



Հայաստանի Հանրապետության
Կենտրոնական բանկ

ՆՈՒՇԱՆԱՆ ՄՐՑԱՆԱԿ 2026

ԻՆՉՊԵՍ ԵՆ ՄԻԼԻՈՆԱՎՈՐ ԱՆՀԱՏԱԿԱՆ
ՈՐՈՇՈՒՄՆԵՐԸ ՁԵՎԱՎՈՐՈՒՄ ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ
ՔԱՂԱՔԱԿԱՆՈՒԹՅՈՒՆԸ

Հետազոտական ամփոփագիր 2026-06

Կալի Միսիրեան ⁽¹⁾, Աննա Օհանջանյան ⁽²⁾, Ալեքսանդր Շիրխանյան ⁽³⁾

Արտահայտված կարծիքները հեղինակ(ներ)ի անձնական տեսակետներն են և պարտադիր չեն,
որ արտացոլեն ԿԲ պաշտոնական դիրքորոշումը:

(1) Հետազոտող, Կենտրոնական բանկ

(2) Հետազոտող, Կենտրոնական բանկ

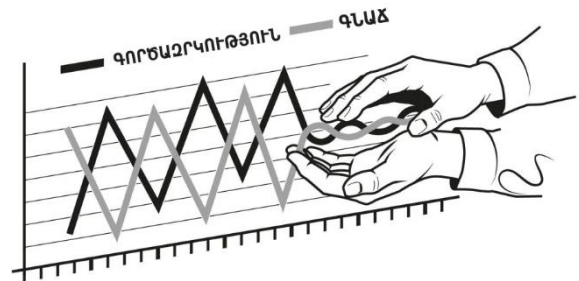
(3) Դիլիջանի ուսումնահետազոտական կենտրոնի հետազոտությունների ղեկավար, Կենտրոնական
բանկ

Ինչո՞ւ է կենտրոնական բանկը երբեմն բարձրացնում տոկոսադրույքը, նույնիսկ երբ տնտեսության աճը դանդաղում է: Ինչո՞ւ նույն եկամտային աջակցությունը կարող է մի ընտանիքի դրդել ավելի շատ սպառել, իսկ մյուսին՝ ավելացնել խնայողությունները: Եվ ինչո՞ւ է կենտրոնական բանկի՝ ապագայի մասին հայտարարությունը երբեմն ազդում տնտեսության վրա դեռ մինչև տոկոսադրույքի փոփոխությունը:

Այս հարցերի պատասխանները գտնելու համար բավարար չէ միայն ուսումնասիրել տնտեսական աճի, գնաճի և գործազրկության միջև կապերը: Պետք է հասկանալ նաև, թե ինչպես են տնային տնտեսություններն ու ձեռնարկությունները որոշումներ կայացնում, ինչպես են ձևավորում իրենց սպասումները և արձագանքում տնտեսական քաղաքականությանը: Հենց այս ուղղությամբ կատարված հիմնարար հետազոտությունների համար **տնտեսագիտության ոլորտում 2026 թվականի Նոբելյան մրցանակը շնորհվեց Ռոբերտ Հոլին և Մայքլ Վուդֆորդին՝ «մակրոտնտեսական կայունացման միկրոտնտեսական հիմքերի համար»**: Նրանց աշխատանքները կարևոր դեր ունեցան նոր քեյնսյան մակրոտնտեսագիտության զարգացման գործում՝ փոխելով տնտեսական տատանումների և դրանց մեղմման հնարավորությունների վերաբերյալ պատկերացումները:

Երբ ավանդական մոտեցումներն այլևս բավարար չեն

«Կենտրոնական բանկը պետք է իջեցնի տոկոսադրույքը՝ տնտեսությունը խթանելու համար»: «Պետք է բարձրացնել տոկոսադրույքը, այլապես գնաճը դուրս կգա վերահսկողությունից»: Նման արտահայտություններ հաճախ ենք լսում տնտեսական քաղաքականության մասին քննարկումներում: Դրանք կայունացման քաղաքականության օրինակներ են, որի միջոցով կառավարություններն ու կենտրոնական բանկերը դրամավարկային և հարկաբյուջետային գործիքների միջոցով փորձում են մեղմել տնտեսական տատանումները՝ կանխելով երկարատև անկումներն ու անվերահսկելի գնաճը:



Աղբյուրը՝ Johan Jarnestad/The Royal Swedish Academy of Sciences

Երկար ժամանակ տնտեսական քաղաքականության հիմքում մակրոտնտեսական ցուցանիշների միջև պատմականորեն դիտարկված կապերն էին: Օրինակ՝ ենթադրվում էր, որ բարձր գործազրկությունը սովորաբար ուղեկցվում է ցածր գնաճով, իսկ տնօրինվող եկամտի աճը՝ սպառման ավելացմամբ: Եթե այս կապերը կայուն լինեին, հնարավոր կլիներ դրանց միջոցով համեմատաբար հեշտությամբ գնահատել տնտեսական քաղաքականության ազդեցությունը:

Սակայն 1970-ականների նավթային ճգնաժամերը բացահայտեցին այս մոտեցման սահմանափակումները: Շատ երկրներում գնաճն ու գործազրկությունը միաժամանակ բարձրացան, իսկ նախկինում վստահելի համարվող կապերը խախտվեցին:

Տնտեսագետ Ռոբերտ Լուկասը ուշադրություն հրավիրեց հիմնարար խնդրի վրա. **տնտեսական քաղաքականությունը փոխելիս կարող է փոխվել նաև մարդկանց վարքագիծը, հետևաբար անցյալի վիճակագրական կապերը պարտադիր չէ, որ պահպանվեն նոր պայմաններում:**

Սա կարևոր շրջադարձ էր: Տնտեսությունն այլևս բավարար չէր ուսումնասիրել որպես մի ամբողջություն, որտեղ գնաճը, արտադրանքը և սպառումը պարզապես կապված են որոշ հավասարումներով: Անհրաժեշտ էր հասկանալ, թե ինչ որոշումներ են կայացնում այդ ցուցանիշների հետևում կանգնած միլիոնավոր մարդիկ և ընկերությունները:

Ռոբերտ Հոլ. ինչո՞ւ է սպառումը կախված ապագայից

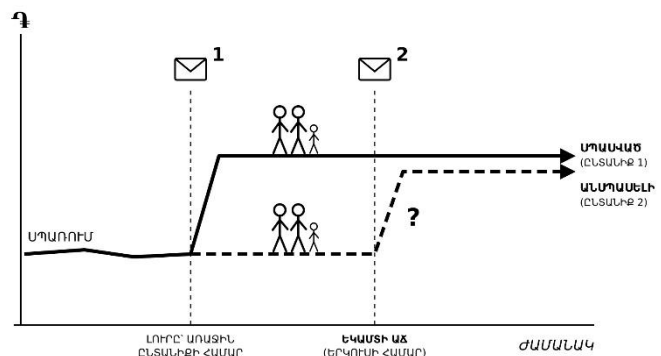
Տնային տնտեսությունների սպառումը տնտեսական ակտիվության կարևորագույն բաղադրիչներից է: Բայց ի՞նչն է իրականում որոշում, թե ընտանիքն այսօր որքան կծախսի:

Պատկերացնենք երկու ընտանիք, որոնց եկամուտն այս ամիս ավելացել է նույն չափով: Առաջին ընտանիքն արդեն ամիսներ շարունակ սպասում էր աշխատավարձի բարձրացմանը: Երկրորդի համար այդ աճը լիովին անսպասելի էր:

Արդյո՞ք երկու ընտանիքների սպառումը կավելանա նույն չափով:

Հոլի հետազոտության առանցքային գաղափարներից մեկն այն էր, որ մարդիկ սպառման վերաբերյալ որոշումներ են կայացնում՝ հաշվի առնելով ոչ միայն ընթացիկ, այլև ապագա եկամուտների վերաբերյալ իրենց սպասումները: Եթե ընտանիքն արդեն սպասում էր եկամտի բարձրացմանը, այն կարող էր նախապես փոփոխել իր սպառումը:

Իսկ անսպասելի և երկարաժամկետ եկամտային բարելավումը կարող է լրացուցիչ մեծացնել սպառումը հենց այն պահին, երբ ընտանիքը ստանում է նոր տեղեկությունը:



1978 թվականի իր հայտնի հետազոտությունում Հոլն այս գաղափարից բխեցրեց կարևոր ստուգելի հետևություն. որոշակի տեսական պայմանների դեպքում **սպառման փոփոխությունները պետք է պայմանավորված լինեն նոր տեղեկատվությամբ, ուստի դրանց կանխատեսումը նախապես հայտնի տեղեկություններով չպետք է հնարավոր լինի:**

Նրա նորարարությունը նաև հետազոտական մոտեցման մեջ էր: Ապագա եկամուտների վերաբերյալ սպասումները ուղղակիորեն չափելու փոխարեն նա առաջարկեց ստուգել՝ արդյոք սպառման փոփոխությունները կանխատեսելի են: Հոլի հետազոտության արդյունքները հիմնականում հաստատեցին այս վարկածը՝ միաժամանակ հիմք ստեղծելով հետագա բազմաթիվ հետազոտությունների համար:

Ինչո՞ւ բոլոր ընտանիքները նույն կերպ չեն արձագանքում

Իհարկե, ոչ բոլոր տնային տնտեսություններն են հնարավորություն ունենում սպառումը հավասարաչափ բաշխել ժամանակի ընթացքում: Որոշ ընտանիքներ կարող են խնայել կամ վարկ վերցնել՝ իրենց սպառումը հարմարեցնելով ապագա եկամուտներին: Մյուսները չունեն բավարար խնայողություններ կամ վարկավորման հասանելիություն, ինչի պատճառով նրանց սպառումը մեծապես կախված է հենց այսօրվա եկամտից: Վերջիններիս հաճախ անվանում են *hand-to-mouth*՝ «օրվա եկամտով ապրող» տնային տնտեսություններ:

1982 թվականին Հոլն ու Ֆրեդերիկ Միշկինը, օգտագործելով տնային տնտեսությունների միկրոտվյալներ, գնահատեցին սպառողական վարքագծի այս տարբերությունները: Նրանց ուսումնասիրված ընտանիքների շուրջ 80%-ի վարքագիծը համահունչ էր ապագային միտված սպառման տեսությանը, մինչդեռ մնացած մասի սպառումն ավելի զգայուն էր ընթացիկ եկամտի նկատմամբ:

Այս տարբերությունն ունի անմիջական նշանակություն տնտեսական քաղաքականության համար: Օրինակ, եթե կառավարությունը ժամանակավոր դրամական աջակցություն տրամադրի ընտանիքներին, ընթացիկ եկամտից կախված տնային տնտեսությունները կարող են ստացված գումարի մեծ մասն անմիջապես ծախսել: Մինչդեռ խնայողություններ ունեցող և ապագային միտված ընտանիքները կարող են դրա մի մասը խնայել՝ հատկապես եթե աջակցությունը ժամանակավոր է: Հետևաբար, նույն ծավալի հարկաբյուջետային միջոցառման ազդեցությունը ընդհանուր սպառման վրա կախված է նաև նրանից, թե ովքեր են ստանում այդ աջակցությունը:

Տարբեր երկրներում և ժամանակաշրջաններում «օրվա եկամտով ապրող» և ապագա եկամուտները հաշվի առնող ընտանիքների մասնաբաժինները տարբեր են: Այդ մասնաբաժինների գնահատումն օգնում է մակրոտնտեսական մոդելներում ավելի ճշգրիտ արտացոլել, թե ինչպես են ընտանիքներն արձագանքում տնտեսական քաղաքականությանը:

Մայքլ Վուդֆորդ. ե՞րբ խթանել և ե՞րբ զսպել տնտեսությունը

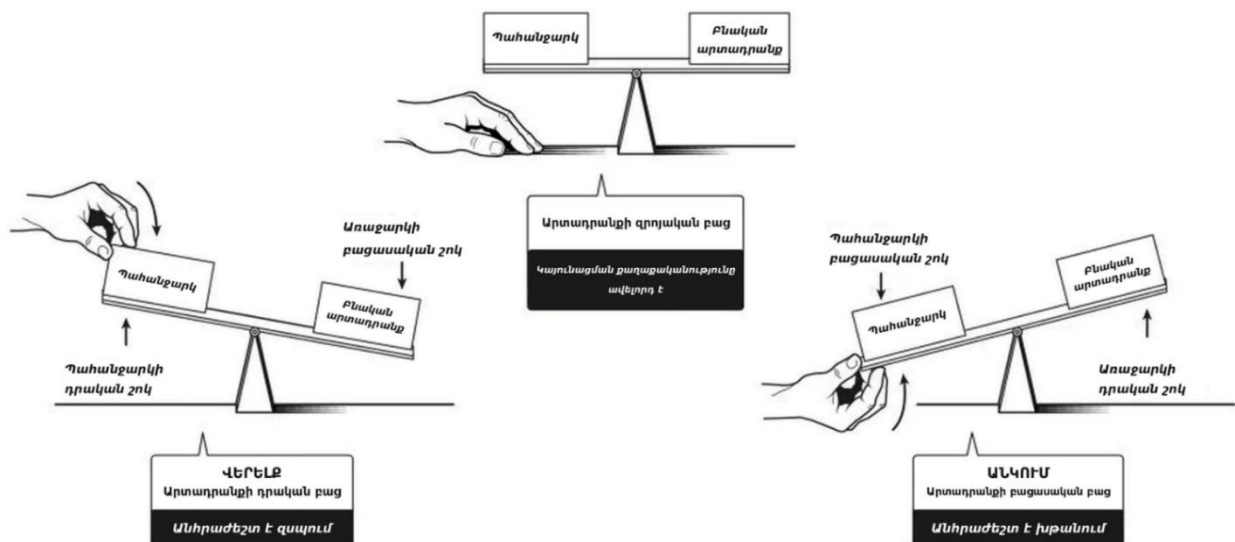
Վուդֆորդն իր 2003 թվականի *Interest and Prices* գրքում ներկայացրեց միկրոտնտեսական հիմքերի վրա կառուցված ամբողջական նոր քեյնսյան մոդել՝ ամփոփելով ինչպես իր, այնպես էլ այլ տնտեսագետների նախորդ հետազոտությունների արդյունքները: Երեք հիմնական հավասարումներից բաղկացած այդ մոդելը դարձավ հետագայում զարգացած նոր քեյնսյան մոդելների ելակետը: Այն թույլ է տալիս պատասխանել քաղաքականության մշակման համար առանցքային հարցերի. ի՞նչ ազդեցություն կունենա տոկոսադրույքի իջեցումը տնտեսական ակտիվության և գնաճի վրա, կամ որքանո՞վ պետք է բարձրացնել տոկոսադրույքը՝ գնաճը կայունացնելու համար:

Մոդելում սպառումը՝ պահանջարկի ամենամեծ բաղադրիչը, կախված է ապագա եկամուտների սպասումներից (Հոլի արդյունքը) և տոկոսադրույքից: Երբ կենտրոնական բանկն իջեցնում է տոկոսադրույքը, խնայողությունը դառնում է համեմատաբար պակաս գրավիչ, իսկ այսօրվա սպառումը՝ ավելի գրավիչ: Տոկոսադրույքի բարձրացումը գործում է

հակառակ ուղղությամբ: Վուդֆորդը ցույց տվեց, թե ինչպես կարող է կենտրոնական բանկը տոկոսադրույքի միջոցով խթանել կամ զսպել տնտեսական ակտիվությունը՝ առանց շրջանառության մեջ գտնվող փողի քանակն ուղղակիորեն կառավարելու անհրաժեշտության:

Գնաճը ձևավորվում է ձեռնարկությունների գնային որոշումներից. քանի որ գները փոխելը ծախսատար է, դրանք «կոշտ» են (sticky prices), իսկ գները փոխելիս ձեռնարկությունները հաշվի են առնում ոչ միայն ընթացիկ ծախսերն ու պահանջարկը, այլև դրանց ապագա փոփոխությունների վերաբերյալ սպասումները: Սա նշանակում է, որ գնաճի վրա ազդում են նաև ապագա տոկոսադրույքների վերաբերյալ սպասումները: Եթե տնային տնտեսություններն ու ձեռնարկությունները վստահում են կենտրոնական բանկի հայտարարություններին և քաղաքականությանը, ապա այդ հայտարարությունները կարող են ազդել նրանց այսօրվա որոշումների վրա: **Հենց այդ պատճառով կենտրոնական բանկի վստահելիությունը, թափանցիկությունն ու հաղորդակցությունը դառնում են դրամավարկային քաղաքականության կարևոր գործիքներ:**

Գնաճի երկրորդ կարևոր գործոնը արտադրանքի բացն է (output gap)՝ փաստացի և բնական արտադրանքի տարբերությունը: Բնական արտադրանքն (natural output) այն մակարդակն է, որը տնտեսությունը կարտադրեր, եթե գները լիովին ճկուն լինեին: Դրական բացը նշանակում է, որ պահանջարկը գերազանցում է այդ մակարդակին համապատասխանող առաջարկը՝ ստեղծելով գնաճային ճնշումներ, իսկ բացասական բացը նշանակում է, որ պահանջարկը թույլ է, և գնաճային ճնշումները նվազում են: Կայունացման քաղաքականության խնդիրն է մեղմել այդ անհավասարակշռությունները՝ արտադրանքի բացը մոտեցնելով զրոյի:



Աղբյուրը՝ Johan Jarnestad/The Royal Swedish Academy of Sciences

Այս մոտեցման առավելությունը հատկապես տեսանելի է առաջարկի շուկերի դեպքում: Պատկերացնենք, որ էներգակիրների գների կտրուկ աճի հետևանքով տնտեսության արտադրական հնարավորությունները նվազում են: Թեև ընդհանուր արտադրանքը նույնպես կարող է կրճատվել, բնական արտադրանքը կարող է նվազել ավելի մեծ չափով: Այդ դեպքում արտադրանքի բացը դրական կլինի, և տնտեսությունում կարող են միաժամանակ դիտվել տնտեսական անկում ու բարձր գնաճ:

Նման իրավիճակում տնտեսությունը խթանելու ավանդական մոտեցումը կարող է ավելի խորացնել գնաճային ճնշումները: Վուդֆորդի մոդելը ցույց է տալիս, որ նույնիսկ տնտեսական ակտիվության նվազման պայմաններում կարող է անհրաժեշտ լինել զսպող դրամավարկային քաղաքականություն՝ տոկոսադրույքի բարձրացում: Այս տարբերակումը կարևոր է հասկանալու համար, թե ինչու առաջարկի և պահանջարկի շուկերը կարող են պահանջել քաղաքականության տարբեր արձագանքներ:

Ինչպե՞ս այս հետազոտությունները փոխեցին կենտրոնական բանկերի աշխատանքը

Հոլի և Վուդֆորդի աշխատանքների ազդեցությունը միայն ակադեմիական չէ: Այսօր կենտրոնական բանկերի կիրառած բազմաթիվ մակրոտնտեսական մոդելներ հիմնվում են նոր քեյնսյան մոտեցման վրա: Դրանք թույլ են տալիս միասնական շրջանակում վերլուծել տնային տնտեսությունների սպառումը, ընկերությունների գնային որոշումները, սպասումները և դրամավարկային քաղաքականության ազդեցությունը: Այդ մոդելների միջոցով հնարավոր է ուսումնասիրել տարբեր սցենարներ. օրինակ՝ ինչ տեղի կունենա գնաճի և տնտեսական ակտիվության հետ, եթե կենտրոնական բանկը տոկոսադրույքը բարձրացնի ավելի արագ, կամ եթե էներգակիրների գների աճը սպասվածից երկար տևի:

Միաժամանակ ոչ մի մոդել չի կարող ամբողջությամբ արտացոլել տնտեսության բարդությունը: Տնային տնտեսությունների վարքագիծը, ֆինանսական շուկաների առանձնահատկությունները և տնտեսական շուկերի բնույթը տարբեր են ըստ երկրների: Այդ պատճառով ժամանակակից մոդելները շարունակաբար զարգացվում և հարմարեցվում են կոնկրետ տնտեսությունների պայմաններին:

Հոլի և Վուդֆորդի հետազոտությունների գլխավոր ժառանգությունն այն է, որ մակրոտնտեսական քաղաքականության գնահատումը ավելի ամուր կապվեց մարդկանց և ձեռնարկությունների իրական որոշումների հետ: Նրանց գաղափարների հիման վրա զարգացած մոդելներն այսօր օգնում են կենտրոնական բանկերին և կառավարություններին ավելի լավ հասկանալ տնտեսական շուկերը, գնահատել քաղաքականության հնարավոր ազդեցությունները և կայացնել առավել հիմնավորված որոշումներ:

Հղումներ

- Hall, R. E. (1978). Stochastic Implications of the Life Cycle–Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence. *Journal of Political Economy*, 86(6), 971–987.
- Hall, R. E., & Mishkin, F. S. (1982). The Sensitivity of Consumption to Transitory Income: Estimates from Panel Data on Households. *Econometrica*, 50(2), 461–481.
- Lucas, R. E. (1976). Econometric Policy Evaluation: A Critique. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 1, 19–46.
- Woodford, M. (2003). *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton University Press.
- The Royal Swedish Academy of Sciences. (2026). Popular science background: Microfoundations deliver macro insights. NobelPrize.org.