

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ

Տերյան Դիանա Գևորգի

**ԴՐԱՄԱՎԱՐԿԱՅԻՆ ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅԱՆ
ԱԶԴԵՑՈՒԹՅՈՒՆԸ ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՇՈՒԿԱՅԻ ԶԱՐԳԱՑՄԱՆ
ՎՐԱ ՀՀ-ՈՒՄ**

**Ը.00.03. «Ֆինանսներ, հաշվապահական հաշվառում»
մասնագիտությամբ տնտեսագիտության թեկնածուի գիտական
աստիճանի հայցման ատենախոսության**

ՍԵՂՄԱԳԻՐ

Երևան-2025

Ատենախոսության թեման հաստատվել է Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում:

Գիտական ղեկավար՝

Տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
Դավիթ Ներսիկի Հախվերդյան

Պաշտոնական ընդդիմախոսներ՝

Տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր
Հայկ Գերասիմի Մնացականյան

Տնտեսագիտության թեկնածու, դոցենտ
Թամարա Սիրեկանի Հովակիմյան

Առաջատար կազմակերպություն՝

**ՀՀ ԳԱԱ Միջայել Քոթանյանի անվան
տնտեսագիտության ինստիտուտ**

Ատենախոսության պաշտպանությունը կայանալու է 2025 թվականի սեպտեմբերի 18-ին, ժամը 14:00-ին, Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանում գործող ՀՀ ԲԿԳԿ Տնտեսագիտության 014 մասնագիտական խորհրդի նիստում:

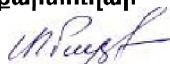
Հասցե՝ 0025, ք. Երևան, Նալբանդյան 128:

Ատենախոսությանը կարելի է ծանոթանալ Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի գրադարանում:

Սեղմագիրն առաքված է 2025 թվականի հուլիսի 18-ին:

014 մասնագիտական խորհրդի գիտական քարտուղար

Տնտեսագիտության դոկտոր, պրոֆեսոր՝



S. Ս. Մարտիրոսյան

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ԸՆԴՀԱՆՈՒՐ ԲՆՈՒԹԱԳԻՐԸ

Հետազոտության թեմայի արդիականությունը: Կապիտալի շուկան առանցքային դեր է խաղում յուրաքանչյուր երկրի ֆինանսական և տնտեսական համակարգում: Այն ֆինանսական շուկայի մասնակիցներին հնարավորություն է տալիս համապատասխանեցնել երկարաժամկետ դրամական միջոցների նկատմամբ իրենց առաջարկն ու պահանջարկը: Կապիտալի շուկան հանդիսանում է կենտրոնական բանկերի կողմից իրականացվող դրամավարկային քաղաքականության՝ դեպի իրական տնտեսություն փոխանցումային մեխանիզմի կարևոր տարր: Կենտրոնական բանկը դրամավարկային քաղաքականության գործիքակազմի միջոցով հնարավորություն է ստանում ազդեցություն ունենալ երկրի տնտեսական համակարգի վրա: Դրամավարկային քաղաքականության հիմնական պայմանների փոխանցումը դեպի իրական տնտեսության տարբեր ճյուղեր հնարավոր է, այդ թվում՝ արդյունավետ գործող կապիտալի շուկայի միջոցով: Միևնույն ժամանակ, կապիտալի շուկաները կարող են տեղեկատվության արժեքավոր աղբյուր հանդիսանալ կենտրոնական բանկերի համար՝ դրամավարկային հիմնական բնութագրիչները սահմանելիս: Կապիտալի շուկայի շարժընթացի, ներդրողների վարքագծի ուսումնասիրությունը դրամավարկային քաղաքականություն մշակողներին թույլ է տալիս բարձրացնել վերջինիս արդյունավետությունը, նպաստել կապիտալի շուկայի զարգացմանը և, ի վերջո, դրական ազդեցություն ունենալ երկրի մակրոտնտեսական իրավիճակի վրա:

Միջազգային գրականության մեջ բազմաթիվ հետազոտություններ են նվիրված դրամավարկային քաղաքականության տարբեր գործիքների և ֆինանսական շուկայի սեզմենտների միջև առկա փոխհարաբերությունների ուսումնասիրմանը ինչպես զարգացած, այնպես էլ զարգացող երկրներում: Այդ աշխատությունները, ընդհանուր առմամբ, փաստում են, որ դրամավարկային քաղաքականության ու կապիտալի շուկայի ցուցանիշները նշանակալիորեն փոխազդում են, ինչն ավելի նկատելի է զարգացած երկրներում:

Կապիտալի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության գնահատումը հնարավորություն է տալիս բացահայտել կենտրոնական բանկի կարողությունը՝ նպաստելու շուկայի զարգացմանը: Այս հիմնահարցը զգալի հետաքրքրություն է վայելում միջազգային պրակտիկայում և մեծ կարևորություն ունի բազմաթիվ հետազոտողների ու քաղաքականությունը մշակողների շրջանում:

ՀՀ պարագայում կապիտալի շուկայի միջնորդությամբ Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ցուցիչների փոխանցման արդյունավետության ուսումնասիրությունը կարևոր նշանակություն ունի: Հաշվի առնելով ՀՀ կապիտալի շուկայի ներկայիս իրավիճակը՝ դրամավարկային քաղաքականության և շուկայի տարբեր հատվածների փոխհարաբերությունների առանձնահատկությունների վերլուծությունը մեծ արդիականություն է վայելում: ՀՀ կապիտալի շուկայի վրա դրամավարկային քաղաքականության ունեցած ազդեցության ուսումնասիրությունը, առկա փոխկախվածությունների հետազոտումը թույլ է տալիս պատկերացում կազմել դրամավարկային քաղաքականության և կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածների զարգացվածության մակարդակի միջև առկա առանձնահատկությունների մասին:

Հետազոտության նպատակը և խնդիրները: Հետազոտության հիմնական նպատակն է գնահատել դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը

կապիտալի շուկայի վրա, ուսումնասիրել դրանց միջև տնտեսամաթեմատիկական կապերը, վերհանել փոխազդեցության առանձնահատկությունները: Նշված նպատակն իրագործելու համար առաջադրվել են հետևյալ խնդիրները՝

- ուսումնասիրել դրամավարկային քաղաքականության նպատակները, խնդիրները, տարատեսակները, ավանդական ու ոչ ավանդական գործիքակազմը և բացահայտել կապիտալի շուկայի էությունը, դերը երկրի տնտեսական համակարգում, փոխհարաբերությունները դրամավարկային քաղաքականության հետ,
- ուսումնասիրել դրամավարկային քաղաքականության և կապիտալի շուկայի միջև փոխազդեցության գնահատման տեսամեթոդական հիմքերը,
- հետազոտել կապիտալի շուկայի և դրամավարկային քաղաքականության փոխազդեցության միջազգային փորձը,
- միջազգային պրակտիկայում դրամավարկային քաղաքականության և կապիտալի շուկայի միջև փոխազդեցությունների էմպիրիկ գնահատման և կանխատեսումային վերլուծությունների իրականացման նպատակով՝ որոշ երկրների համար կառուցել և գնահատել տնտեսամաթեմատիկական մոդելներ,
- ուսումնասիրել ՀՀ Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության իրականացման առանձնահատկությունները,
- վերլուծել ՀՀ կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածների զարգացվածության մակարդակը բնութագրող կարևորագույն ցուցանիշների դինամիկան,
- հիմք ընդունելով օտարերկրյա կապիտալի շուկաների և դրամավարկային քաղաքականության համար կառուցված մոդելները՝ կառուցել և գնահատել համանման էկոնոմետրիկ մոդել ՀՀ ցուցանիշների համար,
- հիմնվելով ձևավորված մոդելի վրա՝ իրականացնել ՀՀ կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածների և դրամավարկային քաղաքականության միջև ազդեցությունների էմպիրիկ վերլուծություններ, մշակել կանխատեսումային սցենարներ, բացահայտել ցուցանիշների միջև առկա փոխկախվածությունները:

Հետազոտության առարկան և օբյեկտը: Հետազոտության օբյեկտը ՀՀ Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականությունն է և կապիտալի շուկան: Հետազոտության առարկան դրամավարկային քաղաքականության և կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածների ցուցանիշների փոխազդեցության առանձնահատկություններն են:

Հետազոտության տեսական, տեղեկատվական և մեթոդաբանական հիմքերը: Հետազոտության իրականացման համար տեսական և մեթոդաբանական հիմք են հանդիսացել զարգացած և զարգացող երկրների կապիտալի շուկաների և դրամավարկային քաղաքականության վերաբերյալ արտասահմանյան և հայրենական գիտնականների ու հետազոտողների աշխատությունները, գիտական հոդվածները, իրականացված էմպիրիկ վերլուծությունները:

Ատենախոսության համար տեղեկատվական հիմք են հանդիսացել ուսումնասիրված երկրների կենտրոնական բանկերի դրամավարկային քաղաքականություններին առնչվող իրավական ակտերը, ԱՄՆ Դաշնային պահուստային համակարգի, Եվրոպական կենտրոնական բանկի, Տնտեսական համագործակցության և զարգացման կազմակերպության, Վրաստանի Ազգային բանկի, ՀՀ Կենտրոնական բանկի, ՀՀ Վիճակագրական կոմիտեի, Հայաստանի ֆոնդային բորսայի, ինչպես նաև տեղական և միջազգային այլ կազմակերպությունների ու տեղեկատվական

հարթակների պաշտոնական վիճակագրական տվյալները, հաշվետվությունները, հրապարակված նյութերը և այլն:

Հետազոտության իրականացման նպատակով կիրառվել են վիճակագրական, համեմատական, էկոնոմետրիկ մոդելավորման մեթոդներ, որոնց շրջանակներում տվյալների վերլուծության համար մեծամասամբ օգտագործվել է EVIEWS 12 ծրագրային փաթեթը:

Հետազոտության հիմնական գիտական արդյունքները և նորույթը: Ատենախոսության շրջանակներում կատարված վերլուծությունների և հետազոտությունների ընթացքում ստացվել են տեսական ու գործնական նշանակություն ունեցող մի շարք արդյունքներ, որոնցից գիտական նորույթ արտացոլում են հետևյալ հիմնական դրույթները՝

- ԱՄՆ կապիտալի շուկայի և Դաշնային պահուստային համակարգի դրամավարկային քաղաքականության միջև փոխազդեցությունների ուսումնասիրման նպատակով կառուցվել և գնահատվել է կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդել (SVAR), իրականացվել են կանխատեսումային վերլուծություններ, բացահայտվել են կապիտալի շուկայի ցուցանիշների արձագանքները դրամավարկային քաղաքականության փոփոխությանը, գնահատվել են ցուցանիշների փոխկապակցվածությունները:

- Եվրոպական կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության և Եվրոգոտու կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածների, ինչպես նաև Վրաստանի ազգային բանկի և կապիտալի շուկայի փոխհարաբերությունների վերլուծման նպատակով կառուցվել ու գնահատվել են կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդելներ (SVAR), իրականացվել են տարբեր սցենարներով կանխատեսումներ, ինչպես նաև գնահատվել են հիմնական տոկոսադրույքի դրական շուկի նկատմամբ արձագանքները, դիտարկված ցուցանիշների միջև փոխկախվածությունները:

- ԱՄՆ, ԵՄ և Վրաստանի համանմանությամբ, ՀՀ կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածները և Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականությունը բնութագրող ցուցանիշների կիրառմամբ կառուցվել է կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդել (SVAR), որի հիման վրա տարբեր մոտեցումներով իրականացվել են կարճաժամկետ կանխատեսումներ բազային և այլընտրանքային սցենարներով:

- ՀՀ մոդելի հիման վրա արված վերլուծությունների արդյունքում բացահայտվել է, որ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը դրականորեն է արձագանքել ԿԲ տոկոսադրույքի դրական շուկին գրեթե անմիջապես, իսկ կորպորատիվ պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի ցուցանիշների արձագանքները հիմնականում ստացվել են ոչ նշանակալի և արագ մարել են:

- Բացահայտվել է, որ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության փոփոխությունները պայմանավորված են հենց տվյալ ցուցանիշի, ինչպես նաև տոկոսադրույքի փոփոխություններով, իսկ կորպորատիվ պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի շուկաներում տատանումները հիմնականում կարող են բացատրվել իրենք իրենց, ինչպես նաև ժամանակի ընթացքում ՍԳԻ-ի փոփոխություններով:

Հետազոտության արդյունքների գիտագործնական նշանակությունը: Ատենախոսության շրջանակներում իրականացված էմպիրիկ վերլուծությունների արդյունքում ներկայացված եզրահանգումները կարող են հիմք հանդիսանալ կապիտալի շուկայի զարգացման վրա դրամավարկային քաղաքականության ունեցած

ազդեցության առանձնահատկությունների վերաբերյալ ավելի լավ պատկերացում կազմելու համար: Կատարված ուսումնասիրությունների ու գնահատումների հիմնական արդյունքները կարող են կիրառական նշանակություն ունենալ ՀՀ Կենտրոնական բանկի, պետական այլ կառույցների, ֆինանսական շուկայի մասնակիցների, առաջադրված խնդիրներով հետաքրքրված հետազոտական կառույցների, գիտնականների և այլ անձանց համար: Հետազոտության ընթացքում կառուցված տնտեսամաթեմատիկական մոդելները և դրանց հիման վրա արված գնահատումները կարող են օգտակար լինել ինչպես ՀՀ, այնպես էլ օտարերկրյա կանխատեսումային վերլուծությունների, փոխազդեցության հիմնական ուղղությունների հետազոտումնասիրման համար:

Հետազոտության արդյունքների փորձարկումը և հրապարակումները: Ատենախոսության հիմնական դրույթներն ու արդյունքները քննարկվել են Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի Ֆինանսների և Ֆինանսական շուկաների ու ինստիտուտների ամբիոններում:

Հետազոտության հիմնական արդյունքները ներկայացվել են հեղինակի կողմից հրապարակված 9 (ինը) գիտական հոդվածներում:

Ատենախոսության կառուցվածքը: Ատենախոսությունը բաղկացած է ներածությունից, երեք գլուխներից, եզրակացություններից, օգտագործված գրականության ցանկից և հավելվածներից: Ատենախոսության բովանդակությունը շարադրված է 145 էջի վրա, ներառյալ՝ օգտագործված գրականության ցանկը (առանց հավելվածների):

ԱՏԵՆԱԽՈՍՈՒԹՅԱՆ ՀԱՄԱՌՈՏ ԲՈՎԱՆԴԱԿՈՒԹՅՈՒՆԸ

«Ներածություն» բաժնում ներկայացված է հետազոտված թեմայի արդիականությունը, հիմնական նպատակը, խնդիրները, առարկան ու օբյեկտը, հետազոտության տեղեկատվական ու տեսամեթոդաբանական հիմքերը, ստացված հիմնական գիտական արդյունքներն ու նորույթը, դրանց գիտագործնական նշանակությունը:

Ատենախոսության առաջին՝ «Դրամավարկային քաղաքականության և կապիտալի շուկայի առանձնահատկություններն ու փոխազդեցության հիմքերը» գլխում ներկայացվել են դրամավարկային քաղաքականության էությունը, ավանդական ու ոչ ավանդական գործիքակազմը, ինչպես նաև կապիտալի շուկայի հետ փոխազդեցության առանձնահատկությունները: Ուսումնասիրություններից պարզ է դառնում, որ դրամավարկային քաղաքականության և կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածների միջև առկա է նշանակալի փոխկապվածություն: Սակայն այդ փոխկապվածությունը տարբերվում է՝ կախված կոնկրետ երկրի տնտեսական զարգացվածության մակարդակից, ֆինանսական համակարգերի առանձնահատկություններից, կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության գործիքակազմից:

Ուսումնասիրվել է նաև ապագային միտված ուղղորդում (forward guidance) ոչ ավանդական գործիքի կապը հանրության շրջանում սպասումների ձևավորման և կապիտալի շուկայում հնարավոր փոփոխությունների հետ, մասնավորապես՝ կարճաժամկետում ֆինանսական շուկայի մասնակիցների արձագանքը

դրամավարկային քաղաքականության հաշվետվություններին: Բացահայտվել է, որ, չնայած դիտարկված դեպքերում դրամավարկային քաղաքականության հիմնական քանակական ցուցանիշների փոփոխություններ չեն եղել, սակայն կենտրոնական բանկի կողմից օգտագործվող կանխատեսումները, խոսքերը, կարծիքները, տրամադրությունները, ժամանակացույցերը հանգեցրել են կապիտալի շուկայում միանգամայն տարբեր վարքագծերի:

Այս գլխում ուշադրություն է դարձվել նաև դրամավարկային քաղաքականության և կապիտալի շուկայի ցուցանիշների միջև փոխհարաբերությունների գնահատման մեթոդաբանական հիմքերին: Դիտարկվել են էկոնոմետրիկ մոդելավորման առավել տարածված մեթոդները, որոնք կիրառվում են նշված փոխհարաբերությունների քանակական վերլուծության ընթացքում: Հիմնավորվել է սույն աշխատանքի շրջանակներում կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդելավորման (structural vector autoregressive model, SVAR) նպատակահարմարությունը մի շարք երկրներում դրամավարկային քաղաքականության և կապիտալի շուկաների միջև փոխազդեցությունները գնահատելու նպատակով:

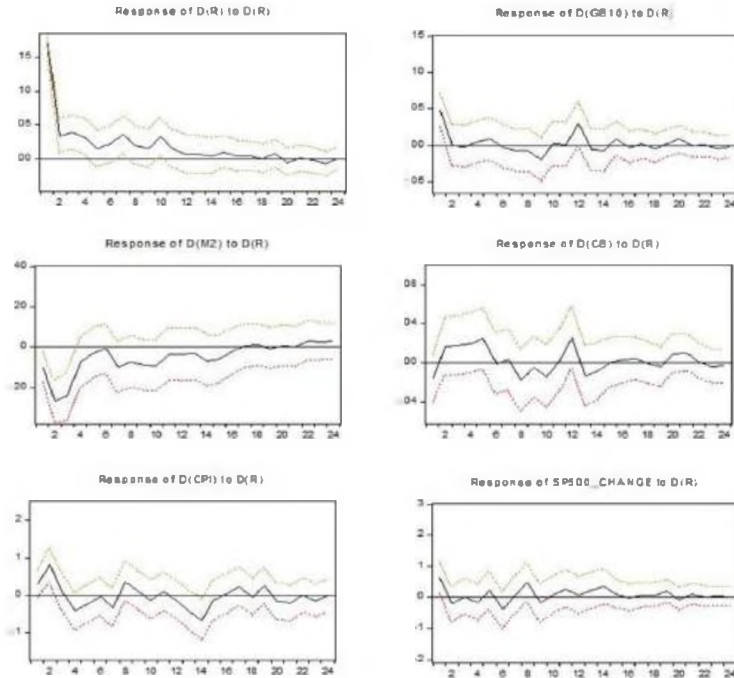
Ատենախոսության երկրորդ՝ «Դրամավարկային քաղաքականության և կապիտալի շուկայի փոխհարաբերությունների միջազգային փորձը» գլխում իրականացվել է զարգացած և զարգացող երկրների դրամավարկային քաղաքականության ու կապիտալի շուկայի փոխազդեցության առանձնահատկությունների հետազոտություն: Որպես օրինակ դիտարկվել են ԱՄՆ, Եվրոգոտու և Վրաստանի ցուցանիշները:

ԱՄՆ կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածների և Դաշնային պահուստային համակարգի (ԴԴՀ) հիմնական տոկոսադրույքի միջև իրականացվել է կոռելյացիոն վերլուծություն, բացահայտվել են առկա կապերի բնույթն ու ուղղությունը մինչև կորոնավիրուսի համավարակը և դրանից հետո: Կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդելավորման մեթոդաբանության օգտագործման նպատակով առանձնացվել են ԱՄՆ դրամավարկային քաղաքականությունը և կապիտալի շուկան բնութագրող վեց փոփոխականներ՝ ԴԴՀ տոկոսադրույք (R), M2 ագրեգատ (M2), սպառողական գների ինդեքս (CPI), 10 տարի ժամկետով պետական պարտատոմսերի եկամտաբերություն (GB10), կորպորատիվ պարտատոմսերի եկամտաբերություն (CB) և S&P 500 ինդեքսի փոփոխություններ (S&P500_change): Մոդելը կառուցվել է EViews 12 ծրագրային փաթեթի օգնությամբ ամսական ժամանակային շարքերի կիրառմամբ՝ հիմնվելով Քոլեսկի տրոհման (Cholesky decomposition) վրա: Կառուցվածքային VAR մոդելի նախագծման ընթացքում իրականացվել են ստացիոնարության, լագի երկարության որոշման, մոդելի կայունության ստուգման վերլուծություններ: Մոդելը լուծելուց հետո իրականացվել են կանխատեսումներ մոդելի՝ կարճաժամկետ հեռանկարում շուկայական տատանումների ուղղությունները կանխորոշելու կարողությունը գնահատելու նպատակով: Համապատասխանաբար ստատիկ-ստոխաստիկ և ստատիկ-դետերմինիստիկ մոտեցումներով արված բազային և այլընտրանքային կանխատեսումային սցենարները ցույց են տվել, որ պետական ու կորպորատիվ պարտատոմսերի պարագայում և՛ բազային, և՛ ավելի ագրեսիվ այլընտրանքային սցենարները մեծամասամբ կարողացել են կանխատեսել շուկայում տատանումների հիմնական ուղղությունները: Չնայած ԱՄՆ բաժնետոմսերի շուկայի կանխատեսումային ցուցանիշները համեմատաբար ավելի վատ են ստացվել, սակայն

այս սցենարը ևս հիմնականում կարողացել է կանխորոշել շուկայի միտումները: Ընդհանուր առմամբ, կարելի է եզրակացնել, որ ավելի ագրեսիվ դրամավարկային քաղաքականության պայմաններում ԱՄՆ կապիտալի դիտարկված շուկաները կգրանցեն ավելի մեծ տատանողականություն:

Գծապատկեր 1

ԴԴՀ տոկոսադրույքի մեկ ստանդարտ շեղում իմպուլսի նկատմամբ արձագանքները (%)¹



Մոդելի գնահատման արդյունքում հնարավորություն է ընձեռնվել հետազոտել դրամավարկային քաղաքականության, մասնավորապես՝ ԴԴՀ տոկոսադրույքի, շուկայի ազդեցությունը մյուս փոփոխականների՝ հատկապես ԱՄՆ կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածների ցուցանիշների վրա: Իմպուլս արձագանքման (impulse response functions) վերլուծության ընթացքում դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքը համարվել է էկզոգեն փոփոխական, և ուսումնասիրվել է, թե ինչպես են մոդելում ընդգրկված այլ էնդոգեն փոփոխականներն արձագանքում էկզոգեն փոփոխականի ցնցումներին: Իմպուլս արձագանքման վերլուծությունը նախագծվել է 24 ամսական հորիզոնի համար: Շուկի նկատմամբ փոփոխականների արձագանքները զարգացել են հիմնականում կարճաժամկետ հեռանկարում և աստիճանաբար թուլացել են երկարաժամկետ հեռանկարում (Գծապատկեր 1):

¹ Գծապատկերում տվյալները հիմնված են հեղինակի մոդելի հաշվարկների վրա և արտահանվել են EViews ծրագրից:

ԴՊՀ-ի տոկոսադրույքի արձագանքը սեփական շուկին դրական է եղել և նշանակալի: Այն վերադարձել է շուկից առաջ եղած մակարդակին շուկից մոտ 15 ամիս հետո: M2 ագրեգատը բացասաբար է արձագանքել ԱՄՆ կենտրոնական բանկի տոկոսադրույքի դրական շուկին: Տոկոսադրույքի իմպուլսը սկզբնական շրջանում մեծացրել է գնաճը, սակայն ժամանակային մի քանի լազ անց այն սկսել է նվազել: ԴՊՀ տոկոսադրույքի դրական շուկն անմիջական դրական ազդեցություն է ունեցել ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա, սակայն այդ ազդեցությունը շատ կարճատև է եղել՝ պահպանվելով մոտ երկու ժամանակային լազ: Կորպորատիվ պարտատոմսերի եկամտաբերության սկզբնական արձագանքը բացասական է եղել, սակայն այն սկսել է շատ արագ վերականգնվել՝ դառնալով դրական տոկոսադրույքի ցնցմանը հաջորդող առաջին շրջանից հետո: S&P 500 ինդեքսի դեպքում սկզբնական դրական արձագանքը սկսել է նվազել և բացասական է դարձել մինչև երկրորդ ամսվան հասնելը:

Իրականացվել է նաև կանխատեսման սխալի վարիացիայի տրոհման վերլուծություն (forecast error variance decomposition)՝ գնահատելու վեկտոր ավտոռեգեսիոն մոդելում ընդգրկված փոփոխականների ցնցումների պատճառով տվյալ փոփոխականների տատանումների տոկոսը: Վարիացիայի տրոհման վերլուծությունը նախագծվել է 24 ամսական հորիզոնի համար:

Մեր կողմից կատարված կառուցվածքային VAR վերլուծության արդյունքում կարելի է եզրակացնել, որ ԴՊՀ դրամավարկային քաղաքականությունը զգալի ազդեցություն ունի ԱՄՆ կապիտալի շուկայի վրա, թեև պետական պարտատոմսերի, կորպորատիվ պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի շուկաները տարբեր կերպ և իրենց ուրույն չափով են արձագանքել դրամավարկային քաղաքականության փոփոխություններին:

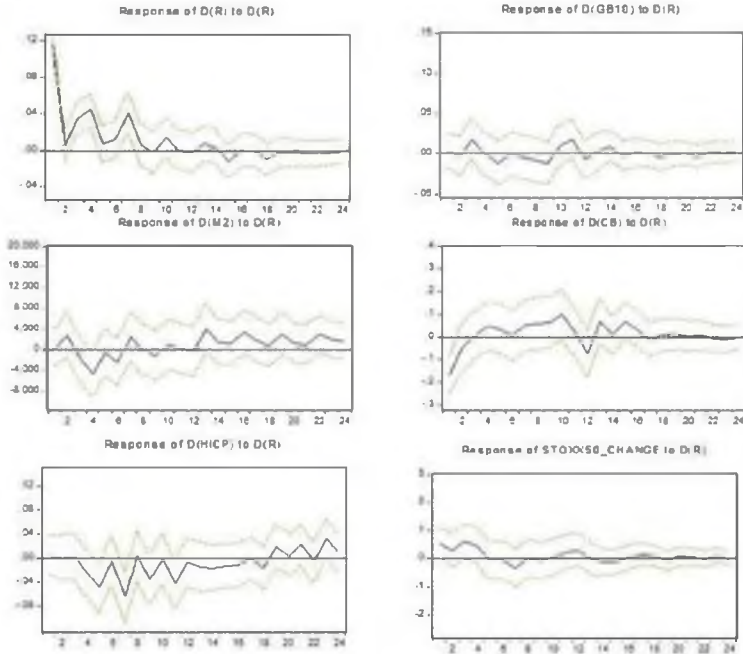
Հաջորդիվ, իրականացվել են համանման վերլուծություններ՝ գնահատելու Եվրոպական կենտրոնական բանկի (ԵԿԲ) դրամավարկային քաղաքականության և պետական, կորպորատիվ պարտատոմսերի ու բաժնետոմսերի շուկայի փոխազդեցությունները Եվրոպայում: Կոռելյացիոն վերլուծության միջոցով գնահատվել է ԵԿԲ տոկոսադրույքի կապը գերմանական ու ֆրանսիական ֆոնդային ինդեքսների, տարբեր ժամկետայնությամբ պետական պարտատոմսերի հետ: Եվրոգոտու դրամավարկային քաղաքականությունը և կապիտալի շուկայի հատվածների առանձնահատկությունները նկարագրող վեց փոփոխականների օգտագործմամբ կառուցվել է կառուցվածքային VAR մոդել: Փոփոխականների հաջորդականությունը մոդելում հետևյալն է՝ ԵԿԲ հիմնական տոկոսադրույք (R), M2 ագրեգատ (M2), ՍԳՆԻ (HICP), 10 տարի ժամկետով պետական պարտատոմսերի ուղենշային եկամտաբերություն (GB10), Եվրոյով կորպորատիվ պարտատոմսերի եկամտաբերություն (CB) և EuroStoxx 50 ինդեքսի փոփոխություններ (stoxx50_change): Մինչ մոդելի գնահատումն իրականացվել է ստացիոնարության, լազի երկարության սահմանման, մոդելի կայունության գնահատման վերլուծություններ: Մոդելի կանխատեսումային հնարավորությունների գնահատման նպատակով մշակվել են բազային և այլընտրանքային սցենարներ՝ համապատասխանաբար ստատիկ-ստոխաստիկ և ստատիկ-դետերմինիստիկ մոտեցումներով: Ընդհանուր առմամբ, ստացված արդյունքները նման են եղել ԱՄՆ կանխատեսումային գնահատականներին:

Գծապատկեր 2-ում ներկայացված է Եվրոպական պետական և կորպորատիվ պարտատոմսերի եկամտաբերության, EuroStoxx 50 ինդեքսի, M2-ի, HICP-ի և հենց

բազային տոկոսադրույքի արձագանքները ԵԿԲ տոկոսադրույքի էկզոգեն մեկ ստանդարտ շեղման շոկին: Իմպուլս արձագանքման վերլուծությունը նախագծվել է 24 ամսական հորիզոնի համար:

Գծապատկեր 2

ԵԿԲ տոկոսադրույքի մեկ ստանդարտ շեղում իմպուլսի նկատմամբ արձագանքները (%)²



Սեփական շոկին տոկոսադրույքի արձագանքը դրական է և նշանակալի: M2 ագրեգատը դրական է արձագանքել առաջին երեք ամիսների ընթացքում, սակայն սկսել է նվազել չորրորդ ամսից՝ հասնելով իր նվազագույնին: ՍԳՆԻ-ի արձագանքը դիտարկված ժամկետում հիմնականում եղել է բացասական: Տոկոսադրույքի դրական շոկը փոքր դրական ազդեցություն է ունեցել եվրոգոտու պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա, սակայն այն սկսել է աճել երկրորդ ամսից հետո՝ հասնելով իր առավելագույնին երրորդ ամսվա ընթացքում: Երրորդ լազից հետո պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունները սկսել են նվազել՝ չորրորդ ամսից դառնալով բացասական: Սկզբում կորպորատիվ պարտատոմսերի եկամտաբերությունը բացասաբար է արձագանքել բազային տոկոսադրույքի դրական շոկին: Այնուհետև, ցնցմանը հաջորդող երրորդ ամսից սկսած՝ արձագանքը դարձել է դրական և հասել է պիկին չորրորդ ամսում: Այս դրական ազդեցությունը շարունակվել է մոտ 11 ամսվա ընթացքում, որից հետո այն վերածվել է բացասականի: Բաժնետոմսերի շուկայի

² Գծապատկերում տվյալները հիմնված են հեղինակի մոդելի հաշվարկների վրա և արտահանվել են EViews ծրագրից:

դեպքում ֆոնդային ինդեքսը դրականորեն է արձագանքել ԵԿԲ-ի վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի դրական շոկին, սակայն այդ արձագանքը համեմատաբար կարճ ընթացք է ունեցել:

Ի լրումն իմպուլս արձագանքման ֆունկցիաների վերլուծության՝ դրամավարկային և կապիտալի շուկայի դիտարկված ցուցանիշների փոխկապակցվածությունն ավելի խորն ուսումնասիրելու նպատակով իրականացվել է վարիացիայի տրոհման վերլուծություն 24-ամսյա հորիզոնի համար՝ օգտագործելով Քոլեսկի տրոհումը:

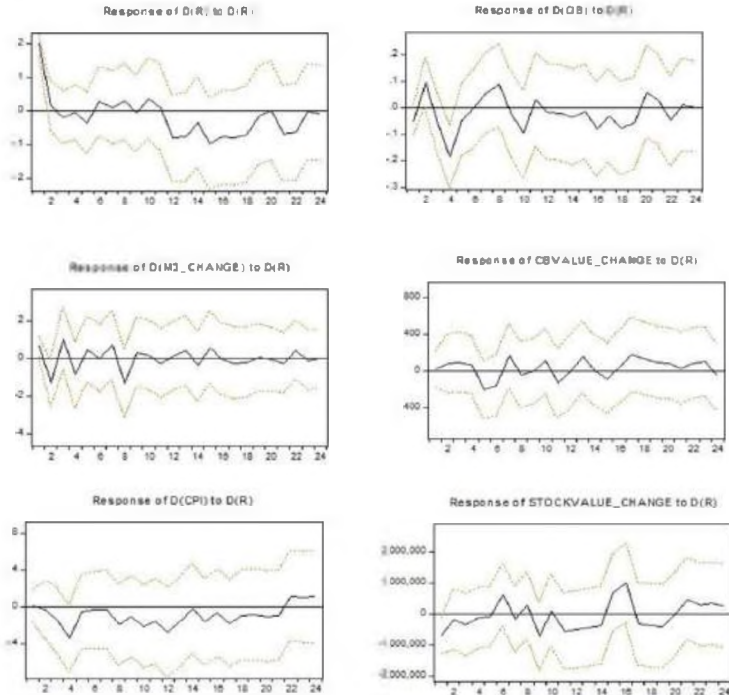
Ջարգացած երկրների ուսումնասիրությունից հետո փորձ է արվել հետազոտել դրամավարկային քաղաքականության և կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածների ցուցանիշների փոխհարաբերությունները զարգացող երկրի, տվյալ դեպքում՝ Վրաստանի օրինակով: Կրկին իրականացվել է կոռելյացիոն վերլուծություն դրամավարկային և կապիտալի շուկայի փոփոխականների միջև կապերի ուղղությունները հասկանալու նպատակով: Վրաստանի պարագայում կառուցվածքային VAR մոդելի կառուցման սկզբունքը նույնն է: Մոդելում ընդգրկվել են հետևյալ փոփոխականների ամսական ժամանակային շարքերը՝ Վրաստանի ազգային բանկի (ՎԱԲ) հիմնական տոկոսադրույք (r), M3 փողի ագրեգատ ($M3_change$), սպառողական գների ինդեքս (cpi), պետական պարտատոմսերի եկամտաբերություն (gb), կորպորատիվ պարտատոմսերով առևտրի ծավալներ ($cbvalue_change$) և Վրաստանի ֆոնդային բորսայում բաժնետոմսերով գործարքների ծավալներ ($stockvalue_change$): Իրականացվել են ստացիոնարության, մոդելի կայունության և լագի համապատասխան երկարության ընտրության վերլուծություններ: Կառուցված մոդելի հիման վրա իրականացվել են կանխատեսումներ բազային և ավելի ագրեսիվ այլընտրանքային սցենարներով: Ի տարբերություն պետական պարտատոմսերի՝ կորպորատիվ պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի համար ստացված տվյալները վկայում են, որ կանխատեսման արդյունքները վատ որակի են, չնայած, որ փաստացի արժեքները գտնվում են կանխատեսված վստահության միջակայքում: Քանի որ կորպորատիվ պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի շուկաները զիջում են պետական պարտատոմսերի շուկային իրենց զարգացվածությամբ, ուստի դրանց համար մոդելային կանխատեսումների հնարավորությունը սահմանափակ է եղել: Ավելի ագրեսիվ այլընտրանքային սցենարով կանխատեսումները ավելի մեծ ամսական փոփոխություններ են գրանցել, քան բազային սցենարի դեպքում:

Իմպուլս արձագանքման վերլուծության արդյունքները Վրաստանի համար ներկայացված են Գծապատկեր 3-ում: Դրամավարկային քաղաքականության տոկոսադրույքի արձագանքն իր իսկ շոկին ուժեղ է և դրական: Սպառողական գները բացասաբար են արձագանքել տոկոսադրույքի բարձրացմանը, ինչը տեսականորեն ակնկալելի էր: Գնաճի վրա բացասական անդրադարձը բավական երկար է տևել՝ վերադառնելով մինչշուկային մակարդակներին մոտ 14 ամիս հետո: M3 փողի ագրեգատի արձագանքը տոկոսադրույքի իմպուլսին թույլ է և դրական առաջին լագում: Ընդհանուր առմամբ, M3-ի արձագանքը բավականին փոփոխական է: Պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության նախնական արձագանքը բացասական է, բայց այն սկսում է աճել և դառնալ դրական երկրորդ լագում՝ մնալով գրոյից բարձր մակարդակում մինչև համարյա չորրորդ ժամանակահատվածը, ինչը համապատասխանում է սպասումներին և տեսությանը: Ֆոնդային բորսայում կորպորատիվ պարտատոմսերի ծավալները տոկոսադրույքի շոկին դրական են

արձագանքել սկզբում և բացասական են դառնում մոտ հինգերորդ ժամանակահատվածում: Բաժնետոմսերի շուկայի արձագանքը սկզբնական շրջանում ավելի մեղմ է, բայց հետո տատանումները դարձել են ավելի տեսանելի:

Գծապատկեր 3

ՎԱԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի մեկ ստանդարտ շեղում իմպուլսի նկատմամբ արձագանքները (%)³



Վրաստանի համար փոփոխականների ապագա տատանումներում մոդելում ընդգրկված մյուս փոփոխականների տատանումների ազդեցությունը գնահատելու նպատակով իրականացվել է կանխատեսման սխալի վարիացիայի տրոհման վերլուծություն 24 ամիս ժամանակային հորիզոնում: Ընդհանուր առմամբ, մյուս հատվածների համեմատ, ավելի տեսանելի և նշանակալի է ՎԱԲ դրամավարկային քաղաքականության կապը պետական պարտատոմսերի սեզմենտի հետ:

Ատենախոսության երրորդ՝ «ՀՀ կապիտալի շուկայի վրա կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության վերլուծությունը» գլխում ուսումնասիրվել է ՀՀ կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության գործիքակազմը, կիրառման մեխանիզմները, ցուցանիշների դինամիկան: ՀՀ կապիտալի շուկայի հետազոտման նպատակով դիտարկվել են պետական ու կորպորատիվ պարտատոմսերի, բաժնետոմսերի շուկաների ցուցանիշները:

³ Գծապատկերում տվյալները հիմնված են հեղինակի մոդելի հաշվարկների վրա և արտահանվել են EViews ծրագրից:

Հայաստանի ֆոնդային բորսայում կատարված գործարքների ընդհանուր ծավալի բաշխվածությունն ըստ գործիքների, ինչպես նաև պետական պարտատոմսերով, կորպորատիվ պարտատոմսերով, բաժնետոմսերով բորսայական գործարքների ծավալների և բանկային ակտիվների հարաբերակցությունը ՀՆԱ-ի հետ: Կատարված ուսումնասիրությունների և գնահատումների հիման վրա կարելի է եզրակացնել, որ ՀՀ ֆինանսական շուկայի գերակշիռ մասը շարունակում է պատկանել բանկային հատվածին: Արժեթղթերի շուկայի տեսանկյունից՝ պետական պարտատոմսերի շուկան պահպանում է զարգացվածության մակարդակով իր առաջնային դիրքը: ՀՀ կապիտալի շուկայի կորպորատիվ հատվածը շարունակում է լինել թույլ զարգացած: Մինչ մոդելի կառուցումը, իրականացվել է դրամավարկային քաղաքականության և կապիտալի շուկայի ցուցանիշների միջև կոռելյացիոն կապերի հետազոտություն:

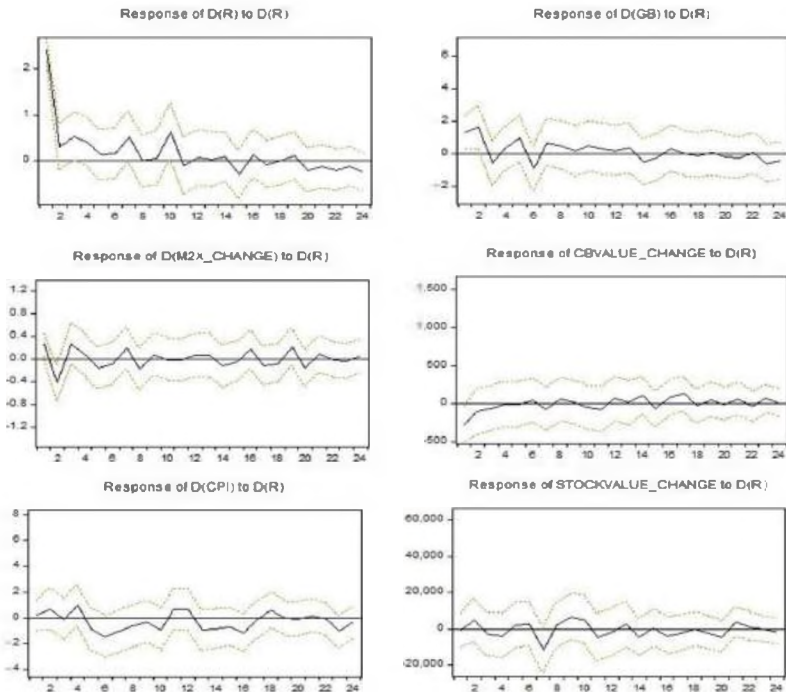
Ինչպես ամերիկյան, եվրոպական և վրացական շուկաների դեպքում, ՀՀ պարագայում նույնպես օգտագործվել է կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն (SVAR) մոդելավորման մեթոդաբանությունը: ՀՀ մոդելում ներառված փոփոխականներն են՝ ՀՀ ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքը (R), M2X փողի ագրեգատը ($m2x_change$), սպառողական գների ինդեքսը (cpi), պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը (gb), կորպորատիվ պարտատոմսերով գործարքների ծավալը ($cbvalue_change$) և բաժնետոմսերով գործարքների ծավալը ($stockvalue_change$): Իրականացվել է ստացիոնարության, լագի երկարության որոշման վերլուծություն, ինչպես նաև կառուցված մոդելի կայունության փորձարկում: Մոդելի կատարողականության գնահատման և փաստացի արժեքները կանխատեսումների հետ համեմատման նպատակով մշակվել են բազային և այլընտրանքային կանխատեսումային սցենարներ՝ հիմնված ստատիկ-ստոխաստիկ և ստատիկ-դետերմինիստիկ մոտեցումների վրա: Ստացված արդյունքները ցույց են տալիս, որ համեմատաբար լավ որակի են պետական պարտատոմսերի շուկայի կանխատեսված արժեքները: Կորպորատիվ պարտատոմսերի ու բաժնետոմսերի շուկաների դեպքում կանխատեսումային գնահատականները չի կարելի համարել որակյալ: Ավելի ագրեսիվ այլընտրանքային սցենարի դեպքում ևս պետական պարտատոմսերի շուկան ավելի լավ արդյունքներ է գրանցել՝ ի տարբերություն կորպորատիվ արժեթղթերի հատվածի: Այլընտրանքային սցենարի դեպքում կանխատեսված ցուցանիշներն ավելի մեծ տատանողականություն են գրանցել, ինչպես այլ երկրների պարագայում էր:

Դրամավարկային քաղաքականության փոփոխությունները և ՀՀ կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածների հետ դրանց հնարավոր փոխազդեցությունները ուսումնասիրելու նպատակով իրականացվել է իմպուլս արձագանքման վերլուծություն (Գծապատկեր 4): Վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի արձագանքն իր իսկ շուկին բավականին նշանակալի է և դրական, ինչպես և կարելի էր ակնկալել: M2X փողի ագրեգատի դեպքում անմիջական արձագանքը եղել է դրական, սակայն այն աստիճանաբար նվազել է՝ դառնալով բացասական և իր նվազագույնին հասնելով երկրորդ լագի ընթացքում: Տոկոսադրույքի դրական շուկը սկսել է բացասաբար ազդել սպառողական գների վրա ուշացումով, բայց իր ազդեցությունը պահպանել է բավականին երկար ժամանակ: Պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը դրականորեն է արձագանքել ՀՀ ԿԲ տոկոսադրույքի դրական շուկին գրեթե անմիջապես՝ հասնելով առավելագույնին ցնցմանը հաջորդող երկրորդ ամսվա

ընթացքում: Սակայն այս դրական ազդեցությունը սկսել է արագ մարել՝ կորցնելով իր ուժն արդեն երրորդ ամսում:

Գծապատկեր 4

ՀՀ ԿԲ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի մեկ ստանդարտ շեղում իմպուլսի նկատմամբ արձագանքները (%)⁴



Կորպորատիվ պարտատոմսերի ծավալները բացասական արձագանք են ունեցել տոկոսադրույքի բարձրացմանը, որն այնուհետև դարձել է ոչ նշանակալի: Բաժնետոմսերի շուկայի դեպքում վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի դրական շոկը սկսել է փոքր դրական ազդեցություն ունենալ ֆոնդային բորսայում բաժնետոմսերով գործարքների ամսական ծավալների վրա, սակայն, ընդհանուր առմամբ, արձագանքը ցնցմանը գնահատման ամբողջ հորիզոնում կարելի է համարել ոչ նշանակալի:

Իրականացվել է նաև վարիացիայի տրոհման (variance decomposition) վերլուծություն՝ մոդելում ներառված փոփոխականների միջև փոխկապակցվածությունը գնահատելու համար:

Այսպիսով՝ կարելի է նշել, որ մեր գնահատումների համաձայն՝ Հայաստանի կապիտալի շուկայի դիտարկված հատվածներից ամենասերտ հարաբերությունները Կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականության հետ գրանցվել են

⁴ Գծապատկերում տվյալները հիմնված են հեղինակի մոդելի հաշվարկների վրա և արտահանվել են EViews ծրագրից:

պետական պարտատոմսերի շուկայում: Կորպորատիվ պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի շուկաների դեպքում դրամավարկային քաղաքականության հետ կապը կարելի է համարել թույլ և թերզարգացած, ինչպիսին են հենց այդ երկու շուկաները՝ համեմատած պետական պարտատոմսերի շուկայի հետ:

«Եզրակացություններ» բաժնում ներկայացված են հետևյալ հիմնական եզրահանգումները՝

● ԱՄՆ կապիտալի շուկայի մաս կազմող պետական, կորպորատիվ պարտատոմսերի ու բաժնետոմսերի շուկաների վրա ԴՊՀ դրամավարկային քաղաքականության ազդեցության վերլուծության նպատակով կառուցվել է կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդել (SVAR)՝ հիմք ընդունելով վեց փոփոխականների ամսական ժամանակային շարքեր: Հիմք ընդունելով բազային սցենարով ստատիկ-ստոխաստիկ կանխատեսումային մոտեցումը՝ ԱՄՆ պետական ու կորպորատիվ պարտատոմսերի կանխատեսված միջին արժեքները մոտ են ստացվել փաստացի արժեքներին, բաժնետոմսերի շուկայի դեպքում գրանցվել են որոշ շեղումներ վստահության միջակայքից: Ընդհանուր առմամբ, մոդելի հիման վրա արված կանխատեսումները կարողացել են կանխորոշել ԱՄՆ կապիտալի շուկայի դիտարկված հատվածների հիմնական միտումները և շարժման ուղղությունները: ԱՄՆ պետական, կորպորատիվ պարտատոմսերի, բաժնետոմսերի շուկաների դեպքում այլընտրանքային սցենարով ստատիկ-դետերմինիստիկ մոտեցմամբ կանխատեսումները ևս հիմնականում կարողացել են կանխորոշել շուկայական թրենդները: Ընդհանուր առմամբ, կարելի է եզրակացնել, որ ավելի ազդեցիվ դրամավարկային քաղաքականության պայմաններում ԱՄՆ կապիտալի շուկան կգրանցեր ավելի մեծ տատանողականություն:

● ԱՄՆ մոդելի գնահատման ընթացքում իրականացվել է իմպուլս արձագանքման ֆունկցիաների վերլուծություն՝ հետազոտելու ԴՊՀ տոկոսադրույքի շուկայի ազդեցությունը մյուս փոփոխականների՝ հատկապես ԱՄՆ կապիտալի շուկայի տարբեր հատվածների ցուցանիշների վրա: Տոկոսադրույքի դրական շուկն անմիջական դրական ազդեցություն է ունեցել ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա, սակայն այդ ազդեցությունը կարճատև է եղել: Կորպորատիվ պարտատոմսերի եկամտաբերության դեպքում սկզբնական արձագանքը բացասական է եղել, սակայն ցնցմանը հաջորդող առաջին շրջանից հետո այն դարձել է դրական: S&P 500 ինդեքսի սկզբնական դրական արձագանքը վերածվել է բացասականի մինչև երկրորդ ամսվան հասնելը:

● Իրականացվել է նաև կանխատեսման սխալի վարիացիայի տրոհման վերլուծություն՝ ցուցանիշների միջև փոխհարաբերությունները գնահատելու համար: ԱՄՆ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության դեպքում կարճաժամկետում տատանումների մինչև 80%-ը կարող է բացատրվել սեփական փոփոխություններով, իսկ երկարաժամկետ հեռանկարում աճում է M2-ի, S&P 500-ի, ՍԳԻ և տոկոսադրույքի ազդեցությունը: Կորպորատիվ պարտատոմսերի եկամտաբերության տատանումները հիմնականում բացատրվում են իր, պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների և S&P 500-ի ցնցումներով: S&P 500 ինդեքսի տատանումները հիմնականում բացատրվում են իր, կորպորատիվ պարտատոմսերի եկամտաբերության և ավելի փոքր չափով պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության և M2-ի ցնցումներով:

● Եվրոպային վերաբերող վեց փոփոխականների ամսական պարբերականությամբ ժամանակային շարքերի օգնությամբ կառուցվել է SVAR մոդել: Մոդելի

կանխատեսումային կատարողականի գնահատման համար իրականացվել են կարճաժամկետ կանխատեսումներ: Բազային սցենարով կանխատեսված ցուցանիշները գտնվել են 95% վստահության վերին և ստորին սահմանների միջակայքում, ինչը վկայում է մոդելի կանխատեսումային լավ որակի մասին: Ինչպես ԱՄՆ դեպքում, այստեղ ևս բաժնետոմսերի շուկայի կանխատեսումները մի փոքր ավելի վատ են ստացվել, սակայն, ընդհանուր առմամբ, հնարավոր է եղել կանխորոշել շուկաների շարժման հիմնական ուղղությունները: Այլընտրանքային սցենարով կանխատեսումները վկայել են, որ ավելի խիստ դրամավարկային քաղաքականությունը ԵՄ-ում հանգեցրել է կապիտալի ավելի տատանողական շուկաների:

● Իրականացվել է իմպուլս արձագանքման վերլուծություն: Պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության վրա ԵԿԲ տոկոսադրույքի դրական շուկը սկսել է ավելի ուժգին ազդել երկրորդ ամսից հետո՝ արդեն չորրորդ ամսին դառնալով բացասական: Կորպորատիվ պարտատոմսերի եկամտաբերության բացասական արձագանքը դարձել է դրական ցնցմանը հաջորդող երրորդ ամսից սկսած և գազաթնակետին է հասել չորրորդ ամսում՝ պահպանվելով 11 ժամանակային լագի ընթացքում: Ֆոնդային ինդեքսը դրականորեն է արձագանքել ԵԿԲ տոկոսադրույքի դրական շուկին՝ բացասական դառնալովել հինգերորդ ամսվա ընթացքում:

● Ի լրումն վերոնշյալի՝ իրականացվել է վարիացիայի տրոհման վերլուծություն: Պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության փոփոխականությունը կարճաժամկետում հիմնականում բացատրվել է իր փոփոխություններով, երկարաժամկետում ուշադրության արժանի այլ գործոններ են եղել սպառողական գները և փողի ագրեգատը: Կորպորատիվ պարտատոմսերի եկամտաբերության տատանումների հիմնական աղբյուրը եղել են սեփական ցնցումները, իսկ երկարաժամկետ հեռանկարում ավելի փոքր չափով ազդել են բազային տոկոսադրույքի, ֆոնդային ինդեքսի և M2-ի ցնցումները: Բաժնետոմսերի շուկայի դեպքում տատանողականությունը կարելի է բացատրել հենց իր, կորպորատիվ պարտատոմսերի եկամտաբերության և ավելի երկար ժամանակահատվածում M2-ի իմպուլսներով:

● Զարգացող երկրներում դրամավարկային քաղաքականության և կապիտալի շուկայի միջև կապը գնահատելու և արդյունքները Հայաստանի հետ համեմատելի դարձնելու նպատակով կառուցվել է SVAR մոդել Վրաստանի համար: Բազային սցենարով պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունների կանխատեսված միջին արժեքները բավական մոտ են փաստացի ցուցանիշներին: Ի տարբերություն դրան՝ կորպորատիվ պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի կանխատեսման արդյունքները վատ որակի են, չնայած, որ փաստացի արժեքները գտնվում են կանխատեսման վստահության միջակայքում: Ավելի ագրեսիվ դրամավարկային քաղաքականություն ենթադրող այլընտրանքային սցենարի դեպքում տատանողականությունը բարձրացել է:

● Իմպուլս արձագանքման գնահատումը ցույց է տվել, որ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի շուկի նկատմամբ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության սկզբնական բացասական արձագանքը դարձել է դրական երկրորդ լագում: Կորպորատիվ պարտատոմսերի պարագայում դրական արձագանքը սկսել է դառնալ բացասական մոտ հինգերորդ ժամանակահատվածում: Բաժնետոմսերի շուկայի մեղմ արձագանքը ժամանակի ընթացքում դարձել է ավելի տեսանելի ու տատանողական:

● Վարիացիայի տրոհման վերլուծության արդյունքներով՝ պետական պարտատոմսերի փոփոխությունները սկզբում պայմանավորվել են սեփական տատանումներով: Այնուհետև մեծացել են նաև տոկոսադրույքի, M3-ի և բաժնետոմսերի առևտրի ծավալների փոփոխությունների ազդեցությունները: Կորպորատիվ պարտատոմսերի դեպքում մեծ նշանակություն են ունեցել սպառողական գների փոփոխությունները: Բաժնետոմսերի շուկայի համար սկզբում կարևոր են եղել իր և կորպորատիվ պարտատոմսերի ցուցանիշի ցնցումները, ժամանակի ընթացքում նշանակալի են դարձել նաև դրամավարկային գործիքների տատանումները:

● ՀՀ պարագայում ևս օգտագործվել է կառուցվածքային վեկտոր ավտոռեգրեսիոն մոդելավորման մեթոդաբանությունը: Մոդելի նախագծման ընթացքում պարամետրերի ընտրությունը կատարվել է՝ հաշվի առնելով ՀՀ-ում դրամավարկային քաղաքականությունն ու կապիտալի շուկան բնութագրող ցուցանիշների վերաբերյալ տեղեկատվության հասանելիությունը, բոլոր փոփոխականների համար հնարավոր ամենաերկար ամսական ժամանակային շարքերի ստացման կարողությունը: ՀՀ մոդելի կանխատեսումային կարողությունը գնահատելու համար իրականացվել է կարճաժամկետ կանխատեսումներ բազային և ավելի ագրեսիվ այլընտրանքային սցենարներով: Պետական պարտատոմսերի դեպքում փաստացի արժեքները և կանխատեսված արժեքների միջինները բավականին մոտ են եղել միմյանց, կանխորոշվել են շուկայական տատանումների հիմնական ուղղությունները: Կորպորատիվ պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի պարագայում կանխատեսումները վատ որակի են. մոդելի կանխատեսումներն ավելի տատանողական են, քան բորսայական գործարքների ծավալների իրական փոփոխությունները: Սա պայմանավորված է, պետական պարտատոմսերի շուկայի համեմատ, վերոնշյալ շուկաների թույլ զարգացվածությամբ: Այլընտրանքային սցենարի պայմաններում ցուցանիշները հիմնականում ավելի կտրուկ և ավելի բարձր տատանումներ են գրանցել:

● ՀՀ SVAR մոդելի հիման վրա իրականացվել է իմպուլս արձագանքման վերլուծություն: Պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը դրականորեն է արձագանքել՝ հասնելով առավելագույնին երկրորդ ամսում, սակայն սկսել է արագ մարել՝ կորցնելով իր ուժն արդեն երրորդ ամսում: Կորպորատիվ պարտատոմսերի ցուցանիշը բացասական է արձագանքել, ինչը ժամանակի ընթացքում դարձել է ոչ նշանակալի: Բաժնետոմսերի շուկայի դեպքում ընդհանուր առմամբ արձագանքը ցնցմանը գնահատման ամբողջ հորիզոնում կարելի է համարել աննշան՝ հիմք ընդունելով նշված շուկայում առկա իրավիճակը:

● Կատարվել է նաև վարիացիայի տրոհման վերլուծություն: Պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության փոփոխականությունը պայմանավորված է եղել հենց տվյալ ցուցանիշի, ինչպես նաև տոկոսադրույքի ցնցումներով: Կորպորատիվ պարտատոմսերի շուկայում տատանումները հիմնականում կարող են բացատրվել ինքն իր, ինչպես նաև ժամանակի ընթացքում ՍԳԻ փոփոխություններով: Բաժնետոմսերի շուկայի ցուցանիշի տատանումները պայմանավորված են եղել իր ցնցումներով, ժամանակային հորիզոնի ավարտին մեծացել է նաև ՍԳԻ-ի, պետական ու կորպորատիվ պարտատոմսերի ցուցանիշների ազդեցությունը:

Հիմք ընդունելով կատարված բոլոր տեսական և էմպիրիկ վերլուծությունները՝ կարելի է եզրակացնել, որ ՀՀ կապիտալի շուկայի զարգացման վրա ԿԲ դրամավարկային

քաղաքականության ազդեցությունը սահմանափակ է, բացառությամբ ՀՀ պետական պարտատոմսերի շուկայի: ՀՀ կորպորատիվ պարտատոմսերի և բաժնետոմսերի շուկաների ոչ բավարար զարգացվածության պայմաններում դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը նրանց վրա կարող է համարվել ոչ նշանակալի, ինչն էլ սահմանափակում է կենտրոնական բանկի գործիքների միջոցով կապիտալի շուկայի հետագա զարգացման հավանականությունը: Հայաստանի համար ստացված վերլուծության արդյունքները նման են Վրաստանի արդյունքներին, ինչը վկայում է այն մասին, որ թերզարգացած կապիտալի շուկաները խոչընդոտում են կենտրոնական բանկերի դրամավարկային քաղաքականության փոխանցումային մեխանիզմի արդյունավետ գործունեությանը: Ի տարբերություն դրան՝ զարգացած կապիտալի շուկաներ ունեցող ԱՄՆ-ում և եվրոգոտում, դրամավարկային քաղաքականության գործիքները և կապիտալի շուկայի դիտարկված բոլոր հատվածները սերտորեն փոխազդում են, ինչը մեծացնում է կենտրոնական բանկի՝ կապիտալի շուկաների զարգացմանը նպաստելու հնարավորությունները: ՀՀ կապիտալի շուկայի թե՛ պետական և թե՛ կորպորատիվ հատվածների զարգացումը պահպանում է իր առաջնային նշանակությունը: Դրամավարկային քաղաքականության ընձեռած հնարավորությունների հետ մեկտեղ, անհրաժեշտ է իրականացնել նաև հնարավոր այլ գործողություններ կապիտալի շուկայի զարգացման վրա համալիր ներգործություն ունենալու նպատակով:

Ատենախոսության հիմնական դրույթներն արտացոլված են հետևյալ հրապարակումներում՝

1. Teryan D., “Monetary policy impact on the capital market: Evidence from Armenia”, Messenger of ASUE, 2024, 2(77), 67-79
2. Teryan D., “Assessing monetary policy effects on capital markets: Evidence from the Euro area”, Messenger of ASUE, 2024, 1(76), 35-46
3. Teryan D., “The relations between European capital market and ECB monetary policy”, Region and the World, 2024-3, 112-116
4. Teryan D., “Monetary policy and capital market interactions in the USA: a VAR approach”, Region and the World, 2024-2, 150-156
5. Teryan D., “The influence of monetary policy on capital market in Georgia”, Region and the World, 2024-1, 117-122
6. Ulikhanyan T., Teryan D., “The impact of Fed’s monetary policy on the capital market in the USA”, Messenger of ASUE, 2023, 3(75), 23-34
7. Teryan D., “The main characteristics of monetary policy and capital market in Armenia”, Region and the World, 2023-6, 103-108
8. Teryan D., “The bond between global capital market and monetary policy and the possible impact of the Covid-19 pandemic on it”, Region and the World, 2023-1, 144-153
9. Teryan D., “Connections between capital market and forward guidance of the monetary policy”, Messenger of ASUE, 2021-6, 19-30

ТЕРЯН ДИАНА

ВЛИЯНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ НА РАЗВИТИЕ РЫНКА КАПИТАЛА В РА

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.03 «Финансы, бухгалтерский учет».

Защита диссертации состоится 18 сентября 2025 года в 14:00 на заседании специализированного совета 014 КВОН РА, действующего при Армянском государственном экономическом университете, по адресу: г. Ереван, ул. Налбандяна 128.

РЕЗЮМЕ

Оценка влияния денежно-кредитной политики на рынок капитала позволяет выявить способность центрального банка содействовать развитию рынка. Этот вопрос вызывает значительный интерес в международной практике и имеет большое значение среди многих исследователей и тех, кто формирует политику.

В случае Армении большое значение имеет изучение эффективности трансмиссии показателей денежно-кредитной политики Центрального банка через рынок капитала. Учитывая текущую ситуацию на рынке капитала РА, анализ особенностей взаимосвязи денежно-кредитной политики с различными сегментами рынка имеет большую актуальность. Изучение влияния денежно-кредитной политики на рынок капитала РА и исследование существующих взаимозависимостей позволяет получить представление об особенностях денежно-кредитной политики и уровня развития различных сегментов рынка капитала.

Объектом исследования является денежно-кредитная политика Центрального банка РА и рынок капитала. **Предметом** исследования являются особенности взаимодействия денежно-кредитной политики и показателей различных сегментов рынка капитала. **Основная цель** исследования — оценка влияния денежно-кредитной политики на рынок капитала, изучение экономико-математических связей между ними и выявление особенностей взаимодействия. Для достижения вышеуказанных целей поставлены следующие **задачи**:

- изучить цели, задачи, виды, традиционные и нетрадиционные инструменты денежно-кредитной политики и выявить сущность рынка капитала, его роль в экономической системе страны и его связь с денежно-кредитной политикой,
- изучить теоретические и методологические основы оценки взаимодействия денежно-кредитной политики и рынка капитала,
- изучить международный опыт взаимодействия рынков капитала и денежно-кредитной политики,
- построить и оценить эконометрические модели для некоторых стран с целью эмпирической оценки и проведения прогностического анализа взаимодействия денежно-кредитной политики и рынка капитала в международной практике,
- изучить особенности реализации денежно-кредитной политики Центрального банка Республики Армения,
- проанализировать динамику ряда показателей, характеризующих уровень развития различных сегментов рынка капитала РА,

- на основе моделей, созданных для иностранных рынков капитала и денежно-кредитной политики, построить и оценить аналогичную эконометрическую модель для показателей РА,

- основываясь на разработанной модели, провести эмпирический анализ взаимосвязей между различными сегментами рынка капитала РА и денежно-кредитной политикой, разработать прогнозные сценарии и выявить взаимозависимости между показателями.

Основные научные результаты и новизна исследования. В ходе проведенных в рамках диссертации анализов и исследований получен ряд результатов, имеющих следующих основных положений:

- Для изучения взаимодействия рынка капитала США и денежно-кредитной политики Федеральной резервной системы была построена и оценена структурная векторная авторегрессионная модель (SVAR), проведен предиктивный анализ, выявлены реакции индикаторов рынка капитала на изменения денежно-кредитной политики и изучены взаимосвязи индикаторов.

- Для анализа взаимосвязи между денежно-кредитной политикой Европейского центрального банка и различными сегментами рынка капитала еврозоны, а также взаимосвязи между Национальным банком Грузии и рынком капитала были построены и оценены структурные векторные авторегрессионные модели (SVAR), проведены прогнозы по различным сценариям, а также ряд анализов для выявления реакций на положительный шок ключевой процентной ставки и взаимозависимостей между наблюдаемыми показателями.

- По аналогии с США, ЕС и Грузией была построена структурная векторная авторегрессионная модель (SVAR) с использованием показателей, характеризующих различные сегменты рынка капитала РА и денежно-кредитную политику Центрального банка, на основе которой были составлены краткосрочные прогнозы с использованием различных подходов в базовом и альтернативном сценариях.

- В результате анализа на основе модели РА стало ясно, что доходность государственных облигаций отреагировала положительно на положительный шок процентной ставки Центрального банка практически сразу. Реакции корпоративных облигаций и фондовых индексов были в основном незначительными и быстро сошли на нет.

- Изменения доходности государственных облигаций обусловлены изменениями доходности самой облигации, а также процентными ставками. Колебания на рынках корпоративных облигаций и акций во многом можно объяснить ими самими, а также с течением времени изменениями ИПЦ.

TERYAN DIANA

THE IMPACT OF MONETARY POLICY ON CAPITAL MARKET DEVELOPMENT IN THE RA

The dissertation is submitted for receiving the scientific degree of PhD in Economics in the field 08.00.03 “Finance, bookkeeping accounting”.

The defence of the dissertation will take place on September 18, 2025, at 14:00 at the meeting of the 014 specialized council of HESC RA, at the Armenian State University of Economics, address: Nalbandyan str. 128, Yerevan.

ABSTRACT

Assessing the impact of monetary policy on the capital market allows to identify the central bank's ability to promote market development. This issue is of considerable interest in international practice and is of great importance for many researchers and policy makers.

In the case of Armenia, the study of the effectiveness of the transmission of monetary policy indicators of the Central Bank through the capital market is of great importance. Taking into consideration the current situation on the capital market of the Republic of Armenia, the analysis of the features of the relationship between the monetary policy and various market segments has great relevance. The study of the influence of monetary policy on the capital market of Armenia and the investigation of existing interdependencies allows to obtain an idea of the features of monetary policy and the level of development of different segments of the capital market.

The object of the research is the monetary policy of the Central Bank of the Republic of Armenia and the capital market. **The subject** of the research is the peculiarities of the interaction between monetary policy and indicators of various sectors of the capital market. The main **purpose** of the research is to assess the influence of monetary policy on the capital market, to study the economic and mathematical relationships between them and to identify the features of interaction. The following **tasks** are set to achieve the abovementioned goals:

- to study the goals, objectives, types, traditional and non-traditional instruments of monetary policy and reveal the essence of the capital market, its role in the country's economic system and its connection with monetary policy,
- to study the theoretical and methodological bases of evaluating the interaction between monetary policy and the capital market,
- to study the international experience of the interaction of capital markets and monetary policy,
- to construct and evaluate econometric models for some countries with the purpose of empirical assessment and forecasting analysis of the interaction of monetary policy and the capital market in international practice,
- to study the specifics of the implementation of the monetary policy of the Central Bank of the Republic of Armenia,
- to analyze the dynamics of a number of indicators characterizing the level of development of various segments of the RA capital market,

- based on the models created for foreign capital markets and monetary policy, to construct and evaluate similar econometric model for the RA indicators,
- based on the created model, to conduct an empirical analysis of the relationships between various segments of the RA capital market and monetary policy, develop forecast scenarios and identify interdependencies between indicators.

Main scientific results and novelty of the research. In the course of the analyses and research conducted within the framework of the dissertation, a number of results were obtained that have theoretical and practical significance, the scientific novelty of which is reflected in the following main provisions:

- In order to study the interactions between the US capital market and the monetary policy of the Federal Reserve System, a structural vector autoregressive model (SVAR) was constructed and evaluated, forecasting analyses were conducted, the responses of capital market indicators to changes in monetary policy were identified, and the interrelationships of indicators were revealed.
- To analyze the relationship between the monetary policy of the European Central Bank and different segments of the capital market of the Eurozone, as well as the relationship between the National Bank of Georgia and the capital market, structural vector autoregressive models (SVAR) were built and evaluated, forecasts were made according to different scenarios, as well as a number of researches to identify reactions to a positive shock of the key interest rate and interdependencies between the observed indicators.
- By analogy with the US, EU and Georgia, a structural vector autoregressive model (SVAR) was constructed using indicators characterizing different segments of the RA capital market and the monetary policy of the Central Bank, based on which short-term forecasts were made using different approaches in the base and alternative scenarios.
- As a result of the analysis based on the RA model, it became clear that the yield on government bonds responded positively to the positive shock of the Central Bank interest rate almost immediately. The responses of corporate bonds and stock indices were mostly insignificant and quickly faded away.
- Changes in the yield of government bonds are driven by changes in themselves, as well as interest rates. Fluctuations in the markets of corporate bonds and stocks can largely be explained by themselves, as well as by changes in the CPI over a longer period of time.

