

Բանալի բառեր՝

եկամտաբերության կոր, պարտատոմս, Նելսոն-Միդել, մոդել, սփոթ եկամտաբերություն:

Սփոթ եւ ֆորվարդ տոկոսադրույքները ֆինանսների հիմնարար հասկացություններից են եւ կիրառւում են ֆինանսական շուկայի մասնակիցների սպասումների գնահատման, պարտատոմսերի արժեքների հաշվարկման, դրանց շուկայական գների հետ համեմատականների իրականացման, տարբեր ներդրումային ծրագրերի գնահատման եւ այլ նպատակներով: Չնայած դրանց կիրառության լայն շրջանակին, սփոթ եւ ֆորվարդ տոկոսադրույքները տարբեր ժամկետայնությունների համար ուղղակիորեն դիտարկելի չեն ֆինանսական շուկայում, ուստի՝ անհրաժեշտություն է առաջանում դրանք գնահատել տվյալ շուկայում շրջանաժող պարտատոմսերի գներից եւ մինչեւ մարում եկամտաբերություններից:

Գնահատման համար մշակվել են տարբեր տնտեսամաթեմատիկական մեթոդներ կամ մոդելներ եւ պետք է նշել, որ դրանցից յուրաքանչյուրը որոշակի ենթադրությունների շնորհիվ եւ պարզեցված ձեւով ներկայացնում է տոկոսադրույքների միտումների առանձնահատկությունները: Այդ ենթադրությունները թույլ են տալիս բացահայտել տոկոսադրույքների միտումները պայմանավորող որոշ գործոններ, որոնք ըստ էության կիրառական են միայն որոշակի խնդիրների տեսանկյունից: Ուստի, կախված տնտեսամաթեմատիկական մեթոդի կամ մոդելի արդյունքների կիրառման նպատակից, յուրաքանչյուրն ունի իր առավելությունները եւ թերությունները:

Ուստի՝ պարզաբանման համար նշենք, որ մեթոդներից յուրաքանչյուրի արդյունքում կարող են ստացվել սփոթ եւ ֆորվարդ տոկոսադրույքների տարբեր մակարդակներ ու ժամանակային կառուցվածքներ, եւ ցանկացած մեթոդի ընտրություն կախված է դրա արդյունքների կիրառման նպատակից: Օրինակ, մի կողմից դրամավարկային քաղաքականության (ԴՎՁ) տեսանկյունից կարելի էր արժեքները եւ տոկոսադրույքների գնահատականների կիրառելիությունը գնահի եւ տոկոսադրույքների սպասումների մեկնաբանության առումով: Իսկ մյուս կողմից, տվյալների կիրառական առանձնահատկություններից ելնելով՝ մոդելավորվող եկամտաբերության կորը պետք է լինի անընդհատ եւ ածանցելի ֆունկցիա, քանի որ տեղի ունեցած շեղումները կառաջացնեն թափքներ ֆորվարդային տոկոսադրույքների համար³: Մեթոդի ընտրության կարելիությունը կայանում է նաեւ ժամանակի ընթացքում դրա փոփոխման խիստ անհրաժեշտության փոքր հավանականությամբ: Եվ միայն այս դեպքում է հնարավոր ունենալ տոկոսադրույքների համարելի պատմական տվյալների շարքեր, որոնք առանցքա-

յին են վերլուծությունների, տարբեր ներդրումային եւ տնտեսական քաղաքականությունների վերաբերող որոշումների կայացման համար: Հարկ է նշել նաեւ, որ եկամտաբերության կորի հաշվարկման մեթոդաբանության ընտրության հարցում կարելի էր օգտագործել նաեւ մոդելի կիրառման համար անհրաժեշտ տվյալների հասանելիությունը⁴: Պետք է նշել, որ տնտեսապես ու սոցիալապես զարգացող երկրներում, մի կողմից շուկայի իրացվելիության ցածր մակարդակը եւ մյուս կողմից շուկայական տվյալների գտման անհրաժեշտությունն ավելի են սրում այս խնդիրը:

Մասնագիտական գրականության մեջ եկամտաբերության կորի գնահատման մոդելները, կախված դրանց որոշակի ընդհանրական առանձնահատկություններից, պայմանականորեն ներկայացվում են ըստ խմբերի: Մոդելների առաջին խումբը ներկայացվում է որպես «Հավասարակշռության» մոդելներ (Equilibrium Term Structure Models), քանի որ դրանցում որոշակի սահմանափակումների ներքո ստացվում են պարտատոմսերի գների եւ տոկոսադրույքային օպցիոնների գների հավասարակշիռ մակարդակներ: «Հավասարակշռության» մոդելներում ենթադրվում է, որ տնտեսական հիմնարար ցուցանիշներն ազդեցություն ունեն տոկոսադրույքների միտումների վրա, եւ այդ միտումները նկարագրվում են նշված ցուցանիշների միջոցով: Այս խմբին պատկանող առավել հայտնի մոդելներից են Վասիլչեկի⁵ եւ Կոքս-Ինգեմտո-Ռոսի⁶ մոդելները: Ընդհանուր առմամբ՝ նրանք միագործոն մոդելներ են եւ ենթադրում են, որ տոկոսադրույքների միտումները պայմանավորված են որեւէ առանցքային ցուցանիշով: Վասիլչեկի եւ Կոքս-Ինգեմտո-Ռոսի մոդելներում այդ ցուցանիշն ակնթարթային տոկոսադրույքն է: Իսկ վերջինիս միտումների բացատրության նպատակով առանցքային ցուցանիշի վերաբերյալ իրականացվում են տնտեսական հիմնարարից բխող մի շարք ենթադրություններ: Այս խմբի մոդելները համեմատաբար պարզ են, քանի որ այս մոդելներն ունեն սահմանափակ քանակությամբ ազատ պարամետրեր: Սակայն գործոնների սահմանափակ լինելու արդյունքում գործնականում անհնար է դառնում եկամտաբերության կորը կառուցել այնպես, որ բացակայի ֆինանսական գործիքների՝ մոդելի տվյալներով հաշվարկված արժեքների եւ շուկայական գների միջեւ տարբերությունը⁷: Վերջինս գրականության մեջ նշվում է որպես «Հավասարակշռության» մոդելների թերություն⁸, իսկ վերջիններիս համահունչ՝ շուկայական գների տարբերության խնդիրը լուծվում է «Արբիտրաժի բացակայության սկզբունքով» (Arbitrage-Free Models) մոդելներում, որոնք հայտնի են երկրորդ խումբը համարվող մոդելներ: Այս խմբի մոդելները եկամտաբերության կորը կառուցում են որոշակի պատահական գործընթացով այնպես, որ մոդելի արդյունքում ստացված տոկոսադրույքներով հաշվարկված ֆինանսական գործիքների արժեքները չեն տարբերվում շուկայական գներից: Այս մոդելներն իրականում չեն փորձում բացատրել եկամտաբերության կորը, որին համահունչ տրա-

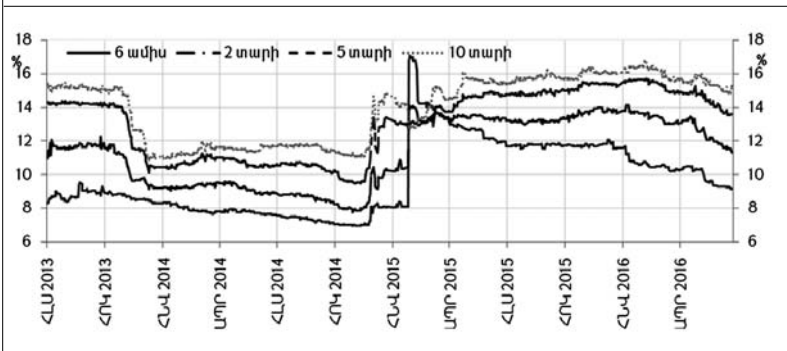
ՀՏԴ 330.4

ՆԵԼՍՈՆ-ՄԻԳԵԼԻ ՄՈԴԵԼԻ ԿԻՐԱՌՄԱՆ ԱՌԱՆՁՆԱՀԱՏԿՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ ՀՀ-ՈՒՄ

Վահագն
ՄԵԼԻԲ-ՓԱՐՍԱԴԴԱՆՅԱՆ
CFA

Գծապատկեր 1.

ՀՀ պետական պարտատոմսերի սփոթ տոկոսադրույթների միտումները՝ ըստ 2013-2016թթ.



Սփոթ տոկոսադրույթների տատանողականությունը		Աղյուսակ 1.			
	6 ամիս	2 ամիս	5 ամիս	10 ամիս	
Ստանդարտ շեղում	2.17	2.02	1.98	1.93	
Միջին	9.77	11.39	13.10	14.01	
Ստանդարտ Շեղում/Միջին	0.22	0.18	0.15	0.14	

Սփոթ տոկոսադրույթների կորեյացիոն մատրիցը		Աղյուսակ 2.			
	6 ամիս	2 տարի	5 տարի	10տարի	
6 ամիս	1				
2 տարի	0.89	1			
5 տարի	0.71	0.95	1		
10 տարի	0.65	0.90	0.99	1	

մարդկած և ստացված արդյունքները պահային են և հնարավորություն չեն տալիս իրականացնել վիճակագրական վերլուծություններ ժամանակի մեջ: Այդ իսկ պատճառով էլ երբեմն նրանց անվանում են նաև «Մասնակի հավասարակշռության մոդելներ»: Առավել հայտնի են Հիթ-Ջարրոու-Մորտոնի⁹, Հալ-Վայթի¹⁰ և Հո-Լի¹¹ մոդելները:

Եկամտաբերության կորի կանխատեսման և իրավիճակային վերլուծությունների համար հիմնականում կիրառվում են երրորդ խմբի՝ վիճակագրական, մոդելները: Այս մոդելների առաջին ենթախումբը, որոնք հանդես են գալիս որպես ոչ պարամետրական մոդելներ, եկամտաբերության կորի համար որոշակի ֆունկցիոնալ տեսք չեն ենթադրում և ընդհանուր առմամբ՝ իրականացնում են տվյալների հարթեցում (ֆունկցիոնալ համապատասխանեցում փաստացի տվյալների հետ), օրինակ՝ սփայլների կիրառմամբ: Վերջիններիս վրա հիմնված մոդելները եկամտաբերության կորի տարբեր հատվածները մոտարկում են բազմանդամի միջոցով, որի աստիճանի ավելացումը բարձրացնում է մոտարկման ճշտությունը, սակայն կորի ամբողջական տեսքն առանց կրիտիկական կետերի չի ստացվում: Եվ այս մեթոդի արդյունքում երկրներում է առաջանում կորի մոտարկման սխալի և կրիտիկական կետերի բացակայության միջև: Սփայլ մեթոդով մոտարկումն իրենց վերլուծություններում օգտագործել են Մքթալիչ¹², Շեան¹³:

Երկրորդ ենթախումբը, որ անվանվում են պարամետրական մոդելներ, եկամտաբերության կորը մոտարկում է որոշակի ֆունկցիայի միջոցով: Մոտարկման ֆունկցիան մինչև մարում եկամտաբերության կամ ֆորվորդային ֆունկցիան է, իսկ պարամետրերը գնահատվում են տեսական և դիտարկված գների կամ եկամտաբերությունների տարբերության քառակուսի-

ները նվազագույնի հասցնելով: Առավել հայտնի են Նելսոն-Սիգելի¹⁴ և Սվենսոնի մոդելները¹⁵: Անհրաժեշտ է նշել, որ Սվենսոնի մոդելը Նելսոն Սիգելի մոդելի զարգացված տարբերակն է, և երկու մոդելներն ունեն միեւնույն տրամաբանական կառուցվածքը:

Նելսոն-Սիգելի մոդելը ներկայացվել է 1987թ. Շարլզ Նելսոնի և Անդրյու Սիգելի կողմից: Նելսոն-Սիգելի մոդելի առավելություններից է նաև այն, որ այն հնարավորություն է տալիս տոկոսադրույթների ժամկետային կառուցվածքը նկարագրել ընդամենը չորս պարամետրերի օգնությամբ¹⁶, որոնք ունեն տնտեսագիտական մեկնաբանություն, ինչպես նաև այն թույլ է տալիս կանխատեսել կորի տեղաշարժը, ռիսկերի կառավարման նպատակով իրականացնել իրավիճակային վերլուծություններ: Նելսոն-Սիգելի մոդելը տրված ժամանակահատվածում հնարավորություն է տալիս գնահատել

կորի ուռուցիկության միայն մեկ փոփոխություն, իսկ Սվենսոնի մոդելը, օգտագործելով մուտքային տվյալների ավելի լայն շրջանակ և ավելացնելով պարամետրերի քանակը մինչև վեց, թույլ է տալիս գնահատել ուռուցիկության մինչև երկու փոփոխություն:

Դրամավարկային քաղաքականության (ԴՎՔ) համատեքստում վերլուծությունների իրականացման համար նախապատվությունը տրվում է կորերի կառուցման այս մոդելներին: Այդ մասին են վկայում իրականացված վերլուծություններն ու և միջազգային փորձը: Մասնավորապես՝ Շվեդիայի պետական պարտատոմսերի շուկայի համար իրականացված վերլուծության արդյունքում Դահլեյուստն ու Սվենսոնը եզրակացնում է, որ Լոնգստաֆ-Շվարցի մոդելի համեմատ Նելսոն-Սիգելի մոդելն ավելի շահեկան է վստահության միջակայքերի հաշվարկների, պարամետրերի կայունության և դրանց մեկնաբանության առումներով¹⁷:

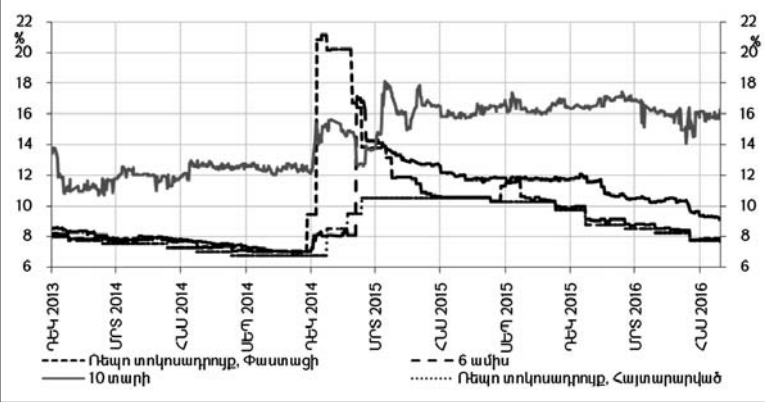
Միջազգային փորձի առումով հատկանշական է Միջազգային հաշվարկային բանկի (BIS) վերլուծությունը: Համաձայն այս վերլուծության, եկամտաբերության կորի կառուցման համար 2005թ. մի շարք երկրներ՝ Ֆինլանդիան, Իտալիան, Բելգիան, Ֆրանսիան, Գերմանիան, Իսպանիան, Նորվեգիան, Շվեյցարիան, Շվեդիան, օգտագործել են Նելսոն-Սիգելի կամ Սվենսոնի մոդելները¹⁸: Չարգացող երկրներում պարտատոմսերի երկրորդային շուկան որպես կանոն՝ բարձր իրացվելիություն չունի, ինչը նշանակում է, որ կորերի կառուցման համար կարող է դիտարկվել տվյալների սակավություն: Այդ առումով էլ Նելսոն-Սիգելի մոդելն ավելի շահեկան է Սվենսոնի մոդելի նկատմամբ¹⁹, քանի որ մոդելի գործարկման համար պահանջվող մուտքային տվյալների շրջանակը համեմատաբար նեղ է:

Հիմք ընդունելով վերոնշյալները, այսօր կարելի է **եկամտաբերության կորի կառուցումը ՀՀ-ում: Մասնավորապես՝ ՀՀ-ում պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության կորը** հաշվարկվում է կենտրոնական բանկի կողմից: ՀՀ դրամով պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության կորը, մինչ 2013թ. հուլիսի 9-ը, կառուցվում էր հետեյալ ձևով. ՀՀ կենտրոնական բանկն օգտագործում էր երկրորդային շուկայի փաստացի տվյալները (Նախորդ 14 օրյա ժամանակահատվածի համար), որոնք, գտվելով որոշակի չափանիշներով, արտապատկերվում էին կորի հատվածային առանցքների վրա՝ աբսիցսների առանցքի վրա վերցնելով դյուրացիան, իսկ օրդինատների առանցքի վրա՝ մինչև մարումը համապատասխան եկամտաբերությունները²⁰: Միաժամանակ՝ երկրորդային պասսիվ և ոչ իրացվելի շուկայի պայմաններում՝ կորի կառուցման այս մեթոդաբանությամբ դրա փոփոխությունները տեղի էին ունենում միայն այն դեպքում, երբ որեւէ գործարք էր իրականացվում այն հատվածում, որտեղ այդ գործարքն կատարվում էր: Այսինքն՝ կորն իրականում առաձգական չէր շուկայի տարբեր հատվածների զարգացումների նկատմամբ և չէր արտահայտում տնտեսության հիմնարարների միտումները, ինչը խնչընդոտում էր նաև ԴՎՔ փոխանցումային մեխանիզմը: Նման խնդիրներից խուսափելու նպատակով 2010 թվականին ՀՀ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության կորի կառուցման համար առաջարկվել է Նելսոն-Սիգելի մոդելը²¹:

2013թ. հուլիսից ՀՀ դրամով պետական պարտատոմսերի

ՀՀ ԿԲ ռեալ տոկոսադրույքի, կարճաժամկետ և երկարաժամկետ սփոթ տոկոսադրույքների միտումները՝ ըստ 2013-2016 թթ.

Գծապատկեր 2.



Եկամտաբերության կորեզը կառուցվում են Նելսոն-Սիգելի մոդելով²²: Կորի՝ մեկ տարուց ավելի հատվածի կառուցման համար օգտագործվում են երկրորդային շուկայի գործառնությունների և ուղենշային պարտատոմսերի բորսայական գնանշումների տվյալները, որոնց կիրառումը հնարավորություն է տալիս ունենալ անընդհատ, շուկայական մուտքային տվյալներ՝ անկախ երկրորդային շուկայի ակտիվության մակարդակից: Կորի միջև մեկ տարի հատվածի կառուցման համար օգտագործվում են բացառապես գեղչատոկոսային պարտատոմսերի երկրորդային և առաջնային շուկայի տվյալները (նախորդ 14 օրվա ընթացքում իրականացված): Չեղչատոկոսային պարտատոմսերի երկրորդային պասիվ շուկայի են դրանց գնանշումների բացակայության ընթացիկ պայմաններում առաջնային շուկայի տվյալների կիրառումը այլընտրանք չունի, որն իր բացասական ազդեցությունն է թողնում կորի կարճաժամկետ հատվածի՝ փոփոխություններին արձագանքման արագության վրա, և համեմատաբար ավելի երկար ժամանակ է պահանջում շուկայական միջավայրի փոփոխություններն արտահայտելու համար: Այնուամենայնիվ, Նելսոն-Սիգելի մոդելով հաշվարկված եկամտաբերության կորը տարբեր նպատակներով լայն կիրառություն ստացավ նաև շուկայի այլ մասնակիցների կողմից: Հատկանշական է, Վերակառուցման և Չարգացման Եվրոպական բանկի (EBRD) կողմից ՀՀ դրամով թողարկված լողացող արժեկտրոնով պարտատոմսերի համար կորի վեցամսյա մակարդակը, որպես հենքային տոկոսադրույքի կիրառումը (պայմանավորված համապատասխան չափանիշների բավարարող փողի շուկայի այլ տոկոսադրույքի բացակայությամբ²³):

Այժմ ներկայացնենք եկամտաբերության կորի միտումները ՀՀ-ում: Այսպես, 2013թ. հուլիսից մինչ 2016թ. հուլիս ժամանակահատվածում արձանագրված տվյալների համաձայն, ՀՀ դրամով թողարկված պետական պարտատոմսերի Նելսոն-Սիգելի մոդելով կառուցված սփոթ տոկոսադրույքներն արձանագրել են հետևյալ զարգացումները²⁴.

- Երբ կարճաժամկետ տոկոսադրույքները ցածր են, ապա եկամտաբերության կորն ունի աճող տեսք, իսկ երբ կարճաժամկետ տոկոսադրույքները բարձր են, ապա եկամտաբերության կորն ունի նվազող տեսք: Սփոթ կորը գրեթե միշտ ունի աճող տեսք (տես գծապատկեր 1):

- Տոկոսադրույքները տատանողական են, ընդ որում՝ կարճաժամկետներն ավելի տատանողական են, քան երկարաժամկետ տոկոսադրույքները (տես՝ աղյուսակ 1):

- Տարբեր ժամկետայնությամբ սփոթ տոկոսադրույքները ժամանակի ընթացքում փոփոխվում են միեւնույն ուղղությամբ: Տոկոսադրույքների միջև դրական կորելյացիան նվազում է՝ կախված ժամկետայնությունների տարբերությունից: Եվ որքան մեծ է ժամկետայնությունների տարբերությունը, այնքան փոքր է կորելյացիան (տես՝ աղյուսակ 2):

Ներկայացված դիտարկումները համահունչ են մասնագիտական գրականության մեջ նկարագրված սփոթ տոկոսադրույքների միտումներին հետ²⁵:

Կարելի էրելով դրամավարկային քաղաքականությունը (ԴՎԸ), ներկայացնենք ՀՀ-ում դրա ազդեցությունը սփոթ տոկոսադրույքների վրա:

Հայտնի է, որ ավանդական ԴՎԸ-ը համեմատաբար ավելի շատ ազդեցություն ունի կարճաժամկետ, քան երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա²⁶: Խթանող ԴՎԸ-ը նվազեցնում է տոկոսադրույքները, իսկ զսպող ԴՎԸ-ը՝ բարձրացնում: Չնայած նպատակադրման ռազմավարության պարագայում ՀՀ ԿԲ ԴՎԸ կողմից հիմնական վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքի նվազեցումը հանգեցնում է եկամտաբերության կորի կարճաժամկետ հատվածի նվազմանը: Երկարաժամկետ հատվածի վրա ԴՎԸ ազդեցությունը կարող ենք դիտարկել երկու նկատառումներով. նախ, խթանող ԴՎԸ իրականացումը նվազեցնում է կարճաժամկետ տոկոսադրույքները, բարձրացնում իրացվելիության մակարդակը, որն, այլ հավասար պայմաններում, որոշակի լազով նվազեցնում է նաև երկարաժամկետ տոկոսադրույքները²⁷: Երկրորդ, խթանող ԴՎԸ-ը կարող է իրականացվել նաև կառուցվածքային գործիքների կիրառմամբ՝ պարտատոմսերի շուկայական ուղղակի աջակցությամբ, որի պարագայում երկարաժամկետ տոկոսադրույքները նվազում են: ՀՀ-ում նույնպես դիտարկվում է ԴՎԸ կարճաժամկետ տոկոսադրույքների վրա ավելի մեծ ազդեցություն քան երկարաժամկետ տոկոսադրույքների վրա (տես՝ գծապատկեր 2)²⁸:

Գծապատկեր 2-ում տվյալները ներկայացվում են 2013թ. դեկտեմբերից մինչև 2016թ. հուլիս ընկած ժամանակահատվածի համար: Մինչև 2014թ. դեկտեմբեր ամիսը, եւ սկսած 2015թ. մարտ ամսից՝ կարճաժամկետ տոկոսադրույքները որոշակի սարեղով փոփոխվում են ՀՀ ԿԲ կողմից իրականացված ռեալ գործառնությունների փաստացի տոկոսադրույքի հետ: Մինչդեռ երկարաժամկետ տոկոսադրույքների մասին նույնը պնդել հնարավոր չէ:

2014թ. դեկտեմբերից 2015թ. մարտն ընկած ժամանակահատվածում դիտարկվում են այլ միտումներ: Այսպես, ՀՀ ԿԲ ռեալ փաստացի տոկոսադրույքի կտրուկ աճին կարճաժամկետ տոկոսադրույքներն արձագանքում են ավելի քան մեկ ամիս լազով, այն դեպքում, երբ երկարաժամկետ տոկոսադրույքների արձագանքը լազ չունի:

Որպես կանոն՝ ՀՀ կենտրոնական բանկի ռեալ տոկոսադրույքի կտրուկ փոփոխություններ տեղի են ունենում ֆինանսատնտեսական չսպասված զարգացումների դեպքում: Կենտրոնական բանկի կտրուկ արձագանքը նպատակաւորված է շուկայում ձեռնարկված անորոշությունների նվազեցմանը և գնաճային սպասումների ամրապնդմանը: Մինչդեռ անորոշությունների ժամանակ ֆինանսական շուկայում որպես կանոն՝ դիտարկվում է իրացվելիության նվազում, ինչը տվյալ դեպքում նշանակում է պարտատոմսերի երկրորդային շուկայում գործառնությունների կտրուկ անկում: Այսպես, 2014թ. հունվարից ներառյալ դեկտեմբերը, երկրորդային շուկայում գեղչատոկոսային պարտատոմսերով իրականացվել են մոտ 6 մլրդ դրամ համախառն անվանական ծավալով գործառնություններ, իսկ արժեկտրոնային պարտատոմսերով՝ մոտ 113 մլրդ դրամ, մինչդեռ 2014թ. դեկտեմբերից 2015թ. փետրվար ժամանակահատվածում գեղչատոկոսային պարտատոմսերով ընդհանրապես՝ գործառնություններ չեն իրականացվել, իսկ արժեկտրոնային պարտատոմսերով իրականացվել են մոտ 34 մլրդ դրամ համախառն անվանական ծավալով գործառնություններ²⁹: Նշված ժամանակահատվածում գեղչատոկոսային պարտատոմսերի առաջնային տեղաբաշխումներ նույնպես չեն եղել: Թերեւս, պատճառը՝ մուտքային տվյալների խնդիրն է եւ ոչ մոդելի թերությունը, որ կարճաժամկետ տոկոսադրույքները չեն արտահայտել տեղի ունեցող փոփոխությունները, քանի որ եկամտաբերության կորի կառուցման ընթացիկ մեթոդաբանությամբ՝ կորի կարճաժամկետ հատվածի կառուցումը հիմնվում է երկրորդային և առաջնային շուկաներից ստացվող տեղեկատվության վրա: Երկրորդային շուկայում իրացվելիության անկման պատճառով եկամտաբերության կորի կառուցման համար օգտագործվող մուտքային տվյալները տարբեր ձևով են իրենց մեջ ներառել դիտարկված զարգացումները: Երկարաժամկետ պարտատոմսերի դեպ-

ընդ բորսայական գնանշումների և երկրորդային շուկայում գործառնությունների առկայությունը արտացոլել է տոկոսադրույթների փոփոխությունները, մինչդեռ կարճաժամկետ հատվածի համար, գնանշումների և երկրորդային շուկայում գործառնությունների բացակայությունը ընթացիկ մեթոդաբանությամբ կառուցվող կորի մեջ չեն արտացոլել տեղի ունեցող զարգացումները: Ուստի՝ եկամտաբերության կորի տվյալներն ավելի արդյունավետ դարձնելու համար անհրաժեշտ է բարձրացնել շուկայի իրացվելիությունը: Մյուս կողմից, կարճաժամկետ հատվածի նշված խնդիրների լուծման համար անհրաժեշտ է մեծացնել թողարկվող պարտատոմսերի ծավալը և ապահովել բորսայական գնանշումների մեխանիզմ:

Ներկայացվել է 26.09.2016թ.
Ընդունվել է տպագրության 31.10.2016թ.

1. David Bolder and David Streliski, *Yield Curve Modeling at the Bank of Canada, Technical Report N84, February 1999*
2. CFA Program Curriculum, 2015, *Alternative Asset Valuation and Fixed Income, Level 2, Volume 5*
3. Tuckman B., *Fixed Income Securities, 2-nd edition, Willy Finance, 2002, pp. 53-86*
4. David Bolder and David Streliski, *Yield Curve Modeling at the Bank of Canada, Technical Report N84, February 1999*
5. Vasicek O. (1977), *An Equilibrium Characterization of the Term Structure, Journal of Financial Economics, 177-188*
6. Cox J., Ingersoll J., & Ross S. (1985), *A Theory of the Term Structure of Interest Rates, Econometrica, 385-407*
7. CFA Program Curriculum, 2015, *Alternative Asset Valuation and Fixed Income, Level 2, Volume 5*
8. Gary S. Shea, *Pitfalls in Smoothing Interest Rate Term Structure Data: Equilibrium Models and Spline Approximations, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.19, N3 Sep., 1984, pp. 253-269*
9. Heath D., Jarrow R., & Morton A. (1992), *Bond Pricing and the Term Structure of Interest Rates: A New Methodology for Contingent Claim Valuation, Econometrica, 77-105*
10. Hull J., & White A. (1990), *Pricing Interest-Rate-Derivative Securities. The Review of Financial Studies, 574-592*
11. Thomas S.Y.Ho, Sang-Bin Lee, *Term Structure Movements and Pricing Interest Rate Contingent Claims, Journal of Finance, Volume 41, Issue 5(Dec., 1986), 1011-1029*
12. McCulloch J. (1971), *Measuring the term structure of interest rates. The Journal of Business, 19-31*
13. Shea G., *Interest rate term Structure Estimation with Exponential Splines: A Note., Journal of Finance 40 (March 1985) 319-25*
14. Charles R. Nelson, Andrew F. Siegel, *Parsimonious Modeling of Yield Curves, The Journal of Business, Volume 60, Issue 4 (Oct., 1987), pp. 476-489*
15. Lars E.O. Svensson, *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates, IMF WP/94/114, September 1994*
16. Եկամտաբերության կորի կանխատեսման ռիսկերի կառավարման գործընթացներում իրատեսական սցենարների մշակումը այս դեպքում ենթադրում է 4 գործոնների մոդելավորում, մինչդեռ տարբեր ժամկետայնությունների տոկոսադրույթների առանձին մոդելավորումը կպահանջեր կորի երկայնքով առանցքային ժամկետայնությունների քանակին համապատասխան (մոտ 14) վիճակագրական մոդելի ընտրություն:
17. Magnus Dahlquist, Lars O. Svensson, *Estimating the Term Structure of Interest Rates for Monetary Policy Analysis, The Scandinavian Journal of Economics, Vol.98, No.2, Jun., 1996, pp. 163-183*
18. *Zero-coupon yield curves: technical documentation, BIS papers, No 25, October 2005*
19. Օրինակ, Ռուսաստանի համար եկամտաբերության կորը նույնպես գնահատվում է Նելսոն-Սիգելի մոդելով, (աղբյուրը՝ Bloomberg):
20. ՀՀ ԿԲ Նախագահի Հրաման N481, 23 օգոստոսի 2001թ., Եկամտաբերության կորի կառուցման և հրապարակման վերաբերյալ, <https://www.cba.am/AM/panalyticalmaterialsresearches/metodika.pdf>
21. E. Վարդույան, Վ. Սելիք-Փարսադանյան, *Եկամտաբերության կորի կառուցումը Նելսոն-Սիգելի մոդելով, Հայաստան, Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա, ISSN 1829-0787, #1-2 (115-116), Հունվար-Փետրվար 2010, էջ. 79-80, http://fineco.am/pdfs/Edmond_Vardumyan_Vahagn_Melik_Parsadanyan.pdf*
22. ՀՀ ԿԲ Նախագահի Որոշում N1/467Ա, 7 հունիսի 2013թ., Հայաստանի Հանրապետության պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության կորերի կառուցման կարգի վերաբերյալ, <https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/karger/Yield%20Curve.pdf>

23. Վ. Սելիք-Փարսադանյան, Ա. Գրիգորյան, Փողի շուկայի հենքային տոկոսադրույթների առանձնահատկությունները, Հայաստան, Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա, ISSN 1829-3689, #7-8(115-116), Օգոստոս 2014, էջ. 34-37, http://www.fineco.am/pdfs/Vahagn_Melik_Parsadanyan_Arsen_Grigoryan.pdf
24. Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, <https://www.cba.am/am/SitePages/fmofinancialmarkets.aspx>
25. Mishkin F., 2004, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, 7th edition, և Martellini, L., et al., 2003, Fixed-Income Securities: Valuation, Risk Management and Portfolio Strategies*
26. CFA Program Curriculum, 2012, *Capital Markets Expectations, Market Valuation, and Asset Allocation, Level 3, Volume 3*
27. Պանակային սպասումների ձևավորումը կարող է նաև բարձրացնել երկարաժամկետ տոկոսադրույթները:
28. Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ, <https://www.cba.am/am/SitePages/fmoopenmarketoperations.aspx>
29. Աղբյուրը՝ ՀՀ ԿԲ

Օգտագործված գրականություն

1. David Bolder and David Streliski, *Yield Curve Modeling at the Bank of Canada, Technical Report N84, February 1999*
2. CFA Program Curriculum, 2015, *Alternative Asset Valuation and Fixed Income, Level 2, Volume 5*
3. James M. Stealy, *Testing term structure estimation methods: Evidence from the UK STRIPs market, Aston University, Birmingham, B4 7ET, UK*
4. Gary S. Shea, *Pitfalls in Smoothing Interest Rate Term Structure Data: Equilibrium Models and Spline Approximations, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol.19, N3 Sep., 1984, pp. 253-269*
5. Magnus Dahlquist, Lars O. Svensson, *Estimating the Term Structure of Interest Rates for Monetary Policy Analysis, The Scandinavian Journal of Economics, Vol.98, N2, Jun., 1996, pp. 163-183*
6. Էդմոնդ Վարդույան, Վահագն Սելիք-Փարսադանյան, Եկամտաբերության կորի կառուցումը Նելսոն-Սիգելի մոդելով, Հայաստան, Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա, ISSN 1829-0787, #1-2 (115-116), Հունվար-Փետրվար 2010, էջ. 79-80, http://fineco.am/pdfs/Edmond_Vardumyan_Vahagn_Melik_Parsadanyan.pdf
7. Վահագն Սելիք-Փարսադանյան, Արսեն Գրիգորյան, Փողի շուկայի հենքային տոկոսադրույթների առանձնահատկությունները, Հայաստան, Ֆինանսներ և Էկոնոմիկա, ISSN 1829-3689, #7-8 (115-116), Օգոստոս 2014, էջ. 34-37, http://www.fineco.am/pdfs/Vahagn_Melik_Parsadanyan_Arsen_Grigoryan.pdf
8. ՀՀ ԿԲ Նախագահի հրաման N481, 23 օգոստոսի 2001թ., Եկամտաբերության կորի կառուցման և հրապարակման վերաբերյալ, <https://www.cba.am/AM/panalyticalmaterialsresearches/metodika.pdf>
9. ՀՀ ԿԲ Նախագահի որոշում N1/467Ա, 7 հունիսի 2013թ., Հայաստանի Հանրապետության պետական պարտատոմսերի եկամտաբերության կորերի կառուցման կարգի վերաբերյալ, <https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/karger/Yield%20Curve.pdf>
10. Mishkin F., 2004, *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets, 7th edition*
11. Martellini L., et al., 2003, *Fixed-Income Securities: Valuation, Risk Management and Portfolio Strategies*
12. CFA Program Curriculum, 2012, *Capital Markets Expectations, Market Valuation, and Asset Allocation, Level 3, Volume 3*