

**ԳՐԱՎԻ ՉԱՓԱՆԻՇՆԵՐԻ ԿԻՐԱՌՄԱՆ
ԱՌԱՆՁՆԱՀԱՏԿՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԸ ԿԵՆՏՐՈՆԱԿԱՆ ԲԱՆԿԵՐԻ
ԳՈՐԾԱՌՆՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐՈՒՄ**

ԱՄԱՍՅԱ ՂԱԶԱՐՅԱՆ

Հոդվածի նպատակն է բացահայտել և վերլուծել կենտրոնական բանկերի գործառնություններում կիրառվող գրավի չափանիշները՝ ըստ կենտրոնական բանկերի տարբեր նպատակների: Գրավի չափանիշների կարևորությունը ընդգծվում է կենտրոնական բանկերի հաշվեկշռի անվտանգության և ռիսկերի կառավարման համատեքստում, ինչը կենտրոնական բանկերի նկատմամբ վստահության ձևավորման, ամրապնդման և զարգացման կարևոր նախադրյալներից է: Հոդվածում ուսումնասիրվել են գրականության մեջ հայտնի երեք հիմնական գործառնությունների՝ վերջին ատյանի շուկա ստեղծողի, դրամավարկային քաղաքականություն իրականացնողի և վերջին ատյանի վարկատուի գործառնությունների շրջանակներում գրավի չափանիշների կիրառման առանձնահատկությունները: Մասնավորապես դիտարկվել են գրավի չափանիշների երեք խմբեր՝ մասնակիցների չափանիշ, արժեթղթերի՝ ըստ որակի և ըստ քանակի չափանիշներ, որոնց վերլուծությամբ բացահայտվել են չափանիշների կիրառման հարաբերական տարբերությունները՝ պայմանավորված կենտրոնական բանկերի գործառնություններով և տնտեսական իրավիճակներով: Բացի վերոգրյալից՝ ուսումնասիրվել են նաև գրավի չափանիշների փոփոխության ազդեցության մեխանիզմները, ինչպես նաև ներկայացվել են համապատասխան գրականության մեջ հայտնի էմպիրիկ գնահատականներ գրավի չափանիշների ազդեցության վերաբերյալ: Արվել է եզրահանգում, որ գրավի չափանիշների տարբերակումը ըստ կենտրոնական բանկերի իրականացրած գործառնությունների շրջանակի այլ հավասար պայմաններում հնարավորություն է տալիս խուսափելու կենտրոնական բանկերի հաշվեկշռից լրացուցիչ ռիսկերի կուտակումից, ինչպես նաև ստեղծում է նախադրյալներ դրամավարկային և մակրոպրոդեկցիալ քաղաքականությունների արդյունավետությունը բարձրացնելու համար:

Բանալի բառեր - գրավի չափանիշ, ռեպո, կենտրոնական բանկ, դրամավարկային քաղաքականության իրականացում, արժեթղթեր, մակրոպրոդեկցիալ քաղաքականություն, հասանելիության պրեմիա

Ներածություն

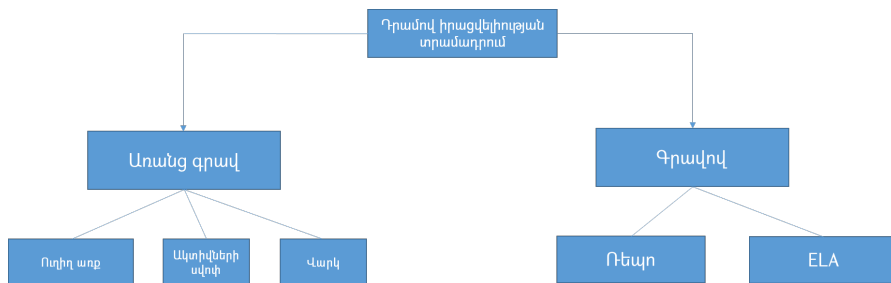
Ներկայումս կենտրոնական բանկերը գնաճի նպատակադրման պարագայում որպես գործառնական նպատակ ընդունում են կարճա-

Ժամկետ շուկայական տոկոսադրույքները, որոնք ԿԲ կողմից կառավարվում են դրամավարկային քաղաքականության (ԴՎՔ) իրականացման գործիքների միջոցով¹: Գրականության մեջ որպես ԿԲ ԴՎՔ իրականացման ստանդարտ գործիքներ ընդունված է համարել պարտադիր պահուստավորումը, մշտական հնարավորության գործիքները (լումբարդային ռեպո գործիք և/կամ ավանդների ներգրավման գործիք)² և բաց շուկայական գործառնությունները: Նշված գործիքները ԴՎՔ իրականացման համատեքստում նախատեսված են միջբանկային շուկայում իրացվելիության³ առաջարկի/պահանջարկի կառավարման համար, ինչի արդյունքում միջբանկային շուկայի միջոցների գինը՝ կարճաժամկետ տոկոսադրույքը, այլ հավասար պայմաններում ձգտում է գործառնական նպատակի ցուցանիշին՝ վերաֆինանսավորման տոկոսադրույքին:

Եթե դիտարկենք կենտրոնական բանկերի կողմից կիրառվող իրացվելիության տրամադրման գործընթացը, ապա այն հնարավոր է իրականացնել երկու տարբերակով՝ գրավով և առանց գրավի ներառման (տե՛ս գծապատկեր 1):

Գծապատկեր 1

ԿԲ կողմից դրամով իրացվելիության տրամադրումը



Առանց գրավի ներգրավման իրացվելիություն տրամադրվում է ուղիղ առքի, ակտիվների սվոփի և անգրավ վարկերի միջոցով: Ուղիղ առքի պարագայում տեղի է ունենում ակտիվների առք, որը առավել հայտնի է Quantitative easing-ի կիրառման ժամանակ և նպատակ ունի ուղղակիորեն ազդելու եկամտաբերության կորի վրա: Ակտիվների սվոփի⁴ ժամանակ կենտրոնական բանկը տրամադրում է ավելի իրաց-

¹ Տե՛ս ECB (European Central Bank). “The Operational Target of Monetary Policy and the Rise and Fall of Reserve Position Doctrine.” 2004:

² Երկու մշտական հնարավորության գործիքների առկայությամբ համակարգերը ընդունված է անվանել միջանցքով համակարգեր, մինչդեռ գոյություն ունի նաև մեկ գործիքով տարբերակը, օրինակ՝ ԱՄՆ դաշնային պահուստների համակարգը:

³ Իրացվելիությունը սահմանվում է որպես կենտրոնական բանկի ոչ պետական հատվածի կողմից տնօրինվող տեղական արժույթով անտոկոս պարտավորություններ (տե՛ս **Gray, Simon**. “Liquidity Forecasting.” *Centre for Central Banking Studies publication*, *Bank of England*. 2008): Սույն աշխատանքում իրացվելիությունը դիտարկվում է նեղ առումով՝ առանց կանխիկի, միայն առևտրային բանկերի թղթակցային հաշիվները ԿԲ-ում:

⁴ Ակտիվների սվոփը դիտարկվում է պարզ տեսքով՝ առանց գրավի ներառման, թեև սվոփ գործառնությունները կարող են նաև գրավ պարունակել (տե՛ս ISDA (International Swaps and Derivatives Association). *Credit Support Annex*. 1994):

վելի ակտիվներ՝ պակաս իրացվելիների փոխարեն, օրինակ՝ Անգլիայի բանկի Special Liquidity Scheme գործիքը⁵:

Եթե ակտիվների սվոփի և ակտիվների ուղիղ առքի ժամանակ տրամադրվող իրացվելիությունը ուղղակիորեն կապված է ակտիվի որակի և արժեքի հետ, ապա անգրավ վարկի պարագայում տրամադրվող իրացվելիության պայմանները պետք է արտահայտեն ռիսկայնության համար հավելյալ պրեմիան: Քանի որ ֆինանսական համակարգը բաղկացած է անհամասեռ վարկային որակ ունեցող մասնակիցներից, անգրավ վարկավորման պարագայում տարբեր բանկերի իրացվելիություն տրամադրելու պայմանները կտարբերվեն, ինչը կարող է խաթարել միջբանկային շուկայում իրացվելիության գնագոյացման մեխանիզմը և գործառնական միասնական նպատակի տրամաբանությունը: Ավելին՝ կենտրոնական բանկերի կողմից իրացվելիության տրամադրման սահմանափակումները, որոնք կարող են պայմանավորված լինել սուբյեկտի վարկունակությամբ, կարող են ազդել վերջինիս կողմից ֆինանսական շուկայից միջոցների ներգրավման հնարավորությունների վրա⁶, և վերջին հաշվով, այդ ազդեցությունը կարող է տարածվել ֆինանսական համակարգի կայունության վրա: Մյուս կողմից՝ կենտրոնական բանկերը անգրավ վարկավորման պարագայում կարող են իրացվելիության պայմանները չտարբերակել և լրացուցիչ ռիսկերը վերցնել իրենց հաշվեկշիռ, սակայն այդ պարագայում տեղի կունենա անհարկի ռիսկի ավելացում, որը կարող է վտանգել ԿԲ նկատմամբ վստահությունը և ի վերջո ազդել գնաճի սպասումների և ԴՎՔ արդյունավետության վրա:

Վերոնշյալ պատճառներով անգրավ վարկի գործիքը լայն տարածում չունի կենտրոնական բանկերի պրակտիկայում, և փոխարենը կիրառվում է ռեպո⁷ գործիքը, որը գրավով գործառնություն է: Գրավով իրացվելիություն տրամադրվում է նաև ELA (Emergency Liquidity Assistance) միջոցով, սակայն վերջինիս կիրառության պայմանները և միջավայրը էականորեն տարբերվում են:

Նշված գործիքները ԿԲ-ին հնարավորություն են տալիս տրամադրելու իրացվելիություն բանկային համակարգին, սակայն գործիքներից յուրաքանչյուրն ունի կիրառման իր տնտեսական միջավայրը, ավելին՝ միևնույն գործիքը կարող է կիրառվել տարբեր իրավիճակներում: Միևնույն ժամանակ, տնտեսական իրավիճակները պահանջում են համապատասխան գործիքակազմի կիրառություն, ուստի յուրաքանչյուր գործիքի կիրառման միջավայրի և պայմանների ուսումնասիրումը և

⁵ Տե՛ս **John Sarah, Matt Roberts, and Olaf Weeken.** "The Bank of England's Special Liquidity Scheme." 2012, <https://ssrn.com/abstract=2029664>

⁶ Տե՛ս **Bindseil, Ulrich, Fernando Gonzalez, and Evangelos Tabakis.** "Risk Management for Central Banks and Other Public Investors." Cambridge University Press, 2009, <https://doi.org/10.1017/CBO9780511575716>

⁷ Ռեպոն որոշակի ժամանակահատվածի համար հետգնման պայմանով արժեթղթերի վաճառքի դիմաց դրամական միջոցների տրամադրման գործարք է:

վերլուծությունը դրամավարկային քաղաքականության իրականացման համար էական նշանակություն ունեն:

Բացի այն, որ գրավի չափանիշները որոշում են ԴՎՔ իրականացման գործիքների սահմանները, այդ չափանիշների կիրառությունը ԴՎՔ գործառնություններում ունի առանցքային դերակատարություն, քանի որ այն բարելավում է կենտրոնական բանկի կողմից ռիսկերի կառավարման գործառնությունը՝ դրանով իսկ նպաստելով ԿԲ-ի նկատմամբ վստահության բարելավմանը և նպաստելով նաև փոխանցումային մեխանիզմին⁸:

Հողվածում դիտարկվում են կենտրոնական բանկերի կողմից կիրառվող գրավի չափանիշների առանձնահատկությունները կենտրոնական բանկերի տարբեր գործառնությունների և ռիսկերի կառավարման համատեքստում: Ուսումնասիրվել է նաև գրավի չափանիշների փոփոխության ազդեցությունը ֆինանսական շուկաների կառուցվածքի և ֆինանսական ակտիվների գնագոյացման վրա:

ԿԲ նպատակները, գործառնությունները և ռեպո գործառնությունները

Կենտրոնական բանկերը պատմականորեն ունեցել են տարբեր նպատակներ, որոնցից մեկի կամ մի քանիսի նշանակությունը այս կամ այն ժամանակահատվածում առանցքային է, իսկ այդ նպատակներին հասնելու համար կենտրոնական բանկերը լուծում են տարբեր խնդիրներ: Մասնավորապես՝ կենտրոնական բանկերը ֆիսկալ և տնտեսական կայունության, դրամավարկային կայունության, ֆինանսական կայունության և ֆինանսական համակարգի հուսալիության (financial soundness) նպատակներին հասնելու համար հանդես են գալիս հետևյալ⁹ դերերում.

- Վերջին ատյանի շուկա ստեղծող¹⁰,
- Դրամավարկային քաղաքականության իրականացում,
- Վերջին ատյանի վարկատու¹¹:

Ինչպես նորմալ, այնպես էլ սթրեսային պայմաններում կենտրոնական բանկերը որպես հիմնական գործառնություն իրականացնում են երկրի արժույթի փոխարկելիության և արժեքի պահպանման գործառնություն: Ասվածը վերաբերում է ինչպես ոսկու ստանդարտի ժամանակներին, երբ արժույթի փոխարկելիությունը և արժեքը ուղղակիորեն կապված էին ոսկու հետ, և վերջինիս արժևորումը կարող էր հանգեցնել էական գնաճի¹², այնպես էլ ներկա ժամանակներին, երբ կենտրո-

⁸ Տե՛ս **Weber, Christopher**. “The Collateral Policy of Central Banks- An Analysis Focusing on the Eurosystem” 2016, <https://www.ifo.de/en/node/37666>

⁹ Տե՛ս նույն տեղը:

¹⁰ Տե՛ս **Buiter, Willem, and Anne Sibert**. *The Central Bank as the Market Maker of last Resort: From lender of last resort to market maker of last resort*. August 13, 2007, <https://voxeu.org/article/subprime-crisis-what-central-bankers-should-do-and-why>

¹¹ Տե՛ս **Bagehot, W.** *Lombard Street: A Description of the Money Market*. 1873, <https://fraser.stlouisfed.org/files/docs/meltzer/baglom62.pdf>

¹² Տե՛ս **Andolfatto, David**. *The Gold Standard and Price Inflation*. 2014, <https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2014/august/the-gold-standard-and-price-inflation>

նական բանկերի հաշվեկշռի պարտավորությունների կողմում երկրի արժույթն է, իսկ ակտիվների կողմը և կառուցվածքը ուղղված են արժույթի արժեքի պահպանմանը՝ ԿԲ նկատմամբ վստահության բարձրացմամբ¹³ և դրամավարկային քաղաքականության իրականացմամբ:

Վերջին աստյանի շուկա ստեղծողի գործառույթը հիմնականում իրականացվում է սթրեսային պայմաններում, երբ շուկայի մասնակիցների շրջանում առկա է թույլ վստահություն գրավի նկատմամբ¹⁴: Այս պարագայում կենտրոնական բանկը «փոխարինում է» շուկային և տրամադրում ավելի վստահելի ակտիվներ, օրինակ՝ ԿԲ-ի տրամադրած իրացվելիությունը կամ բարձր իրացվելիությամբ օժտված արժեթղթերը: Այսինքն՝ վերջին աստյանի շուկա ստեղծողի պարագայում կենտրոնական բանկերը իրենց գործառնություններում ընդլայնում են ընդունելի արժեթղթերի և մասնակիցների շրջանակը: Մինևույն ժամանակ նշված գործառույթը կարող է իրականացվել նաև ոչ սթրեսային իրավիճակներում՝ որոշակի շուկա խթանելու նպատակով, օրինակ՝ BIS-ի աշխատանքում¹⁵ դիտարկվել են Մինգապուրի և Ճապոնիայի օրինակները:

Վերջին աստյանի վարկատուի հայեցակարգը ավելի հին է, քան վերջին աստյանի շուկա ստեղծողինը, և արմատներով հասնում է 1873 թվական: Այս գործառույթը, ի տարբերություն վերջին աստյանի շուկա ստեղծողի, իրականացվում է այն ժամանակներում, երբ թուլացել է վստահությունը ֆինանսական համակարգի մասնակիցների միջև: Կենտրոնական բանկը ֆինանսական կայունության համատեքստում տրամադրում է իրացվելիություն բանկային համակարգում իրացվելիության ճգնաժամերի ժամանակ¹⁶:

Երեք գործառույթները իրականացնելիս կենտրոնական բանկերը առկա խնդիրները լուծելու նպատակով ֆինանսական համակարգին տրամադրում են իրացվելիություն: Ուստի կարևոր է տարանջատել իրացվելիության տրամադրման եղանակները, որպեսզի կիրառվող գործիքները կարողանան արդյունավետ ծառայել կենտրոնական բանկի նպատակներին: Ըստ այդմ՝ ուսումնասիրել ենք գրավի առկայությամբ գործիքների առանձնահատկությունները՝ գրավի չափանիշների կիրառման տեսանկյունից:

Նշված խնդիրների իրագործման համար հավասարապես կիրառելի է ռեպո գործիքը, սակայն կիրառման սահմանները որոշվում են ըստ իրավիճակի, մասնավորապես ռեպո գործիքը կարող է կիրառվել որպես

¹³ Sté u **Aguir, Abdelkader**. “Central Bank Credibility, Independence, and Monetary Policy.” *Journal of Central Banking Theory and Practice*, 2018, <https://sciendo.com/pdf/10.2478/jcbtp-2018-0025>

¹⁴ Sté u **Dooley, Michael**. “Can emerging economy central banks be marketmakers.” *BIS (Bank for International Settlements) Papers: Re-thinking the Lender of Last Resort*, 2014, էջ 128-130, <https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap79.htm>

¹⁵ Sté u “Central Bank Collateral Frameworks and Practices.” *BIS (Bank for International Settlements) Papers: Markets Committee*, 2013, <https://www.bis.org/publ/mkctc06.htm>

¹⁶ Sté u **Bindseil, Ulrich**. *Monetary Policy Operations and the Financial System*. New York: Oxford University Press, 2014, DOI:10.1093/acprof:oso/9780198716907.001.0001

- հիմնական վերաֆինանսավորման գործիք,
- ճշգրտող գործիք,
- կառուցվածքային գործիք,
- ֆինանսական շուկայի կառուցվածքը կարգավորող գործիք,
- շուկայի կենսունակությունն ապահովող գործիք:

Որպես հիմնական վերաֆինանսավորման գործիք՝ ռեպոն սահմանված ժամկետայնությամբ կիրառվում է կենտրոնական բանկերի դրամավարկային քաղաքականության իրականացման գործառնություններում և ուղղված է միջբանկային շուկայում իրացվելիության առաջարկի/պահանջարկի կարգավորմանը՝ հավասարակշիռ իրացվելիության պայմաններ ապահովելու նպատակով: Միևնույն ժամանակ այն կարող է կիրառվել սահմանված պարբերականությունից տարբերվող ավելի վաղ ժամանակահատվածում՝ իրականացնելով իրացվելիության լրացուցիչ ներարկում կամ ներքաշում՝ որպես ճշգրտող գործիք: Ռեպոն կարող է կնքվել նաև ավելի երկար ժամանակահատվածի համար՝ որպես կառուցվածքային գործիք: Այդ պարագայում ռեպոյի տրամադրումը հետապնդում է շուկայում իրացվելիության կառուցվածքի փոփոխության նպատակ՝ մեղմելով ավտոնոմ գործոնների¹⁷ ակնկալվող տևական ազդեցությունը:

Բոլոր նշված դեպքերում ռեպոն հանդես է գալիս որպես գործիք կենտրոնական բանկի դրամավարկային քաղաքականություն իրականացնողի շրջանակներում: Սակայն ռեպոն կարող է հանդես գալ նաև վերջին աստյանի շուկա ստեղծողի և վերջին աստյանի վարկատուի համատեքստում: Մասնավորապես՝ Ավստրալիայի օրինակով¹⁸ հայտնի է, որ կենտրոնական բանկերի կողմից բանկերի իրացվելիությունը կարգավորող իրացվելիության ծածկույթի՝ LCR (liquidity coverage ratio) գործիքի կիրառումը կարող է առաջացնել բարձր իրացվելի ակտիվների նկատմամբ լրացուցիչ պահանջարկ, որի՝ շուկայական պայմանների վրա ազդեցությունը մեղմելու նպատակով ստեղծվել է իրացվելիության տրամադրման պարտականության գործիքը՝ CLF-ը (Committed Liquidity Facility), որը իրավասու կնքող կողմին իրավունք է տալիս ապագայում ռեպո կնքելու պահանջ ներկայացնել կենտրոնական բանկին, իսկ CLF գործիքը կենտրոնական բանկի կողմից ընդունվում է որպես բարձր իրացվելի ակտիվ: Ռեպոյի հիմքով նման գործիքի կիրառումը թույլ է տալիս խուսափել կամ մեղմել շուկայի խեղումները, ինչը ըստ էության վերջին աստյանի շուկա ստեղծողի գործառնույթի օրինակ է:

Ռեպոն նաև կարող է կիրառվել սթրեսային իրավիճակներում ի-

¹⁷ ԿԲ հաշվեկշռի այն տարրերը, որոնք կենտրոնական բանկի կողմից ուղղակիորեն կառավարելի չեն, ընդունված է անվանել իրացվելիության ավտոնոմ գործոններ (տե՛ս **Bindseil, Ulrich**. *Monetary Policy Implementation: Theory, Past and Present*. Oxford University Press, 2004):

¹⁸ Տե՛ս **RBA (Reserve Bank of Australia)**. *Committed liquidity Facility*. 2015, <https://www.rba.gov.au/mkt-operations/committed-liquidity-facility.html>

րացվելիության տրամադրման նկատառումներով՝ շուկայի կենսունակությունն ապահովելու և համակարգային ռիսկերը մեղմելու/վերացնելու նպատակով: Ընդ որում՝ ռեպոյի տրամադրման չափանիշները կարող են սահմանված լինել ընդհանուր կառուցակարգում՝ որպես ռեպո գործիքի համար ընդունելի արժեթղթեր, կամ որպես առանձին գործիք, որն ունենա ընդունելի արժեթղթերի առանձին ցանկ: Վերջինի օրինակ է Անգլիայի կենտրոնական բանկի ECTR (Extended Collateral Term Repo) գործիքը, որը, Անգլիայի բանկի աշխատանքի համաձայն, նախատեսված է նվազեցնելու իրացվելիության պակասորդով պայմանավորված ֆինանսական կայունության ռիսկերը¹⁹: Նշված գործիքը կիրառվում է գրավի հնարավորինս լայն շրջանակներով:

Գրավի չափանիշները

Այսպիսով, գրավի շրջանակը պայմանավորված է գործիքի կիրառման նպատակով և կենտրոնական բանկի առջև դրված խնդիրներով: Իսկ ինչո՞վ է պայմանավորված գրավի շրջանակների լայնությունը կամ կիրառման արդյունավետությունը: Այս հարցերին պատասխանելու համար դիտարկենք գրավի շրջանակը որոշող չափանիշները.

- թույլատրելի մասնակիցների շրջանակ,
- թույլատրելի ակտիվների շրջանակ ըստ քանակի,
- թույլատրելի ակտիվների շրջանակ ըստ որակի:

ԿԲ ռեպո թույլատրելի մասնակիցների շրջանակը որոշում է, թե ֆինանսական շուկայի որ մասնակիցներն են իրավասու մասնակցելու կենտրոնական բանկի ռեպո գործառնություններին: Մասնակիցների շրջանակը կարող է սահմանափակված լինել որոշակի բանկերով (բրոքեր-դիլեր համակարգեր), ամբողջ բանկային համակարգով կամ ներառել նաև բանկային համակարգից դուրս ֆինանսական կազմակերպություններ: Սահմանափակ քանակությամբ ռեպո թույլատրելի ակտիվների և ոչ խորը ֆինանսական շուկաների պարագայում մասնակիցների շրջանակի փոփոխությունը հասանելի գրավի շուկայի վրա այլ հավասար պայմաններում մեծ ազդեցություն ունի²⁰: Մինևույն ժամանակ գրականության մեջ նշվում է, որ մասնակիցների նեղ շրջանակով աշխատող համակարգերում սթրեսային իրավիճակներում անհրաժեշտ է ընդլայնել մասնակիցների շրջանակը՝ ֆինանսական համակարգին կենտրոնական բանկի կողմից տրամադրվող իրացվելիության ավելի մեծ հասանելիությունն ապահովելու համար: Այդ պարագայում կարող է անհրաժեշտություն առաջանալ ընդլայնելու նաև թույլատրելի ակտիվների շրջանակը, քանի որ հնարավոր է առաջանա

¹⁹ Տե՛ս **BoE (Bank of England)**. *Introduction of the Extended Collateral Term Repo Facility*. 2011, <https://www.bankofengland.co.uk/news/2011/december/introduction-of-the-extended-collateral-term-repo-facility>

²⁰ Տե՛ս “Central bank operating frameworks and collateral markets.” BIS (Bank for International Settlements) *papers: Committee on the Global Financial System*, 2015, <https://www.bis.org/publ/cgfs53.htm>

հասանելի ակտիվների պակասորդ, ինչը կարող է հանգեցնել ակտիվների գնագոյացման խեղումների:

Հաշվի առնելով վերոգրյալը՝ կարելի է եզրակացնել, որ թույլատրելի մասնակիցների շրջանակի ընդլայնումը իրականացվում է հիմնականում վերջին ատյանի շուկա ստեղծողի գործառնությունների ներքո, քանի որ այս պարագայում տեղի ունի ֆինանսական ակտիվների նկատմամբ վստահության թուլացում՝ պայմանավորված վարկային և իրացվելիության ռիսկերի աճով, ինչի պարագայում իրացվելիության կարիք ունեցող ֆինանսական կազմակերպությունները կարող են հնարավորություն չունենալ ներգրավելու միջոցներ ֆինանսական համակարգից, նույնիսկ եթե ունեն համապատասխան գրավ, քանի որ ֆինանսական շուկայի մասնակիցները կարող են խուսափել տրամադրել իրացվելիություն (իրավիճակը առավել հայտնի է իրացվելիության սառեցում անվանմամբ): Այդ պարագայում կենտրոնական բանկերը «շրջանցում են» փոխանցումային մեխանիզմը և տրամադրում տնտեսության ավելի լայն շրջանակի իրացվելիություն: Վերջին ատյանի վարկատուի պարագայում հիմնականում տեղի է ունենում արդեն գոյություն ունեցող մասնակիցների շրջանակի վարկավորում, ընդ որում²¹ կարևոր նախապայման է դիտվում ֆինանսական կազմակերպության վճարունակ լինելու հանգամանքը:

Միևնույն ժամանակ գրականության մեջ նշվում են դեպքեր, երբ թույլատրելի մասնակիցների շրջանակի ընդլայնումը իրականացվում է վերոնշված գործառնությից տարբերվող դեպքերում: Մասնավորապես, Շվեյցարիայում ռեպո թույլատրելի մասնակիցների շրջանակն ընդլայնվել է ներառելով նաև արտասահմանյան բանկեր: Դա կատարվել է բանկային համակարգում իրացվելիության կենտրոնացվածությունը, շուկայի սեզմենտացիան թուլացնելու նպատակով²²:

Թույլատրելի ակտիվների շրջանակի ըստ քանակի որոշման չափանիշը սահմանում է ակտիվների այս կամ այն տեսակի ռեպո-ընդունելի լինելը, այսինքն՝ լրացուցիչ ակտիվների թույլատրելի լինելու պարագայում հասանելի ակտիվների քանակը ավելանում է: Քանակական չափանիշով տարբերակումը կատարվում է մի քանի ուղղությամբ, մասնավորապես

- իրացվելի ակտիվների տեսակներ,
- ոչ իրացվելի, ոչ շուկայական ակտիվներ,
- արտարժույթով ակտիվներ,
- ակտիվներ ըստ ժամկետայնության:

Իսկ *ակտիվների որակին* առնչվող չափանիշը վերաբերում է հիմնականում ակտիվների վարկային որակին, սակայն գրականության

²¹ Տե՛ս **Bagehot, W.**, նշվ. աշխ.:

²² Տե՛ս **Kraenzlin, Sebastien, and Thomas Nellen.** "Access policy and money market segmentation." *Journal of Monetary Economics*, 2015, https://www.snb.ch/n/mmr/reference/working_paper_2012_12/source/working_paper_2012_12.en.pdf

մեջ որպես ակտիվի որակական կողմ դիտարկվում է նաև ակտիվի գրավադրման հեշտությունը՝ պայմանավորված ակտիվի դրամական հոսքերի կառուցվածքով, գնագոյացման պարզությամբ²³: Ակտիվի վարկային որակը հասկացվում է երկու փոխկապակցված իմաստներով՝ ակտիվ թողարկողի սնանկացման հավանականությունը (նաև դրան առնչվող՝ սնանկացումից հետո կորստի չափը՝ LGD (Loss Given Default) մեծությունը) և վարկանշում ունեցող կազմակերպությունների պարագայում նաև վարկանիշի նվազման հավանականությունը:

Հատկանշական է, որ ակտիվների քանակին և որակին առնչվող կարգավորումները կարող են սահմանված լինել ինչպես գրավի չափանիշներում՝ որպես ակտիվի նվազագույն ընդունելի մակարդակ, այնպես էլ սկզբնական մարժայում²⁴ (haircut)՝ որպես ռիսկի «շերտ»²⁵: Մա պայմանավորված է գրավի չափանիշների և սկզբնական մարժայի ռիսկերի կառավարման գործառնություն, մասնավորապես եթե դիտարկենք վարկային ռիսկը, ապա ռեպոյի տրամադրման գործընթացում գրոյական վարկային ռիսկով գրավի պարագայում (օրինակ՝ դրամով գործառնությունների համար ՀՀ դրամով պետական պարտատոմսեր) գործընկերոջ վարկային ռիսկը վերածվում է իրացվելիության և շուկայական ռիսկերի²⁶, իսկ սկզբնական մարժայով «կլանվում է» գրավի հավելյալ ռիսկը:

Այսպիսով, գրավի չափանիշներով կարող են հասցեագրվել որոշակի ռիսկեր, որոնք կենտրոնական բանկի համար ընդունելի մակարդակի են, իսկ սկզբնական մարժայով կարող են հասցեագրվել հավելյալ (մնացորդային) ռիսկերը: Մասնավորապես, օրինակ, ակտիվների հավելյալ տեսակներ ռեպո ընդունելի դառնալու պարագայում առաջանում են հավելյալ ռիսկեր, քան մինչ չափանիշների ընդլայնման պահը: Յուրաքանչյուր չափանիշ հասցեագրում է որոշակի ռիսկեր, որոնք կներկայացվեն ստորև:

Իրացվելի ակտիվների չափանիշը կարգավորում է, թե իրացվելի²⁷ ակտիվների ինչպիսի տեսակներ են ընդունելի ռեպո գործառնություններում: Նեղ չափանիշներով հայեցակարգերում ներառվում են միայն իրացվելիության ցածր ռիսկ ունեցող ակտիվները, որպիսիք են տվյալ

²³ Տե՛ս **Weber, Christopher**, նշվ. աշխ.:

²⁴ Տե՛ս, օրինակ ՀՀ ԿԲ կարգավորումը՝ Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկ. «Հայաստանի Հանրապետության Կենտրոնական բանկի հետ ռեպո գործարքների կնքման համար պարտատոմսերի սկզբնական մարժայի և շեմի հաշվարկման և հրապարակման մեթոդաբանություն» 2015, https://www.cba.am/Storage/AM/downloads/karger/vor%20294%20a_20.12.19.pdf

²⁵ Տե՛ս **Bindseil, Ulrich, and Francesco Papadia**. "Credit Risk Mitigation in Central Bank Operations and its Effects on Financial Markets: The Case of the Eurosystem" *ECB Occasional Paper No. 49*, 2006, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecboep49.pdf>

²⁶ Տե՛ս **Bindseil, Ulrich, Fernando Gonzalez, and Evangelos Tabakis**, նշվ. աշխ. :

²⁷ Որպես իրացվելիություն այս համատեքստում ընդունվում է ակտիվի (ոչ թե թողարկողի ֆինանսավորման) իրացվելիությունը, այսինքն՝ ակտիվի շուկայում դյուրին առքը և վաճառքը (տե՛ս **Brunnermeier, Markus K., and Lasse Heje Pedersen**. "Market Liquidity and Funding Liquidity." *The Review of Financial Studies*, 2009, էջ 2201-2238, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhn098>)

երկրի արժույթով թողարկված պետական պարտատոմսերը: Շրջանակի ընդլայնումը կարող է իրականացվել, օրինակ, կորպորատիվ պարտատոմսերի ներառմամբ, որոնք, բացի իրացվելիության ռիսկից, նաև ներառում են վարկային ռիսկ: Հաշվի առնելով տվյալ երկրի ֆինանսական շուկայի առանձնահատկությունները՝ հնարավոր է՝ ռեպո-ընդունելի ակտիվների շրջանակի ընդլայնումը միայն քանակական չափանիշով հանգեցնի գրոյական արդյունքի՝ պայմանավորված պակաս իրացվելի որակյալ ակտիվների շրջանառության բացակայությամբ: Ուստի տվյալ պարագայում անհրաժեշտություն է առաջանում նաև փոփոխելու ակտիվների որակին առնչվող չափանիշները (եթե, օրինակ, կառուցակարգում սահմանված է վարկային ռիսկի նվազագույն ընդունելի մակարդակ), որպեսզի ռեպո թույլատրելի ակտիվների շրջանակի ընդլայնումը ծավալային առումով ունենա նշանակալի արդյունք:

Ակտիվների շրջանակի հետագա ընդլայնումը կարող է իրականացվել ներառելով *ոչ իրացվելի կամ ոչ շուկայական ակտիվներ*, որոնք ունեն հարաբերականորեն մեծ իրացվելիության ռիսկ: Այդպիսի ակտիվների ներառումը կարող է պայմանավորված լինել, օրինակ, շուկայում իրացվելի ակտիվների ցածր շրջանառության արագությամբ կամ ռեպո ընդունելի ակտիվների ծավալների՝ ռեպո ծավալների նկատմամբ ոչ բավարար մակարդակով²⁸:

Արտարժույթով թողարկված ակտիվները կարող են ներառվել ռեպո-ընդունելի արժեթղթերի ցանկում, սակայն անհրաժեշտ է, որ սկզբնական մարժայով հասցեագրվեն այդ ակտիվներով պայմանավորված արտարժույթային ռիսկերը: Մասնավորապես, կենտրոնական բանկերի համար հետաքրքրություն է ներկայացնում թողարկված արժույթի արժեզրկման ռիսկը, քանի որ այդ պարագայում ակտիվի հաշվեկշռային արժեքը նվազում է:

Քանակական չափանիշների կազմում կարևորվում է նաև *ակտիվի ժամկետայնությունը*: Սա պայմանավորված է ակտիվի ժամկետայնության և շուկայական ռիսկի միջև առկա կապով, մասնավորապես ֆիքսված եկամտով ակտիվների (օրինակ՝ պարտատոմս) դյուրացիան²⁹ այլ հավասար պայմաններում³⁰ աճում է ակտիվի ժամկետայ-

²⁸ Տե՛ս **Bindseil, Ulrich, Marco Corsi, Benjamin Sahel, and Ad Visser**. "The Eurosystem collateral framework explained." *ECB Occasional Paper Series*, 2017, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op189.en.pdf>

²⁹ Մաքրլիի դյուրացիան պարտատոմսերի դրամական հոսքերի ժամկետայնությունների միջին արժեքն է կշռված դրամական հոսքերի ներկա արժեքների և պարտատոմսի գնի հարաբերությամբ: Մաքրլիի դյուրացիայից ստացվող ձևափոխված դյուրացիան մոտարկում է տոկոսադրույքների փոքր փոփոխության դեպքում պարտատոմսի գնի տոկոսային փոփոխությունը: Տե՛ս **Վ. Մելիք-Փարսադանյան, Է. Վարդումյան, Լուսինյան Լ. Զ.** *Մեթոդները ֆինանսներում*, Եր. , 2017, http://publishing.yso.am/files/Qanakakan_metodnery_finansnerum.pdf

³⁰ Ժամկետայնության աճին զուգահեռ՝ ակտիվի դյուրացիան կարող է սկզբում աճել, ապա նվազել, եթե ակտիվի գինը փոքր է անվանական արժեքից: Տե՛ս **Վ. Գ. Գալստյան, Լ. Զ. Հարոյան, Վ. Ա. Մելիք-Փարսադանյան**, Մաքրլիի դյուրացիայի մի քանի

նության աճի դեպքում³¹:

Բացի ակտիվների շրջանակից՝ գոյություն ունեն նաև այլ կարգավորումներ, որոնք այս կամ այն կերպ նպաստում են գրավի օգտագործման կամ ռիսկերի կառավարման արդյունավետության բարձրացմանը: Այսպիսի կարգավորումներից է, օրինակ, վճարահաշվարկային համակարգերում *իրացվելիության խնայման մեխանիզմների* առկայությունը (օրինակ՝ պայմանական հարցումներ կամ չեզոքացման ալգորիթմներ), որոնք նվազեցնում են միջօրական իրացվելիության անհրաժեշտությունը, հետևաբար նաև՝ դրանով պայմանավորված գրավի անհրաժեշտությունը³²:

Հաջորդ կարգավորումը վերաբերում է *գրավի նշագրմանը*: Ռեպո գործարքը իրականացվում է կամ որպես գրավ ընդունելով ակտիվ և նշագրելով այն, որի դեպքում այդ ակտիվը չի կարող օգտագործվել այլ ռեպո գործառնությունում, կամ ներառվում է ռեպո արժեթղթերի գամբյուղում, երբ գրավի արժեքը և տրամադրվող իրացվելիությունը որոշվում են ռեպո գամբյուղի արժեքի հիման վրա: Թեև նշագրումը չի ազդում գրավի՝ ռեպո-ընդունելի լինելու վրա, բայց ազդում է ֆինանսական շուկայի մասնակիցների կողմից գրավի ընտրության վրա³³:

Գրավի չափանիշների կառուցակարգում կարող է ներառվել նաև *սեփական ակտիվների գրավադրման* հնարավորության վերաբերյալ կարգավորումը, օրինակ՝ Եվրոպական կենտրոնական բանկի կառուցակարգով նախատեսված է եղել սեփական թողարկման՝ ակտիվներով ապահովված արժեթղթերի (ABS) և ապահովված պարտատուների (covered bonds) օգտագործումը կենտրոնական բանկի հետ ռեպո գործառնություններում³⁴: Սակայն սեփական թողարկման գրավի օգտագործումը պարունակում է ֆինանսական ռիսկեր՝ պայմանավորված կրկնակի անվճարունակության իրավիճակի հավանականությամբ, երբ գրավատուն և գրավ թողարկողը անվճարունակ են³⁵:

Գրավի չափանիշների ազդեցությունը

Եթե ամփոփենք, ապա կարող ենք առանձնացնել կենտրոնական բանկերի դերերը, իրականացման հիմնական գործիքները և ակտիվների ու մասնակիցների շրջանակը (տե՛ս գծապատկեր 2):

հասկության վերաբերյալ, «*Էկոնոմիկա և կառավարում*», 2017, էջ 200-206, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3065775

³¹ Տե՛ս **Ա. Գ. Գալստյան, Լ. Հ. Հարոյան, Վ. Ա. Մելիք-Փարսադանյան**, նշվ. աշխ. :

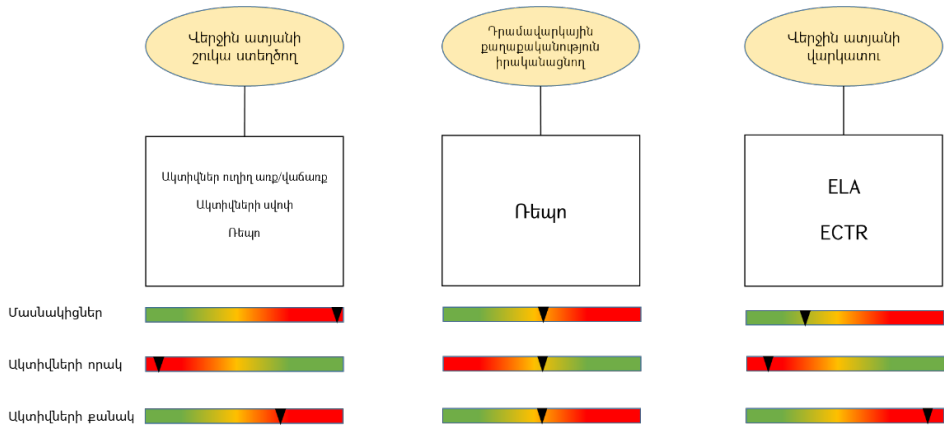
³² Տե՛ս «Central bank operating frameworks and collateral markets.» *BIS* (Bank for International Settlements) *papers: Committee on the Global Financial System*, 2015, <https://www.bis.org/publ/cgfs53.htm>

³³ Տե՛ս «Central Bank Collateral Frameworks and Practices.» *BIS* (Bank for International Settlements) *Papers: Markets Committee*, 2013, <https://www.bis.org/publ/mktc06.htm>

³⁴ Տե՛ս **Cheun, Samuel, Isabel von Koppen-Mertes, and Benedict Weller**. "The collateral frameworks of the Eurosystem, the Federal Reserve System and the Bank of England and the financial market turmoil." *ECB Occasional Paper 107*, 2009, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1325248

³⁵ Տե՛ս **Bindseil, Ulrich, Fernando Gonzalez, and Evangelos Tabakis**, նշվ. աշխ. :

Կենտրոնական բանկերի գործառույթները, գործիքները և ակտիվների ու մասնակիցների շրջանակը



Բնական, ոչ սթրեսային պայմաններում իրականացվող դրամավարկային քաղաքականության պարագայում դիտվում է մասնակիցների և ակտիվների շրջանակի նորմալ մակարդակ: Այն դեպքում, երբ սթրեսային պայմաններում ֆինանսական համակարգը ունի լրացուցիչ իրացվելիության անհրաժեշտություն, կենտրոնական բանկերը սկսում են կատարել վերջին ատյանի շուկա ստեղծողի գործառույթ: Այս պարագայում կենտրոնական բանկերը «փոխարինում են» շուկային և ընդունում են այն ակտիվները, որոնք շուկայի համար բավարար իրացվելի չեն համարվում: Այստեղ ակտիվների որակի ցածր լինելը պայմանավորված է հիմնականում շուկայական իրավիճակով: Այսինքն՝ տեսականորեն ակտիվների շրջանակը կարող է մնալ նույնը՝ համեմատած մինչսթրեսային իրավիճակի հետ, սակայն լինել ավելի թույլ որակի, քանի որ ռեցեսիայի պատճառով մեծանում են թողարկողի սնանկացման և վարկանիշի իջեցման հավանականությունները, ինչպես աճում է ակտիվի իրացվելիության ռիսկը: Նաև այդպիսի իրավիճակներում, ինչպես նշվեց, կարող է ընդլայնվել մասնակիցների շրջանակը՝ տնտեսության ավելի լայն շրջանակի վարկավորում իրականացնելու նպատակով:

Ի տարբերություն վերջին ատյանի շուկա ստեղծողի գործառույթի՝ վերջին ատյանի վարկատուի գործառույթում ակտիվների ցածր որակը կարող է պայմանավորված լինել ոչ թե տնտեսական իրավիճակով, այլ այն նկատառումով, որ ապահովվի ռեպո ընդունելի ակտիվների ավելի լայն շրջանակ (ինչը նաև ցույց է տրված ակտիվների քանակի մեծ լինելով), որպեսզի իրացվելիության կարիք ունեցող ֆինանսական կազմակերպությունները, որոնք սպառել են որակյալ ակտիվների միջոցով ֆինանսավորման ներգրավման աղբյուրները, կարողանան կենտրոնական բանկից իրացվելիություն ներգրավել: Մասնակիցների շրջա-

նակը վերջին ատյանի վարկատուի պարագայում ներառում է վճարունակ իրացվելիության խնդիրներ ունեցող ֆինանսական կազմակերպություններին:

Բացի այն, որ գրավի չափանիշների փոփոխությունը ֆինանսական շուկային կենտրոնական բանկի կողմից տրամադրվող իրացվելիության ավելի լայն հնարավորություն է տալիս, դա կարող է նաև ազդել ֆինանսական շուկայի կառուցվածքի և գների վրա: Մասնավորապես՝ BIS-ի աշխատանքում³⁶ տարանջատվում են գրավի չափանիշների փոփոխության կառուցվածքային և սակավության էֆեկտները:

Կառուցվածքային էֆեկտը առաջանում է արժեթղթի ռեպո-ընդունելի դառնալու հետևանքով, երբ մեծանում է այդ ակտիվի գրավչությունը, և առաջանում են մասնակիցների հաշվեկշիռների կառուցվածքի փոփոխություններ: Դրանք պայմանավորված են հաշվեկշռի մեջ ռեպո-ընդունելի դարձած ակտիվների հարաբերական ծավալների մեծացմամբ, այսինքն՝ տեղի է ունենում ռեպոյի համար ոչ ընդունելի ակտիվների փոխարինում: Կառուցվածքային էֆեկտի համատեքստում Նիբորգի աշխատանքում³⁷ ընդգծվել է, որ գրավի չափանիշները կարող են ազդել շուկայում մրցակցային պայմանների և ակտիվների շուկայի կառուցվածքի վրա, իսկ Եվրոպական կենտրոնական բանկի օրինակով նույն աշխատանքում գնահատվում է, որ գրավի չափանիշները կարող են խթանել ոչ իրացվելի ակտիվների թողարկումը:

Սակավության էֆեկտը առաջանում է ԿԲ-ի կողմից գրավ հանդիսացող ակտիվների գների վրա ազդեցության հետևանքով՝ պայմանավորված շուկայում գրավի հասանելիությամբ: Տեսականորեն իրացվելիության պահանջարկի և սահմանափակ ակտիվների պարագայում, իրացվելիության պահանջարկի աճին զուգահեռ, աճելու են ռեպո-ընդունելի ակտիվների գները, քանի որ տեղի է ունենալու ռեպո-ընդունելի ակտիվների նկատմամբ պահանջարկի աճ:

Մյուս կողմից՝ արժեթղթի՝ ռեպո ընդունելի դառնալու պարագայում, այլ հավասար պայմաններում բարձրանում է վերջինիս գրավչությունը՝ պահանջարկը, հետևաբար նաև՝ գինը, իսկ վերջինիս եկամտաբերությունը նվազում է: Լրացուցիչ գրավչությունը պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ ռեպո-ընդունելի դարձած ակտիվը հասանելիություն է ապահովում կենտրոնական բանկից իրացվելիության ներգրավման համար: Հավելյալ գինը (կամ նվազ եկամտաբերությունը), որը վճարվում է ռեպո-ընդունելի դարձած ակտիվի համար, գրականության մեջ ընդունված է անվանել հասանելիության պրեմիա³⁸, ո-

³⁶ Տե՛ս “Central bank operating frameworks and collateral markets.” *BIS (Bank for International Settlements) papers: Committee on the Global Financial System*, 2015, <https://www.bis.org/publ/cgfs53.htm>

³⁷ Տե՛ս **Nyborg, Kjell G.** “Central Bank Collateral Frameworks.” *Swiss Finance Institute Research Paper Series*, 2015, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2576075

³⁸ Տե՛ս **Bindseil, Ulrich, Fernando Gonzalez, and Evangelos Tabakis**, նշվ. աշխ.:

րը նշված աշխատանքում գնահատվել է Եվրոպական կենտրոնական բանկի համար: Մասնավորապես, նորմալ պայմաններում հասանելիության պրեմիան գնահատվել է մի քանի բազիսային կետ³⁹ (շուկայական մոտ 4% մակարդակի դեպքում), ինչը սթրեսային իրավիճակներում ունի աճի միտում: Միևնույն ժամանակ գնահատվել է, որ հասանելիության պրեմիայի մեծությունը կախված է նաև միջբանկային շուկայի իրացվելիության վիճակից: Որքան մեծ է առաջնային կենտրոնական բանկի կողմից տրամադրվող իրացվելիության պահանջարկը, այնքան ավելի մեծ է հասանելիության պրեմիան: Իրացվելիության ավելցուկի պարագայում հասանելիության պրեմիան կարող է չլինել կամ լինել ցածր մակարդակի:

Բացի գրավի շրջանակով պայմանավորված հասանելիության պրեմիայից գրականության մեջ գնահատվել է նաև մասնակիցների հասանելիության պրեմիան⁴⁰: Նշված աշխատանքում Շվեյցարիայի օրինակով գնահատվել է, որ գոյություն է ունեցել մասնակիցների հասանելիության պրեմիա, որը առնվազն 2 բազիսային կետ է (3 ամսվա LIBOR և OIS ~1% սպրեդի ժամանակ):

Եզրակացություն

Որպես ամփոփում նշենք, որ գրավի չափանիշները կարևորվում են կենտրոնական բանկերի կողմից չափանիշների ռիսկերի կառավարման ֆունկցիայի տեսանկյունից, ինչը ապահովում է կենտրոնական բանկերի հաշվեկշիռների «անվտանգությունը» և կենտրոնական բանկերի նկատմամբ վստահությունը:

Ինչպես պարզվեց քննարկումից, գրավի չափանիշների տարբեր տարբեր օգտագործվում են տարբեր նպատակներով: Կիրառվող չափանիշները կարող են լինել չափազանց լայն կամ չափազանց նեղ, իսկ օպտիմալությունը որոշվում է շուկայի առանձնահատկություններով և կիրառման նպատակներով: Ուստի կարծում ենք, որ համապատասխան գործիքների և առանձնացված գրավի չափանիշների կիրառումը հնարավորություն է տալիս խուսափելու անհարկի ռիսկերի կուտակումից և միևնույն ժամանակ ապահովում է նախադրյալներ ԴՎՔ և ֆինանսական կայունության արդյունավետ իրականացման համար:

АМАСИЯ КАЗАРЯН – Особенности использования критериев обеспечения в операциях центральных банков. – Цель работы заключается в выявлении и анализа критериев обеспечения, применяемых в операциях центральных банков. Важность критериев обеспечения подчеркивается в контексте безопасности и риска менеджмента баланса центральных банков, что является важным предпосылком для формирования, укрепления и развития доверия к центральным банкам. В работе были изучены особенности критериев обеспечения в контексте трех основных функций центральных банков известных в литературе: маркетмейкер последней инстанции, исполнитель монетарной политики, кредитор послед-

³⁹ 1р.կ.=0.01%

⁴⁰ St. u Kraenzlin, Sebastien, and Thomas Nellen, նշվ. աշխ.:

ней инстанции. В частности, были изучены три группы критериев – участники рынка, критерии количества и качества ценных бумаг, вследствие анализа которых выявились различия применения критериев, обусловленных функциями центральных банков и экономической ситуацией. Кроме вышеупомянутого, были изучены механизмы воздействия изменений критериев обеспечения, а также в работе были рассмотрены эмпирические оценки воздействия критериев обеспечения, известные в соответствующей литературе. В работе делается заключение, что различение критериев обеспечения по функциям центральных банков, в прочих равных условиях, позволяет избежать накопления дополнительных рисков в балансе центральных банков, а также создает предпосылки для повышения эффективности монетарной и макропруденциальной политики.

Ключевые слова: *критерии обеспечения, репо, центральный банк, имплементация монетарной политики, ценные бумаги, макропруденциальная политика, премия доступности*

AMASYA GHAZARYAN – *Features of the Use of Collateral Frameworks in Central Bank Operations.* – The aim of the current work is in the discovery and analysis of collateral criteria applied in the operations of central banks. The importance of collateral criteria is underlined in the context of the security and risk management of central banks' balance sheet, which is a cornerstone in the formation, strengthening and development of central bank credibility. Peculiarities of collateral criteria were analyzed in the context of three main functions of central banks known in the literature- market maker of last resort, monetary policy implementer, lender of last resort. Particularly, three main groups of criteria were discussed- market participants, quantity and quality of collateral, the analysis of which revealed differences in application of collateral criteria contingent upon central bank functions and economic situations. Besides the aforementioned, the mechanisms of effects of changes in collateral criteria were considered and some empirical results of the literature were discussed. The paper concludes that differentiation in the collateral criteria by central bank functions, *ceteris paribus*, allows avoiding unnecessary risk accumulation and paves way for the improvement of the quality of macroprudential and monetary policy implementation.

Key words: *collateral framework, repo, central bank, monetary policy implementation, securities, macroprudential policy, eligibility premium*