդում են գնաճի վրա, բայց ոչ ՀՆԱ-ի [9]:

¹ Նշանակումները ներկայացնում են հետևյալը: Y-ՀՆԱ, P-գների մակարդակ, R-կարճաժամկետ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույք, R_L- վարկավորման տոկոսադրույք, M- փողի զանգված, S- անվանական արդյունավետ փոխարժեք, S_R- իրական արդյունավետ փոխարժեք, B- պետական բյուջե, C- վարկերի ծավալ:

<i>Բորդոն և Վերեր (2010)</i>	Հայաստան: 2000M1-2010M12	Y, P, R, M, S/ Markov switching VAR	Դրամական ազդեցատի ազդեցությունը նշանակալի է, իսկ տոկոսադրույքի ազդեցությունը թույլ է [8]:
<i>Դեմիրճյան և ուրիշներ (2017)</i>	ԵԱՏՄ երկրներ: 1995Q1-2015Q2	Y, P, R _L , R, M, S/ Non recursive Structured VAR	Բոլոր երկրներում ազգային արժույթի արժեզրկումն ուղեկցվել է գնաճի արագացմամբ, սակայն ընդհանուր առմամբ դրա ազդեցությունը տնտեսական աճի վրա չեզոք է: Տոկոսադրույքի ազդեցությունը Բելառուսում բերում է արժեզրկման սպասումների, Հայաստանում այն ունի թույլ ազդեցություն, Դրոգատանում և Ղազախստանում այն էական ազդեցություն չունի [1]:
<i>Շևչուկ Վ. (2020)</i>	Չեխիա, Հունգարիա և Լեհաստան, Ռուսիա: 2001Q1-2017Q3	B, Y, P, R _L , R, S _R / Recursive SVAR	Բյուջեի ավելցուկն ունի հակազնաճային ազդեցություն բոլոր երկրներում, բայց ի հաշիվ ՀՆԱ աճի կարճատև դանդաղեցման: Փոխարժեքի արժեզրկումը խթանում է ՀՆԱ-ն Ռուսիայում և նվազեցնում այն Լեհաստանում, մյուս երկրներում ազդեցությունը չեզոք է: Վարկի տոկոսադրույքի բարձրացմանը հետևում է ՀՆԱ-ի անկում, մինչդեռ գնաճի վրա էական ազդեցություն չկա [16]:
<i>Անվար Ս., Նզուկյան Լ. (2018)</i>	Վիետնամ: 1995Q1-2010Q4	Y, P, R, M, S/ Recursive SVAR	Փոխարժեքի տատանումները զգայուն են տոկոսադրույքի և շրջանառության մեջ կանխիկի տատանումներից: Գները միտում ունեն արագ աճի այն ժամանակ, երբ տնտեսությունը «գերաքանում» է: Այնուամենայնիվ, կոշտ դրամավարկային քաղաքականության արդյունքում գնաճը նվազում է առնվազն երեք-չորս եռամսյակների ընթացքում [4]:
<i>Նիզամանի և ուրիշներ (2016)</i>	Պակիստան 1992Q1-2014Q4	Y, P, R, C, S, K/ non-Recursive SVAR	Տոկոսադրույքի լծակը կարճաժամկետում դանդաղեցնում է ՀՆԱ աճը, իսկ գնաճի վրա այն նշանակալի ազդեցություն է թողնում միջնաժամկետ և երկարաժամկետ հատվածում: Վարկային լծակը և՛ կարճաժամկետում, և՛ երկարաժամկետում էֆեկտիվ է գործում մյուս լծակների համեմատ [15]:
<i>Շաքր Մ. (2019)</i>	Եգիպտոս: 1991Q1-2011Q4	Y, P, R, M, S _R / non-Recursive SVAR	ԴՎՔ շուկր տոկոսադրույքի և փողի զանգվածի փոփոխության միջոցով ունեն նշանակալի ազդեցություն ՀՆԱ-ի, փոխարժեքի և գնաճի վրա [17]:

Աղբյուրը՝ Աղյուսակը կազմվել է հեղինակի կողմից

Մի շարք էմպիրիկ վերլուծություններ փաստում են, որ զարգացող երկրներում դրամավարկային քաղաքականության ազդակները կարող են տնտեսության իրական հատվածին փոխանցվել 3 հիմնական փոխանցումային լծակների միջոցով՝ տոկոսադրույքի, վարկավորման նեղ և փոխարժեքի: Պատճառն այն է, որ կապիտալի և ֆինանսական շուկաների ոչ բավարար զարգացվածությունը այդ երկրներում չեզոքացնում է ակտիվների գների լծակի միջոցով փոխանցվող ազդեցությունները, ուստի զարգացող երկրներին նվիրված էմպիրիկ վերլուծություններում տնտեսագետները հիմնական շեշտը դնում են այս 3 լծակների վրա և տնտեսամաթեմատիկական մեթոդների կիրառման օգնությամբ փորձում են պարզել, թե տարբեր երկրների դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմները ինչպես են աշխատում և որոնք են ամենագործուն մեխանիզմները:

Ընդհանրացնելով հոդվածում ուսումնասիրված տեսական և էմպիրիկ վերլուծությունների արդյունքները, կարելի է կատարել հետևյալ

եզրակացությունները դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմների մասին:

- Ինչպես երևում է աղյուսակից, երկրները բավականաչափ տարբերվում են միմյանցից փոխանցումային գործուն մեխանիզմներով: Որոշ երկրներում, ստացված արդյունքների համաձայն, տոկոսադրույքը կարող է կարգավորել գնաճը, որոշ երկրներում այդ կախվածությունը թույլ է, իսկ որոշ երկրներում նույնիսկ այս լծակը չի գործում: Դա կարող է պայմանավորված լինել տվյալ երկրներում դոլարիզացիայի բարձր մակարդակով, բանկային համակարգի ոչ բավականաչափ զարգացվածությամբ, ստվերային տնտեսության առկայությամբ և այլն:
- Այն երկրներում, որտեղ տոկոսադրույքի դրական շուկր ունի նշանակալի բացասական ազդեցություն գնաճի վրա, ապա այն ուղեկցվում է ՀՆԱ աճի դանդաղեցմամբ:
- Փոխարժեքի արժեզրկումը հիմնականում բերում է գնաճի արագացմանը: Հետաքրքրական է այն փաստը, որ դիտարկված

երկրներից որոշներում փոխարժեքի արժեզրկումը ազդեցություն չունի տնտեսական աճի վրա, որոշ երկրներում այն կարող է բերել կարճաժամկետ ՀՆԱ աճի, իսկ որոշներում էլ այն ունենա բացասական ազդեցություն նաև տնտեսական աճի վրա:

• Հայաստանում տոկոսադրույքը ունի թույլ ազդեցություն գնաճի վրա: 2010 թվականին կատարված հետազոտության մեջ գնաճի և տնտեսական աճի վրա իր էական ազդեցությունն էր թողնում դրամական զանգվածը, ինչը հեղինակները բացատրում են այն հանգամանքով, որ 2006 թվականին ընդունված գնաճի նպատակադրման ռազմավարությունը դեռևս ամբողջովին չի զարգացել, այդ պատճառով դրամական ազդեցառը դեռ իր ազդեցությունն ունի թիրախային ցուցանիշների վրա: Նման թույլ ազդեցության պատճառ կարող է լինել նաև դոլարիզացիայի բարձր մակարդակը, ստվերային տնտեսության առկայությունը, որոնք կարող են մեծ խոչընդոտ հանիդասնալ կենտրոնական բանկի վարած քաղաքականության արդյունավետության համատեքստում:

• Նպատակահարմար է ՀՀ-ի համար գնահատել նաև վարկային լծակը, ինչպես նաև առավել խորը ուսումնասիրել փոխարժեքի ազդեցությունները, քանի որ ՀՀ տնտեսության մեջ գերակշռում են վարկերը¹, իսկ վճարային հաշվեկշռի բացասական լինելու պատճառով արժույթի արժեզրկումը կարող է բերել ներմուծվող ապրանքների, հետևաբար նաև ընդհանուր գների մակարդակի բարձրացում:

Օգտագործված գրականության ցանկ

1. **Демиденко М. и др.** "Денежно-кредитная политика государств—членов ЕАЭС: текущее состояние и перспективы координации. // "Joint Report by the Eurasian Economic Commission and the Eurasian Development Bank (2017). - 140 с.
2. **Катасонов В. Ю., Битков В. П.**, Деньги, кредит, банки : 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Издательство Юрайт, 2016. – 499 с.
3. **Монсеев С. Р.**, Трансмиссионный механизм денежно-кредитной политики. // "Финансы и кредит", 2002, с. 38-51.
4. **Anwar, S., & Nguyen, L. P.** Channels of monetary policy transmission in Vietnam. // *Journal of Policy Modeling*, 40(4), (2018). 709-729.
5. **Bernanke, Ben S., and Gertler Mark.** "Agency costs, collateral, and business fluctuations." (1986).
6. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission. // *Journal of Economic Perspectives* — Volume 9, Number 4 — Fall 1995 – Pages 27–48

7. **Beyer A. et al.** The transmission channels of monetary, macro-and microprudential policies and their interrelations. – ECB Occasional Paper, 2017. – №. 191.
8. **Bordon, Anna R., and Anke Weber.** "The transmission mechanism in Armenia: New evidence from a regime switching VAR analysis." Available at SSRN 1751382 (2010). 32 pages
9. **Dabla-Norris, Era, and Holger Floerkemeier.** "Transmission mechanisms of monetary policy in Armenia: evidence from VAR analysis." Available at SSRN 944086 (2006). 23 pages
10. **Ireland, Peter N.** The monetary transmission mechanism, Working Papers, No. 06-1, Federal Reserve Bank of Boston, Boston, MA, (2006), pp. 1-13
11. **Kuttner, Kenneth N., and Patricia C. Mosser.** "The monetary transmission mechanism: some answers and further questions." *Economic Policy Review* 8.1 (2002). PP 15-22.
12. **Loayza N., Schmidt-Hebbel K.**, Monetary Policy Functions and Transmission Mechanisms: An Overview: 2002: 1-20 pp.
13. **Mishkin Frederic S.** Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. // *Journal of Economic Perspectives* — Volume 9, Number 4 — Fall 1995 — Pages 3–10
14. **Meltzer, Allan H.** "Monetary, credit and (other) transmission processes: a monetarist perspective." *Journal of economic perspectives* 9.4 (1995): 49-72.
15. **Nizamani A. R. et al.** The Effectiveness of Monetary Policy in Small Open-Economy: An SVAR Study for Pakistan // *International Journal of Economics & Management*. – T. 10. – №. 2., 2016. 279-296
16. **Shevchuk, Viktor.** "Monetary Policy Transmission Mechanisms in the Central and Eastern European Countries." *Argumenta Oeconomica Cracoviensia* 2.23 (2020): 51-68.
17. **Shokr, Mohamed Aseel, Zulkefly Abdul Karim, and Mohd Azlan Shah Zaidi.** "Monetary policy and macroeconomic responses: non-recursive SVAR study of Egypt." *Journal of Financial Economic Policy* (2019). pp. 319-337.
18. **Taylor, John B.** "The monetary transmission mechanism: an empirical framework." *Journal of economic perspectives* 9.4 (1995): pp. 11-26.

Տճանա/Հանձնվել է՝ 16.03.2022
 Рецензирована/Գրախոսվել է՝ 25.03.2022
 Принята/Ընդունվել է՝ 28.03.2022

¹ Ըստ Համաշխարհային բանկի, 2020 թվականին ՀՀ-ում վարկ/ ՀՆԱ հարաբերակցությունը կազմել է 69.06 տոկոս: