



## Եվրոպական իրավունքի և ինտեգրման կենտրոն



## Գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամը և դրա հնարավոր ազդեցությունը ՀՀ տնտեսության վրա

Երևան 2010

ԵՐԵՎԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ



Եվրոպական իրավունքի և ինտեգրման կենտրոն

Գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամը և  
դրա հնարավոր ազդեցությունը  
ՀՀ տնտեսության վրա

Հետազոտություն

Երևան 2010

Փորձագիտական խմբի ղեկավար/խմբագիր՝ **Արթուր Ղազինյան**, ԵՊՀ Եվրոպական իրավունքի և ինտեգրման կենտրոնի տնօրեն, իրավաբանական գիտությունների թեկնածու

Փորձագիտական խմբի համակարգող՝ **Վլադիմիր Մարտիրոսյան**, ԵՊՀ Եվրոպական իրավունքի և ինտեգրման կենտրոնի փոխտնօրեն, քաղաքական գիտությունների թեկնածու

Փորձագետներ.

Գրիգոր Հայրապետյան (տնտեսագետ փորձագետ)

Դավիթ Ավետիսյան (տնտեսագետ փորձագետ)

Կարինե Գևորգյան (տնտեսագետ փորձագետ)

## Բովանդակություն

Ներածություն.....	4
1. Ֆինանսական ճգնաժամի էությունը, տարատեսակները և առաջացման պատճառները .....	9
1.1 Ֆինանսական ճգնաժամի դրսևորումները տնտեսության և ֆինանսական տեսանկյունից .....	9
1.2 Ֆինանսական ճգնաժամի տարատեսակները .....	12
1.3 Ֆինանսական ճգնաժամի առաջացման պատճառները .....	14
1.4 Ներկայիս Ֆինանսական ճգնաժամի առաջացման պատճառները .....	18
2. Ֆինանսական ճգնաժամի համաշխարհային դրսևորումները .....	22
2.1 Չարգացած երկրներ .....	23
2.2 Չարգացող երկրներ .....	27
2.3 Ներկայիս գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամի դրսևորումները .....	33
3. Տնտեսական քաղաքականություններ և ճգնաժամեր ...	40
4. Ֆինանսական ճգնաժամի հնարավոր ազդեցությունը ՀՀ տնտեսության վրա .....	58
5. Ֆինանսական ճգնաժամի հաղթահարման հնարավոր ուղիները.....	75
5.1 Միջազգային փորձեր/մակրոմակարդակ .....	75
5.2 Տարբեր երկրների կողմից կիրառվող հակաճգնաժամային քաղաքականություններ/միկրոմակարդակ .....	81
5.3 ԵՄ հակաճգնաժամային տարածաշրջանային տնտեսական քաղաքականություն: .....	83
Վերջաբան .....	93
Օգտագործված գրականություն .....	96

## Ներածություն

**Ճգնաժամերի պատմական ակնարկ:** Վերջին տասնամյակում զգալիորեն արագացան և զարգացան գլոբալացման գործընթացները համաշխարհային տնտեսության մեջ, հատկապես ֆինանսական ոլորտում, սակայն չստեղծվեց կոորդինացնող մարմին, որը պետք է կարգավորեր գլոբալ ֆինանսական համակարգը: Այստեղ հարկ է նշել, որ Արժույթի միջազգային հիմնադրամի (International Monetary Fund, IMF) ֆունկցիաներն այս հարցում չափազանց սահմանափակ են: Այս համատեքստում ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամն այնքան էլ անսպասելի չէր, քանի որ բազմաթիվ տնտեսագետներ կանխատեսել էին դրա առաջացման հնարավորությունը:

Անցած երեք տասնամյակի ֆինանսական անկայունության դրսևորումներն առաջացրին ֆինանսական ճգնաժամերի ծագման ու դրանց կանխարգելման վերաբերյալ հետազոտությունների պահանջարկ: Սակայն, ի տարբերություն 70-80-ական թվականների, ներկայիս ուսումնասիրությունները պայմանավորվում են ոչ թե արժույթային փոխարժեքների տատանումներով կամ տնտեսական անկայունությամբ, այլ հիմքային խորը տնտեսական, ֆինանսական, նույնիսկ վարկային և ներդրումային քաղաքականությունների հետազոտությամբ:

Վերջին երկու տասնամյակը համաշխարհային տնտեսության մեջ կարևորվում է նրանով, որ այս ժամանակաշրջանում տեղի են ունեցել մի շարք ֆինանսական ճգնաժամեր: Ընթացիկ ժամանակաշրջանի առաջին ճգնաժամը առաջացել է 1994-1995թթ Մեքսիկայում (որը հետագայում անդրադարձել է մի քանի հարավամերիկյան երկրների վրա), այնուհետև 1997-1998թթ Արևելյան Ասիայում, որը սկսվել է 1997թ. ամռանը Թաիլանդում և տարածվել Ֆիլիպինների, Ինդոնեզիայի և Մալազիայի վրա: 1998թ. ֆինանսական ճգնաժամի թիրախ դարձան նաև Հարավային Կորեան և Ռուսաստանի Դաշնությունը: 2001 թվականին

Թուրքիայի և Արգենտինայի ֆինանսական ճգնաժամերը վերը նշվածների շարունակությունն էին: Բացառությամբ Մալազիայի դեպքի՝ ճգնաժամերից դուրս գալու ճանապարհները համակցվում էին Արժույթի միջազգային հիմնադրամի կողմից մեծածավալ դրամային ներարկումներով, հավակնոտ տնտեսական բարեփոխումների ծրագրերով, սոցիալական վերաբաշխումներով: Ֆինանսական ճգնաժամերը կարելի է տարանջատել ըստ առաջացման տարաբնույթ պատճառների և ազդեցության՝ Մեքսիկա (1994-1995թթ) և Հարավարևելյան Ասիայի երկրներ (1997-1998թթ.), Ռուսաստան (1998թ.)՝ պարտատոմսերի շուկայի անվճարունակություն, Թուրքիա (2000թ.)՝ բանկային համակարգ և Արգենտինա (2000-2002թթ.)՝ արժութային ձախողված քաղաքականություն<sup>1</sup>:

**Տեսական հիմքեր:** Սկսած 1980 թվականից՝ իրենց ընդհանրական նշանակությամբ ֆինանսական ճգնաժամերը զարգացող պետություններում արտաքին և ներքին ֆինանսական հոսքերի ազատականացման արդյունք են: Ֆինանսական ճգնաժամերի տեսական հիմքերը հետազոտելու համար հարկ է հաշվի առնել ֆինանսական ազատականության և ֆինանսական ճգնաժամի փոխկապվածությունը, որը լայնորեն ուսումնասիրվել է Արեստիսի և Գլիկմանի (2002), Չանգի, Փալմայի, և Վիթակերի (2001), Լիի (2001), Եստվելի և Թայլորի (2000), Գրաբելի (2003, 1996), Սինգիսի և Վեիսի (1998), Վելլերի (2001), Վիլիամսոնի և Մահարի (1998), Վիպլոշի (2001) և այլոց կողմից:

Ելնելով ճգնաժամերի տնտեսական և սոցիալական մեծածավալ բացասական ազդեցություններից՝ տնտեսական հետազոտությունները մեծամասամբ նվիրված են փոխարժեքների կանխատեսումների, բանկային և ֆինանսական ոլորտներում

---

<sup>1</sup> Ըստ ԱՄՀ գործադիր տնօրեն Սիշել Քամդեսսուսի (Michel Camdessus) Արգենտինայի ֆինանսական ճգնաժամը համարվում է 21-րդ դարի առաջին ֆինանսական ճգնաժամը:

հնարավոր խնդիրների և բարդությունների փոխկապվածության մոդելների ուսումնասիրությանը: Նմանատիպ հետազոտությունները հանգեցրել են վաղ նախազգուշացման համակարգերի մշակմանը: Կամինսկու և Ռեյնհարտի (2000), Բերգի և Պատիլիոյի (2000), Էդիսոնի (2000), Ֆրանկելի և Ռոզի (1996), Գոլդշտեյնի (1997), Հարդի և Պազարբաշիոլու (1998), Կամինի և Բաբսոնի (1999), Սաքսի, Տորնելի և Վելասկոյի (1996) հետազոտությունները վերը նշվածի լավագույն օրինակներն են:

Անցած տասնամյակի ֆինանսական ցնցումները հետազոտողների և վերլուծաբանների շրջանակներում մեծ հետաքրքրության առաջացրին զարգացած պետություններում կապիտալի շարժի և ազատականացման, ճգնաժամերի առաջացման միտումների և ռիսկերն ու բացասական ազդեցությունները կանխորոշելու և վերահսկողական մեխանիզմներ մշակելու ու կիրառելու ուղղությամբ (Էպշտեյն, Գրավել և Գոմս, 2004): Այս առումով առավել հետաքրքրական է Չիլիի, Կոլումբիայի, Մալազիայի, Չինաստանի, Հնդկաստանի, Սինգապուրի և Թայվանի (Չինաստան) փորձի ուսումնասիրությունները:

Այս ենթատեքստում Չարլս Քինդելբերգերը, ուսումնասիրելով ֆինանսական ճգնաժամերը, նշել է. «Պատմաբանների համար յուրաքանչյուր իրադարձություն յուրահատուկ է: Հակառակ դրան տնտեսագետները պնդում են, որ հասարակության և բնության մեջ ուժերը կրկնվող բնույթ ունեն»<sup>2</sup>:

Քինդելբերգերի այս միտքը կարելի է արժևորել, քանի որ նախկին արժուրային և բանկային ճգնաժամերը պետք է դաս լինեին կամ ստիպելին այնպիսի քայլեր ձեռնարկել, որոնք կկանխեին ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամի առաջացումը: Հարկ է նշել, որ վերը նշված արժուրային և բանկային ճգնաժամերը մի

---

<sup>2</sup>Kindelberger, Charles. Manias, Panics, and Crashes, New York, NY: Basic Books Inc., 1978.

շարք ընդհանրություններ ունեն ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամի հետ:

Կան մի շարք հետազոտություններ, որտեղ փորձ է արվել կանխատեսել ֆինանսական ճգնաժամերի առաջացումը՝ հիմնվելով նախկին փորձի վրա: Մասնավորապես, համաձայն Բարրի Էյչենգրինի (Barry Eichengreen) 1997-1998թթ. Արևելյան Ասիայի ֆինանսական ճգնաժամից հետո հաջորդ ֆինանսական ճգնաժամը պետք է տեղի ունենար 2005թ. զարնանը զարգացող երկրներում<sup>3</sup>: Սակայն, ինչպես նշվում էր շատ մասնագետների կողմից Էյչենգրինի կանխատեսումը կարող էր տեղի չունենալ, քանի որ 1997-1998թ. Արևելյան Ասիայի ֆինանսական ճգնաժամից հետո հաստատվեց ավելի կայուն գլոբալ ֆինանսական համակարգ: Համաձայն Էյչենգրինի, զարգացող երկրներում ֆինանսական ճգնաժամի առաջացման պատճառ կարող էին հանդիսանալ հետևյալ գործոնները.

- ԱՄՆ-ում տոկոսադրույքի աճը, որը կարող էր կապված լինել Ֆեդերալ Ռեզերվի (Federal Reserve) «մեղմ» դրամավարկային քաղաքականության վերանայման հետ<sup>4</sup>,

- ԱՄՆ-ի ընթացիկ հաշվի, ինչպես նաև բյուջեի պակասուրդի անընդհատ աճը,

- Նավթի միջազգային գնի աճը, որի հետևանքով լուրջ վնասներ կարող էր կրել Չինաստանի տնտեսությունը, որը համարվում է տարածաշրջանի, ինչպես նաև գլոբալ տնտեսական աճի «շարժիչ ուժ»:

---

<sup>3</sup>Eichengreen, Barry and Ricardo Hausmann (eds) (2005), *Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies*, Chicago: University of Chicago Press.

<sup>4</sup>Նախկինում ԱՄՆ-ում տոկոսադրույքի բարձրացումը ֆինանսական լուրջ խնդիրներ է առաջացրել զարգացող երկրների համար, որը կապված է եղել զարգացող երկրներից դեպի ԱՄՆ ֆինանսական միջոցների արտահոսքի հետ:

Սակայն, ինչպես մենք ականատես եղանք Էյչենգրինի կանխատեսումը չիրականացավ: Ավելին, ճգնաժամն առաջացավ ոչ թե զարգացող երկրներում, այլ հենց ԱՄՆ-ում, որը ըստ Էյչենգրինի կարող էր պատճառ հանդիսանալ զարգացող երկրներում ճգնաժամի առաջացման համար: Մյուս կողմից նավթի միջազգային գնի շարունակական աճը չբերեց Չինաստանի տնտեսության տնտեսական աճի տեմպերի դանդաղեցմանը:

# **1. Ֆինանսական ճգնաժամի էությունը, տարատեսակները և առաջացման պատճառները**

## **1.1 Ֆինանսական ճգնաժամի դրսևորումները տնտեսության և ֆինանսական տեսանկյունից**

Ֆինանսական ճգնաժամ ասելով հասկանում ենք համապատասխան ֆինանսական ինստիտուտների միաժամանակյա թուլացում կամ կործանում/անկկացում: Այս երևույթը կարող է տեղի ունենալ ներդրողների, վարկատուների և ավանդատուների կողմից իրենց ակտիվները միաժամանակ լիկվիդացնելու ցանկանալու փորձերի պատճառով: Սովորաբար ակտիվները միաժամանակ լիկվիդացնելու ցանկությունը պայմանավորված է նրանով, որ լավատեսական սպասումները փոխակերպվում են վատատեսական սպասումներով:

Մի շարք տեսություններ են առաջարկվել, որոնք վերաբերվում են ֆինանսական ճգնաժամերի առաջացմանը և դրանց կանխարգելման միջոցներին: Այդուհանդերձ, ֆինանսական ճգնաժամերը հաճախ հանդիպող երևույթներ են համաշխարհային տնտեսության մեջ: Ֆինանսական ճգնաժամերը վերջին դարաշրջանում հանդիսացել են տնտեսական անկումների աղբյուր, տարբեր հետազոտողների կողմից ուսումնասիրությունները ցույց են տալիս տնտեսական հսկայական վնասները, որոնք առաջանում են ֆինանսական ճգնաժամերի ժամանակ (Բորդո և այլոք (2001) Կապրիո և Կլինգեբիել (2003)):

Կարելի է եզրակացնել, որ ֆինանսական ճգնաժամերն առաջանում են դասական և ոչ դասական (օրինակ՝ ներկայիս ճգնաժամը) պատճառներով: Անհավասարակշռության առաջացումը շատ բնորոշ գործընթաց է, որի տիպիկ օրինակները կարող են հանդիսանալ Մեծ տնտեսական ճգնաժամը (1929-1933թթ.) կամ Դոտ-քոմերի ձախողումները: «Ամբոխային» պահելաճը և

ոչ ռացիոնալ գերմիջամտությունը զուգակցվում են ակտիվների գնային աճով և վարկային ընդարձակմամբ: Ընդհանրապես ֆինանսական ճգնաժամերը նաև բնութագրվում են որպես վստահության խզում ֆինանսական հաստատությունների և նրանց փոխառուների միջև: Ձևավորվող անորոշությունը նյութականացվում է իրացվելիության կրճատմամբ և կարճաժամկետ պարտավորությունների նկատմամբ գնավճարների բարձրացմամբ, որոնք հասնելով շատ բարձր մակարդակի բերում են անվճարունակության և առաջացնում են կապիտալի պակասուրդ՝ պահանջելով պետական միջամտություն: Ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամն ինչ-որ տեղ կրկնում է անցյալ ճգնաժամերը: Այն միանշանակորեն վարկավորման աննախադեպ աճի (ներառյալ թույլ վարկունակության վարկանիշ ունեցողների և այսպես կոչված ենթաառաջնակարգ հիպոթեքային փոխառուների) առաջացրած անհավասարակշռություն է, որն ուռճացնում է անշարժ գույքի և բաժնետոմսերի գները, իսկ վերջինս նաև շաղախված է վերահսկողության գործակալությունների, կարգավորող նորմերի ձախողմամբ: Ասիմետրիկ տեղեկատվությունը հանդիսանում է անկայունության և ցնցումների տարածման գործոն, որը չի ենթարկվում կարգավորման, քանի որ կրում է պայմանական բնույթ: Տարբեր, բայց միևնույն ժամանակ բնորոշ հատկանիշներ ունեն զարգացող և զարգացած երկրների ֆինանսական ճգնաժամերը, օրինակ՝ Իսպանիայի (1997), Նորվեգիայի (1987), Ֆինլանդիայի (1991), Շվեդիայի (1991), Ճապոնիայի (1992), Ավստրալիայի (1989), Կանադայի (1989), Դանիայի (1987), Ֆրանսիայի (1994), Գերմանիայի (1977), Հունաստանի (1991), Իսլանդիայի (1985), Իտալիայի (1990), Նոր Զելանդիայի (1987), Մեծ Բրիտանիայի (1974, 1991, 1995) և ԱՄՆ-ի (1984) ճգնաժամերը լուրջ վնասներ հասցրեցին նշված երկրների տնտեսություններին: Դրանց շարքում կարելի է նշել հսկայական բյուջետային պակասուրդը, տնտեսական անկումը, ազգային արժույթի արժեզրկու-

մը, ազգաբնակչության ուղղակի՝ բանկային ավանդների կորուստը և անուղղակի՝ ազգային եկամտի կորուստը, արտաքին պարտքի կուտակումը, ավանդների և խնայողությունների մակարդակի անկումը, կապիտալի արտահոսքը բանկային և վարկային կազմակերպությունների վիճակի վատթարացումը, բանկային համակարգի անկայունությունը և պետական օժանդակության միջոցով «ազգայնացումը», կենսաթոշակային հիմնադրամների և ապահովագրական ընկերությունների ձախողումը, ձեռնարկությունների վիճակի վատթարացումը, արտադրության կրճատումը, գործազրկությունը, որոշ ձեռնարկություններին կենսունակ պահելու նպատակով պետության միջամտության հետևանքով մրցակցության խափանումը և այլ բազմաբնույթ բացասական երևույթներ:

Ճգնաժամի թիրախ դարձած երկրները ձեռնարկում են ռազմավարական քայլեր, որոնք խթանում են երկարատև կայուն տնտեսական աճը և աչքի են ընկնում

- նպաստավոր հարկային դաշտի բարելավմամբ,
- աշխատուժի շուկայում նոր աշխատատեղերի ստեղծմամբ, սոցիալական և կրթական միջոցառումների իրականացմամբ,
- ենթակառուցվածքային ծրագրերի իրականացմամբ,
- գիտական և նորարարական հիմքի վրա գործարարության զարգացմամբ,
- բնական պաշարների նկատմամբ՝ ջրային, անտառային և հանքային ավելի արդյունավետ մոտեցումների կիրառմամբ,
- փոքր և միջին ձեռնարկությունների զարգացմամբ:

Գլոբալիզացիան առաջացրել է ոչ միայն նոր տնտեսական հնարավորություններ, այլ նաև բազմաթիվ հիմնախնդիրներ և ռիսկեր, որոնք 1994 թվականից ի վեր տարբեր ձևերով են դրսևորվել՝ կախված ֆինանսական կայունության ընկալման և կապիտալի հոսքերի փոփոխության հետ հիմնականում զարգա-

ցող տնտեսություններում: Ժամանակակից աշխարհում ոչ մի երկիր չի կարող երաշխավորել տնտեսական աճի և ներդրումների բարձր մակարդակը, առանց դրամավարկային և ֆիսկալ կայունության ու տնտեսական քաղաքականության նկատմամբ վստահության ապահովման մեխանիզմների: Իսկ այդ ամբողջը փոխկապակցված լինելով միջազգային ոլորտի հետ հեշտությամբ կարող է փոխել կայունության մակարդակը որևէ երկրում առաջացած ճգնաժամի պատկերացումները կարող են նույնպես տարածվել մեկ այլ երկրի վրա: Այսպիսով կայունությունը և բարեկեցությունը անբաժանելի են, որը և բացատրում է հզոր տնտեսությունների ժամանակակից զարգացման միտումները:

## **1.2 Ֆինանսական ճգնաժամի տարատեսակները**

Ըստ իրենց տարատեսակների ֆինանսական ճգնաժամերը լինում են.

**Ֆիսկալ ճգնաժամեր**-առաջանում են այն ժամանակ, երբ կառավարությունները չեն կարողանում սպասարկել իրենց արտաքին պարտքային պարտավորությունները՝ արտաքին ֆինանսավորման շարունակական զարգացումն ու ֆինանսական կարիքներն ապահովելու համար, որի պատճառով վերակազմավորում կամ վերաձևակերպում են պարտքային պարտավորությունների կատարումը:

**Արժույթային փոխանակման ճգնաժամեր**-տեղի են ունենում այն ժամանակ, երբ շուկայի մասնակիցներն ազգային արժույթով արտահայտված ակտիվներից կտրուկ անցում են կատարում այլ արտարժույթային ակտիվների՝ սպառելով կենտրոնական բանկի արտաքին արժույթային պահուստները, որպես արժույթային փոխարժեքի փոխկապակցված քաղաքականության հետևանք:

**Բանկային ճգնաժամեր**-առաջանում են, երբ առևտրային բանկերը կորցնում են իրենց ունակությունը վերաֆինանսավորե-

լու շուկայական գործիքները կամ հանդիպում են ավանդային միջոցների մեծածավալ արտահոսքի, որի հետևանքով բանկը հայտնվում է իրացվելիության կամ անվճարունակության վիճակում:

Ֆինանսական ճգնաժամ տերմինը կիրառվում է մի շարք իրավիճակներում, երբ ֆինանսական հաստատությունները կամ ակտիվները կորցնում են իրենց արժեքի զգալի մասը: Ֆինանսական ճգնաժամի առաջացման պատճառ կարող են հանդիսանալ բանկային խուճապը, արժեթղթերի շուկաների ճախողումը, ինչպես նաև «**Ֆինանսական փուչիկների**» (Financial Bubbles) ի հայտ գալը, արժուրային ճգնաժամերը և սուվերեն անվճարունակությունը (sovereign default):

**Համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամ:** Երբ մի երկիր որոշակի ժամանակահատված կիրառում է հաստատագրված փոխարժեքի ռեժիմ, բայց անսպասելի արժեզրկվում է իր արժույթը, կոչվում է արժուրային ճգնաժամ (currency crisis) կամ վճարային հաշվեկշռի ճգնաժամ (balance-of-payment crisis): Փոխարժեքի դրույթի ճնշումներով պայմանավորված անվանական արժույթի փոփոխությունները կամ ռեզերվների փոփոխություններն անդրադառնում են ազգային արժույթի գնողունակության վրա, այսինքն՝ հանգեցնում են իրական փոխարժեքի փոփոխության (առնվազն կարճաժամկետ հատվածում): Վճարային հաշվեկշռի ճգնաժամը տեղի է ունենում այն դեպքում, երբ երկիրը սպառում է իր՝ օտարերկրյա արժույթով արտահայտված ռեզերվները՝ կիրառելով հաստատագրված փոխարժեքի ռեժիմ:

Համարվում է, որ տնտեսությունը գտնվում է վճարային հաշվեկշռի ճգնաժամի մեջ, երբ այն ունի ընթացիկ հաշվի պակասուրդ, ինչը նշանակում է, որ երկիրը ծախսում և փոխառում է ավելի շատ, քան իրականում վաստակում է:

Օտարերկրյա արժուրային ռեզերվներն օգտագործվում են ընթացիկ հաշվի պակասուրդը ֆինանսավորելու համար: Դա

նշանակում է, որ երկիրը կարող է օգտագործել իր օտարերկրյա ռեզերվները՝ ներմուծումը ֆինանսավորելու համար:

**Լայն տնտեսական ճգնաժամ (Wider economic crises):** Երբ մի երկրում երկու կամ ավելի եռամսյակ շարունակ տեղի է ունենում ՀՆԱ-ի բացասական աճ, ապա խոսքը գնում է տնտեսական անկման մասին (economic recession): Երբ այս ժամանակահատվածը բավական երկարաձգվում է, ապա արդեն խոսքը գնում է տնտեսական ճգնաժամի մասին (economic depression): Քանի որ այս երևույթներն ընդգրկում են տնտեսության առավել լայն ոլորտներ, քան սոսկ ֆինանսական հատվածն է, ապա դրանք չեն դիտարկվում իբրև ֆինանսական ճգնաժամեր: Սակայն, պետք է նշել, որ շատ տնտեսական անկումների և ճգնաժամերի պատճառ են հանդիսացել ֆինանսական ճգնաժամերը կամ հակառակը: Մասնավորապես, նման օրինակ կարող է ծառայել Մեծ տնտեսական ճգնաժամը (1929-1933թթ.), որը շատ երկրներում տարածվել է բանկավազքի և արժեթղթերի շուկաների ճախողման հետևանքով:

Հիպոթեզային վարկավորման խնդիրների պատճառով առաջացած ներկայիս համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամը որոշ երկրների կանգնեցնում է տնտեսական աճի տեմպերի թուլացման վտանգի առաջ:

### **1.3 Ֆինանսական ճգնաժամի առաջացման պատճառները**

Չնայած որ ֆինանսական ճգնաժամերի հիմքերը տարբերույթ են՝ դրանք առաջանում են տարբեր պատճառների համակցությունից: Դրանց համար շարժառիթ են ծառայում հետևյալ դեպքերը.

- Ֆինանսական և կապիտալի շուկաների էքզոգեն ցնցումներ, որոնք առաջանում են շուկայական գործոնների ազդեցության հետևանքով ու կարող են ձախողել կառավարությունների, կենտրոնական կամ առևտրային բանկերի կողմից իրենց ժամկե-

տային պարտավորությունների կատարումը: Օրինակ արտաքին առևտրի պայմանների կտրուկ վատթարացումը, նավթի գների անկումը կարող են առաջացնել ֆիսկալ կամ արտաքին պարտքի սպասարկման խնդիրներ:

- Ֆինանսական ճգնաժամի մեկ այլ պատճառ կարող է հանդիսանալ տնտեսական քաղաքականության հակադարձ ազդեցության միտումը, երբ բարեփոխումների ազդեցությունը կարող է բացասաբար անդրադառնալ շուկայի մեկ այլ հատվածի վրա: Օրինակ՝ կապիտալի շուկայի ազատականացումը կարող է ազդել տոկոսադրույքների վրա, որն իր հերթին կխաթարի բանկերի միջնորդային ծառայությունները՝ հետագայում բանկային ոլորտում ցնցումներ առաջացնելով: Իր հերթին, եթե կառավարությունը պետական ներքին պարտքի ֆինանսավորումը իրականացնում է ներքին շուկաներից ցածր դրույքներով, սպա ֆինանսական շուկաների ազատականացման դեպքում տոկոսադրույքները կարող են աճել՝ ազդելով պետական պարտքի սպասարկման վրա՝ առաջացնելով ֆիսկալ խնդիրներ:

- Փոխառություն ներգրավելու սահմանափակումները կամ որոշակի սահմանաչափերի հասնելը ևս մեկ պատճառ են պետության, կենտրոնական բանկի կամ այլ բանկերի ճգնաժամային իրավիճակների ձևավորման համար: Փոխառուների արագ աճող պահանջները, հասնելով չզսպվող սահմանաչափերի, կարող են իրենց հերթին առաջացնել չվճարումների շոթայական ռեակցիա և ազդել տնտեսության վրա՝ ի հայտ բերելով ճգնաժամային տնտեսական վնասներ: Օրինակ կապիտալի շարժի ազատականացման դեպքում բանկերը կարող են միջազգային շուկաներից միջոցներ ներգրավել, մինչև իրենց վերահսկողական սահմանաչափին հասնելը, ինչը կարող է հանգեցնել տնտեսության վարկավորման աճին ու ազգային արժույթի արժևորմանը: Փոխառության սահմանաչափին հասնելով և ներքին շուկաների վարկային պահանջարկը հագեցնելով՝ ֆինանսական միջոցների

ներհոսքն արտերկրներից դեպի շուկա դադարում է: Բանկերն այլևս չեն կարողանում նախկինի պես մեծ ծավալներով վարկավորում ապահովել՝ դրանով իսկ կրճատելով ընդհանուր պահանջարկը: Արդյունքում կտրուկ արժեզրկվում է ազգային արժույթը, որն էլ բերում է ճգնաժամային իրավիճակի:

Բոլոր երեք քննարկված ճգնաժամերի առաջացման պատճառները տեղավորվում են ինքնագոյացող խուճապի շրջանակներում: Օրինակ՝ եթե կառավարությունը սովորական պայմաններում կարող է ներգրավել ֆիսկալ և պարտքի սպասարկման խնդիրները լուծելու համար իրացվելիք միջոցներ, ապա խուճապի միջավայրում ավելանում է ռիսկայնությունը, վարկատուները հրաժարվում են տրամադրել միջոցներ՝ կարծելով, որ մնացած փոխատուները նույնպես սպասում են իրացվելիք միջոցների սղությանը. որպես հետևանք, այդ շրթայական գործընթացը առաջացնում է կառավարության գործունեության ձախողում:

**Արտարժույթի ճգնաժամեր:** Արտարժույթի ճգնաժամը կարող է առաջանալ ինքնագոյացող մեխանիզմի շնորհիվ (Օքստֆելդ 1996): Օրինակ՝ եթե կառավարությունը կամ Կենտրոնական բանկը վարում են կոշտ դրամավարկային քաղաքականություն՝ գների կայունությունը ապահովելու համար, ապա արժութային ճնշումների պարագայում, գործազրկության մակարդակի նվազումը նդվում է երկրորդական պլան: Կենտրոնական բանկը կարող է բարձրացնել տոկոսադրույքները, որն ըստ էության կվնասի բանկային համակարգին և իրական վտանգ կսպառնա տնտեսությանը: Այսպիսով, Կենտրոնական բանկը, ընտրելով այլ ճանապարհ, որոշելով ապահովել արժութային փոխարժեքների կայունությունը, միջամտելով ազգային արժույթի փոխարժեքի՝ տնտեսության համար նպատակային մակարդակի, կունենա շուկաներում երկու ռացիոնալ սպասումներ կամ ազգային արժույթի փոխարժեքի կայուն մակարդակ կարճաժամկետ կտրվածքով, սակայն փոխարենը ձեռք կբերի ԿԲ-ի արժութային պահուստի նվազում միջնաժամ-

կետ կտրվածքով, կամ էլ ազգային արժույթի արժեգրկում դրան հաջորդող բացասական խուճապով:

Ինքնագոյացող բանկային խուճապը ամենահստակ ուսումնասիրությունն է, որը սկիզբ է դրվել անցյալ դարի ութսունական թվականներից (Ղիամոնդ և Ղայբվիզ 1983):

Հնարավոր վտանգն առաջանում է այն ժամանակ, երբ բանկերն, ունենալով իրացվելիության ճեղքվածք ֆինանսավորում են երկարաժամկետ ակտիվները՝ հիմնվելով կարճաժամկետ ավանդների բազայի վրա: Եթե ավանդատուները սկսում են անհանգստանալ բանկային համակարգի ակտիվների ժամկետահատության առումով՝ ունենալով միջազգային շուկաներում տոկոսադրույքների կամ իրացվելիության խնդիրներ, սկսվում է «բանկավազքը»:

Այսպիսով, սովորական պայմաններում վճարունակ և կայուն բանկում ստեղծվում է ավանդային միջոցների պակասուրդ, որն էլ առաջացնում է անվճարունակության խնդիրներ:

**Բանկային ճգնաժամեր:** Բանկային ճգնաժամերի պատճառ կարող են հանդիսանալ «բանկավազքը» (Bank run): Այն իրենից ներկայացնում է այնպիսի իրավիճակ, երբ որևէ երկրում կամ տարածաշրջանում՝ ելնելով վատատեսական սպասումներից, ավանդատուները բանկերից համատարած ետ են պահանջում իրենց գումարները: Քանի որ բանկերն իրենց հերթին վարկ են տրամադրում ստացված գումարներն ավանդների տեսքով, ապա դժվարանում են միանգամից վերադարձնել նշված ավանդները: Հետևաբար, նման «բանկավազքը» կարող է պատճառ հանդիսանալ շատ բանկերի սննկացման, և ավանդատուների խնայողությունների կորստի մամանավանդ, եթե այդ ավանդներն ապահովագրված չեն: Երբ նման իրարանցումը լայն տարածում է գտնում, այն անվանվում է համակարգային բանկային ճգնաժամ կամ պարզապես բանկային խուճապ:

Այն իրավիճակում, երբ չկա բանկավազք, սակայն բանկերը խուսափում են վարկեր տրամադրել՝ մտավախություն ունենալով անհրաժեշտ քանակությամբ ֆոնդերի բացակայությունից, բնութագրվում է իբրև վարկային սահմանափակում (credit crunch): Բանկավազքի հետևանքով սննկացած բանկերի օրինակներ են Միացյալ նահանգների բանկը (1931թ.) և Նորդերն Ռ-ոքը (2007թ.): 1980-ականների ԱՄՆ-ի խնայողությունների և վարկային ճգնաժամը հանգեցրեց վարկավորման սահմանափակման, ինչը դիտարկվում է որպես 1990-1991թթ. ԱՄՆ տնտեսության անկման հիմնական պատճառը:

#### **1.4 Ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամի առաջացման պատճառները**

Ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամի առաջացման վերաբերյալ կան բազմաթիվ կարծիքներ: Մասնագետների մի մասը գտնում են, որ ճգնաժամն անխուսափելի էր՝ հիմնվելով անցյալի վրա, իսկ մյուս մասը գտնում են, որ տնտեսական երևույթներին բնորոշ է անորոշությունը: Եթե փորձենք խմբավորել ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամի առաջացման պատճառները՝ հիմնվելով կատարված վերլուծությունների վրա, ապա կարող ենք նշել, որ ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամի առաջացման պատճառներն են.

- *վարկային բուժերը*-համաձայն այս մոտեցման ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամի հիմնական պատճառը հանդիսացել է հենց 21-րդ դարի սկզբին արագ տեմպերով զարգացող վարկային բուժը, (Giovanni Dell’Ariccia, Deniz Igan and Luc Laeven, 2008)

- *ռիսկայնության մակարդակը որոշող ստանդարտացված մոդելները*-համաձայն այս մոտեցման ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամի հիմնական պատճառը բանկերի կողմից օգտագործվող ռիսկայնության մակարդակը որոշող ստանդարտ մոդելներն են, որոնք շատ զգայուն են գնի նկատմամբ (Avinash Persaud, Jon Danielsson 2008, CEPR)

- *համաշխարհային/միջազգային շուկայում անորոշության աճող մակարդակը*-համաձայն այս մոտեցման ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամի հիմնական աղբյուրը համաշխարհային շուկայում առկա անորոշության մակարդակն է և այդ անորոշության դեպքում շատ հաճախ ավելի նպատակահարմար է սպասել և ոչինչ չանել, քան այդ անորոշության պայմաններում կատարել որոշակի գործողություններ՝ հստակ չիմանալով դրանց հետագա սպասվող արդյունքը (Charles Wyplosz, 2008, CEPR)

- *պետական քաղաքականությունը, այլ ոչ թե դրամավարկային քաղաքականությունը*-համաձայն այս մոտեցման ներկայիս ժամանակակից տնտեսություններին բնորոշ են ֆինանսական ճգնաժամերը և կառավարությունները պետք է համապատասխան ճշգրտումներ կատարեն իրենց քաղաքականությունների մեջ, որպեսզի նվազեցնեն դրանց առաջացման հավանականությունը և գլոբալ տարածման հնարավորությունը (Stephen G. Cecchetti, 2008, CEPR)

- *դրամավարկային քաղաքականությունը*-համաձայն այս մոտեցման ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամի հիմնական պատճառը հանդիսացել է ցածր տոկոսադրույքը ԱՄՆ-ում (Tito Boeri and Luigi Guiso, 2008, CEPR)

- *ռեֆլեքսիվ գործընթացները*-ցանկացած զարգացած շուկայական տնտեսությանը բնորոշ է ռեֆլեքսիվ գործընթացները, իսկ ռեֆլեքսիվ գործընթացներին բնորոշ են փողի ստեղծման և տնտեսական ճգնաժամերի խթանման էֆեկտները: (ЮСИМОВ В., 2009)

Սովորաբար տրամադրվող վարկերի ծավալների զգալիորեն ավելացումը բերում է տրամադրվող փոխառությունների ստանդարտների նվազմանը: Իրականում, բանկային ճգնաժամերի գերակշիռ մասը տեղի են ունեցել վերջին 25 տարիների ընթացքում, ճիշտ այն ժամանակ, երբ տրամադրվող վարկերի ծավալները զգալիորեն աճել են: Մյուս կողմից, ոչ բոլոր վարկային «բումերն» են հանգեցրել բանկային ճգնաժամերի: Այսպես, համաձայն մի

շարք գիտական աշխատությունների, թեև վարկային «բումերի» ժամանակ բանկային ճգնաժամի առաջացման հավանականությունը աճում է 50-70%-ով, սակայն արձանագրված վարկային «բումերի» միայն 20% են հանգեցնում ֆինանսական ճգնաժամերի: Օրինակ՝ Բարաջալը և այլոք ցույց են տվել, որ 135 վարկային «բումերից» միայն 23 են ավարտվել բանկային ճգնաժամերով<sup>5</sup>: Մյուս կողմից, նրանց օրինակում բանկային ճգնաժամերի գրեթե կեսը վարկային բումերի պատճառով են ի հայտ եկել:

Ինչ վերաբերվում է տրամադրվող փոխառությունների ստանդարտների նվազմանը, ապա դա կարող է բացատրվել հետևյալ հինգ գործոններով<sup>6</sup>.

- Տրամադրվող փոխառությունների ստանդարտները հակված են ավելի շատ նվազման, երբ վարկային «բումը» ավելի մեծ է,

- Տրամադրվող փոխառությունների ցածր ստանդարտները կապված են անշարժ գույքի շուկայում գների արագ արժևորման հետ: Այստեղ վարկատուները հիմնվում են այն փաստի վրա, որ փոխառուները ցանկացած պահի կարող են լիկվիդացնել իրենց գրավը՝ անշարժ գույքը, և վերադարձնել վարկը:

- Տրամադրվող փոխառությունների ցածր ստանդարտները կարող են կապված լինել ֆինանսական շուկայի կառուցվածքային փոփոխության հետ: Դրանք ավելի շատ հակված են նվազման այն երկրներում կամ տարածաշրջաններում, որտեղ շուկա են մուտք գործում խոշոր ինստիտուտներ, որոնք նախկինում բացակայել են տվյալ երկրում կամ տարածաշրջանում:

- Տրամադրվող փոխառությունների ստանդարտները զգալիորեն նվազում են այն երկրներում կամ տարածաշրջաններում,

---

<sup>5</sup> Barajas, Adolfo, Giovanni Dell’Ariccia and Andrei Levchenko (2007), ‘Credit Booms: The Good, the Bad, and the Ugly’, Washington, DC: International Monetary Fund.

<sup>6</sup> Dell’Ariccia, Giovanni, Deniz Igan and Luc Laeven (2008), ‘Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market’, CEPR Discussion Paper No. 6683, London: CEPR.

որտեղ փոխառությունները վաճառում են տեղաբաշխված վարկերի մեծ մասը (asset securitization):

- Տրամադրվող փոխառությունների ստանդարտները նվազում են շնորհիվ «խթանող» դրամավարկային քաղաքականության:

Այստեղից հարց է առաջանում, թե ինչպես կարելի է մեղմել «վատ» ազդեցություն թողնող վարկային «բումերի» հետևանքները: Վարկերի աճը զսպող մակրոտնտեսական քաղաքականության արդյունավետության գնահատականները շատ տարբեր են<sup>7</sup>: Չնայած այն հանգամանքին, որ «խիստ» դրամավարկային քաղաքականությունը կարող է կրճատել բանկային փոխառությունների թե առաջարկը, և թե պահանջարկը, դրա արդյունավետությունը սահմանափակվում է կապիտալ հաշվի բացվածության աստիճանով: Սա հատկապես տեղի է ունենում փոքր ու մեծ բացվածության աստիճան ունեցող, ինչպես նաև զարգացած ֆինանսական հատված ունեցող երկրներում, որտեղ բանկերը հեշտությամբ են հայթայթում անհրաժեշտ ֆինանսական միջոցներ, ներառյալ՝ «մայր» ընկերություններից: Մյուս կողմից, «խիստ» դրամավարկային քաղաքականությունը կարող է հանգեցնել տեղական փոխառությունների զգալի մասի փոխարինմանը՝ արտասահմանյան փոխառություններով, հատկապես այն երկրներում, որտեղ գործում է հաստատագրված արժութային քաղաքականության ռեժիմը: Ավելին, «խիստ» հարկաբյուջետային քաղաքականությունը նույնպես կարող է զսպել վարկային «բումի» ընդլայնումը, սակայն այս մոտեցումը հաճախ նպատակահարմար չէ կիրառել՝ ելնելով քաղաքական նկատառումներից:

---

<sup>7</sup> Enoch, Charles and Inci Ötker-Robe, eds (2007), *Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe: Endless Boom or Early Warning?*, Washington, DC: International Monetary Fund and New York: Palgrave MacMillan.

## 2. Ֆինանսական ճգնաժամի համաշխարհային դրսևորումները

Գրեթե բոլոր երկրները (թե՛ զարգացած և թե՛ զարգացող) լուրջ խնդիրներ են ունենում համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամերի ժամանակ: Ավելին, մեր կարծիքով համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամի արդյունքները բաշխվում են ոչ հավասարաչափ: Այսպես, համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամերը սովորաբար սկիզբ են առնում զարգացած երկրներից և սկզբնական շրջանում շատ ավելի մեծ ազդեցություն են ունենում հենց այդ երկրների վրա: Մյուս կողմից, զարգացող երկրների տնտեսությունները շատ ավելի խոցելի են դառնում հենց համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամերի ժամանակ, թե՛ կարճաժամկետ և թե՛ երկարաժամկետ հատվածներում, քանի որ տնտեսական աճի նվազող տեմպերը զուգակցվում են նաև աղքատության բարձր ցուցանիշներով: Միևնույն ժամանակ զարգացող երկրների խոցելությունն էլ ավելի է խորանում, եթե կառավարության հակաճգնաժամային գործունեությունը սահմանափակվում է ոչ բավարար ինստիտուցիոնալ միջավայրով և ֆիսկալ ռեսուրսներով:

Չարգացող երկրները ներքաշվում են ֆինանսական ճգնաժամերի մեջ տարբեր պատճառներով՝

- միջազգային ֆինանսական ցնցումներ,
- արտարժութային փոխարժեքների սխալ քաղաքականություն,
- ֆիսկալ բարձիթողություն,
- ֆինանսական ազատականացում,
- բանկային համակարգի անարդյունավետություն:

Իր հերթին հանրային բացասական սպասումները կարող են հանդիսանալ ճգնաժամերի կամ խուճապի խորացման անկախ պատճառ:

## 2.1 Զարգացած երկրներ

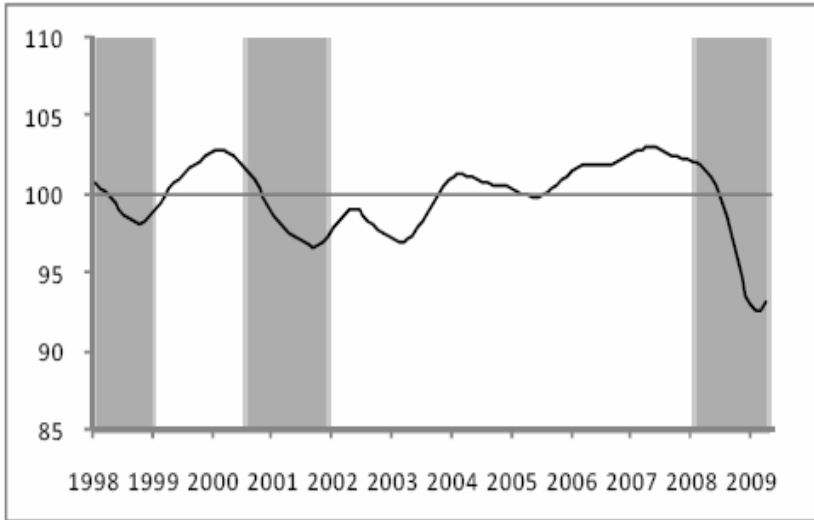
Համաձայն OECD-ի (Organization for Economic Cooperation and Development, OECD), այդ կազմակերպության անդամ պետությունները միջինում կունենան ՀՆԱ-ի 4.3% անկում 2009թ. ընթացքում, Եվրոգոտու երկրների և ԱՄՆ տնտեսությունները՝ մոտ 4%, Ճապոնիան՝ 7%, իսկ Կանադան՝ 3%-ի չափով: Միջազգային առևտրի ցուցանիշները կնվազեն մոտ 13%-ով, համաշխարհային տնտեսական աճը՝ ավելի քան 2.7 %-ով:

Եվրոգոտին կարճաժամկետի 4.1% անկում 2009թ. և որոշ կանխատեսումների համաձայն միայն 2010 թ. կեսերից կկարողանա աճի միտումներ դրսևորել: Տնտեսական ճգնաժամը հետևողական կերպով կվնասի ֆինանսական հատվածի վատթարացմանը: Տնտեսական ճգնաժամը, որպես կանոն, հազեցնում է սոցիալական ճգնաժամի՝ վատթարացնելով աղքատության ցուցանիշները ողջ աշխարհում:

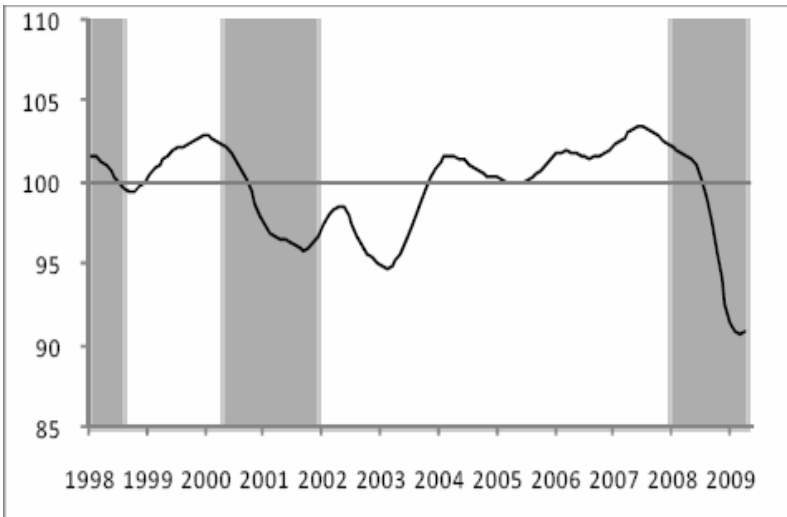
OECD անդամ երկրների համար հատուկ մշակված համախառն առաջատար ցուցանիշները (Composite Leading Indicators, CLI) ներկայացնում են տնտեսական գործունեության տատանումներն իր երկարաժամկետ պոտենցիալ մակարդակի շուրջ: Այս մոտեցումը թույլ է տալիս ներկայացնել ոչ թե քանական այլ որակական տեղեկատվություն տնտեսության կարճաժամկետ շարժի վերաբերյալ: Չորս ցիկլիկ փուլերը ձևավորում են այս քանակական մոտեցման հիմքը

1. ընդլայնում-CLI-ին աճում է և բարձր է 100-ից,
2. դանդաղում-CLI-ին նվազում է և բարձր է 100-ից
3. անկում-CLI-ին նվազում է և ցածր է 100-ից
4. վերականգնում-CLI-ին աճում է և ցածր է 100-ից:

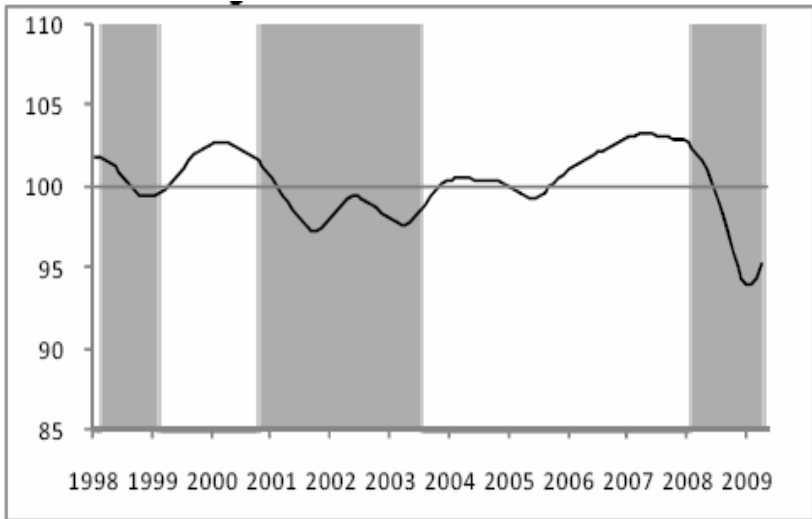
Գծապատկեր 1: OECD



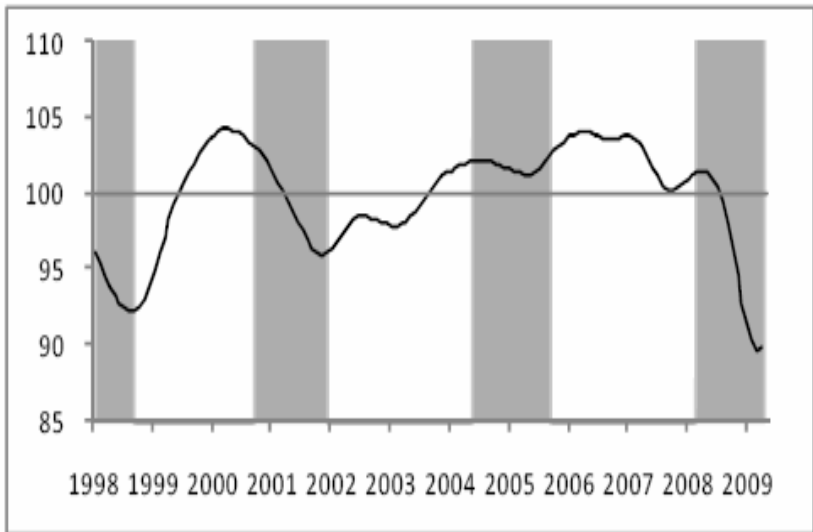
Գծապատկեր 2: ԱՄՆ



Գծապատկեր 3: Եվրոյի Գուտի



Գծապատկեր 4: Ճապոնիա



Աղբյուր՝ OECD Composite Leading Indicators, Paris 2009

Այսպես, OECD անդամ երկրների համար CLI-ին 2009թ. ապրիլին աճել է 0.5 կետով, սակայն այն 8.3 կետով ցածր է 2008թ. ապրիլի մակարդակից (Գծապատկեր 1): ԱՄՆ-ի դեպքում CLI 2009թ. ապրիլին աճել է 0.2 կետով, սակայն 10.8 կետով ցածր է քան մեկ տարի առաջ էր (Գծապատկեր 2): Ինչպես նկատում ենք Եվրոգոտում CLI աճել է 0.8 կետով, սակայն 6.3 կետով դեռևս ցածր է քան մեկ տարի առաջ էր ( Գծապատկեր 3): 2009 թ. ապրիլին Ճապոնիայի դեպքում CLI-ին աճել է 0.1 կետով, սակայն այն դեռ 11.9 կետով ցածր է մեկ տարի առաջվա մակարդակից (Գծապատկեր 4):

Ըստ կանխատեսումների զարգացող երկրների տնտեսությունների տնտեսական աճի տեմպերը զգալիորեն կդանդաղեն 2009թ. ընթացքում (2008թ. զարգացող երկրների տնտեսական աճի տեմպը կազմել է միջինում 5.8%: Նույնիսկ Չինաստանի տնտեսության մեջ արդեն նկատվում է զգալի նվազման միտում: Այսպես, ըստ կանխատեսումների 2009թ. Չինաստանի տնտեսական աճը կկազմի 6.3%՝ 2008 թ. 9%-ի և 2007թ. 12%-ի փոխարեն:

Ֆինանսական ճգնաժամի զարգացումները սրությամբ արտահայտվեցին ԱՄՆ-ի անշարժ գույքի շուկայում՝ ազդելով հիպոթեքային վարկերի որակի, անշարժ գույքի հետ կապված գրեթե բոլոր արժեթղթերի գնանշման վրա՝ վնաս պատճառելով ֆինանսական և բանկային հատվածին:

Ֆինանսական ճգնաժամերը պայմանավորված են ֆինանսական բանկային հաստատություններում վարկատուի և փոխառուի միջև հարաբերությունների ու վստահության գործոնի վատթարացմամբ:

Անորոշությունը, եկամուտների մասով, հանգեցնում է նյութական անհիմն սպասումների, նաև՝ իրացվելիք միջոցների կրճատմանը: Երբ կարճաժամկետ պարտավորությունների նկատմամբ պարզավճարները ավելանում են, իրացվելիության հարցերը դառնում են անվճարունակության ու կապիտալի խնդիր և պահանջում կարգավորող մարմինների միջամտություն:

Հաշվի առնելով ներկա ճգնաժամի գլոբալ, ընդհանրական բնույթը՝ վստահորեն կարելի է կանխատեսել, որ տնտեսական անկումն իր ազդեցությունը կթողնի մոտակա մի քանի տարիներին՝ թույլ չտալով պետություններին վերգտնել իրենց նախկին տնտեսական հզորությունները:

Ֆինանսական շուկայի ցնցումները հատկապես խորացան և ավելի ցայտուն արտահայտվեցին 2008 թ. աշնանը, երբ «Լեհման բրադերս» ընկերությունը ձախողվեց: Դա հանգեցրեց ԱՄՆ-ի և Եվրոպայի մի քանի խոշոր ֆինանսական հաստատությունների մասնագիտական գործունեության վատթարացմանը՝ ստիպելով կառավարություններին ազգայնացման կամ այլ միջոցներով փրկության ծրագրեր մշակել:

Կառավարությունները նման իրավիճակներում գործում են մի քանի ուղղություններով.

- փորձում են վերականգնել պահանջարկը,
- նվազեցնում են ճգնաժամի սոցիալական ազդեցությունը,
- վերականգնում կամ ուժեղացնում են ֆինանսաբանկային համակարգը,
- օժանդակում տնտեսական զարգացում ապահովող միջոցառումներին:

## **2.2 Չարգացող երկրներ**

Չարգացող երկրները, որպես համաշխարհային տնտեսության առանձին ենթախումբ, թևակոխեցին նոր տասնամյակ (2000թ.-ից ի վեր), որի ընթացքում զգալիորեն բարելավեց դրանց կարգավիճակը համաշխարհային տնտեսության մեջ: Չարգացող երկրները կարողացան ապահովել ցածր ինֆլյացիոն տեմպեր և իրականացնել համեմատաբար կայուն մակրոտնտեսական քաղաքականություն, որի արդյունքում գրանցեցին տնտեսական աճի բարձր տեմպեր: Մյուս կողմից, 2002-2007թթ. ընկած ժամանակահատվածում նշանակալիորեն ավելացան զարգացող

երկրների արտահանման ծավալները. 1980-ական թթ. զարգացող երկրների ապրանքների և ծառայությունների արտահանման աճի միջին տեմպը կազմել է 4.2%, 1990-ական թթ.՝ 4.8%, իսկ 2002-2007թթ. ընկած ժամանակահատվածում գրանցվել է աննախադեպ աճ՝ կազմելով 12.3%: Ավելին, եթե 2000թ. զարգացող երկրների արտահանման բաժինը ՀՆԱ-ում կազմել է 29.0%, ապա 2007թ. այն ավելացել է՝ կազմելով 39%<sup>8</sup>:

Ինչպես նկատում ենք, զարգացող երկրների արտահանման աճի տեմպերը նույնիսկ գերազանցել է 1990-ական թթ. մակարդակը, իսկ 1990-ական թթ. բնութագրվում են որպես զարգացող երկրների տնտեսական զարգացման աննախադեպ աճի ժամանակաշրջան: Ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամը կարող է թողնել հետևյալ բացասական ազդեցությունները զարգացող երկրների վրա՝ ելնելով դրանց տնտեսության զարգացման առանձնահատկություններից<sup>9</sup>.

- *Լուրջ հիմնախնդիրներ արժեթղթերի շուկայում*: Այսպես, Ռուսաստանի արժեթղթերի շուկայում արդեն երկու անգամ կանգնեցվել են բոլոր գործարքները: Թե՛ զարգացած և թե՛ զարգացող երկրների արժեթղթերի շուկաներում ինդեքսները զգալիորեն նվազել են, սկսած 2008թ.-ի մայիսից: Ինչպես նկատում ենք, այստեղ ՀՀ տնտեսությունը նշանակալի կորուստներ չի կարող ունենալ, քանի որ արժեթղթերի շուկան (հատկապես երկրորդական շուկան) բավական զարգացած չէ Հայաստանում:

- *Առևտրային քաղաքականության փոփոխություն*: Վերջին շրջանում զարգացող երկրների՝ մասնավորապես Չինաստանի և Հնդկաստանի տնտեսական աճի արդյունքում զգալիորեն ավելացել է այդ երկրների ներմուծման ծավալները, ինչպես նաև՝

---

<sup>8</sup> Justin Yifu Lin (2008) “The Impact of the Financial Crisis on Developing Countries”

<sup>9</sup> Overseas Development Institute “The Global Financial Crisis and Developing Countries”, October 2008

պղնձի, նավթի և այլ բնական ռեսուրսների նկատմամբ պահանջարկը՝ դրանով իսկ խթանելով համաշխարհային արտահանման աճին և գների մակարդակի բարձրացմանը: Ֆինանսական ճգնաժամի պատճառով վերոհիշյալ երկրների տնտեսական աճի տեմպերը վստահաբար կդանդաղեն, և արդյունքում կունենանք տրամաբանական հակադիր պատկեր: Այստեղ Հայաստանի տնտեսության կորուստները ակնհայտ են, քանի որ չնայած այն հանգամանքին, որ 1995-2007թթ ընկած ժամանակահատվածում թե՛ ներմուծումը, և թե՛ արտահանումն անընդհատ աճել են, 2008թ. ներմուծումը ավելի քան 4 անգամ գերազանցել է արտահանմանը (ներմուծում/արտահանում=4.1): Ավելին, ՀՀ ներմուծման և արտահանման կառուցվածքը զգալիորեն տարբերակված չէ:

- *Դրամական փոխանցումների կրճատում:* Ընդհանուր առմամբ ճգնաժամի արդյունքում դրամական փոխանցումները դեպի զարգացող երկրներ նշանակալիորեն կկրճատվեն: Ավելի քիչ մարդիկ կմեկնեն զարգացած երկրներ, երբ վերջիններիս տնտեսություններն անկում են ապրում, հետևաբար նրանց կողմից ավելի քիչ դրամական փոխանցումներ կկատարվեն դեպի զարգացող երկրներ: Մյուս կողմից արդեն մեկնածները հնարավոր է վերադառնան հայրենիք՝ դրանով իսկ ավելի խորացնելով սոցիալ-տնտեսական բարդ իրավիճակը զարգացող երկրներում: Ելնելով վերը նշվածից՝ կարող ենք փաստել, որ այս դեպքում ՀՀ տնտեսությունը զգալի կորուստներ կունենա: Հետագայում աշխատանքում կփորձենք ներկայացնել, թե ինչ ազդեցություն կարող է ունենալ դրամական փոխանցումների կրճատումը ՀՀ տնտեսության վրա:

- *Օտարերկրյա ուղղակի ներդրումների և անշարժ գույքի ոլորտում ներդրումների կրճատում:* Չնայած 2007թ. զարգացող երկրների համար ՕՈՒՆ-ի տեսանկյունից համարվում էր ռեկորդային տարի, արդեն 2008թ. սկսած անշարժ գույքի ֆինանսավորումը և ՕՈՒՆ-ի հոսքերը զգալիորեն կրճատվեցին: Եթե 2007թ. զարգացած երկրներում ՕՈՒՆ-ի ծավալը կազմում էր 1.24 տրի-

լիոն դոլար (համաշխարհային տնտեսության մեջ 1.83 տրիլիոն), ապա ըստ կանխատեսումների արդեն 2008թ. դրանց ծավալը կկրճատվի 32.7%-ով (21.0%), կազմելով՝ 840 մլրդ. դոլար (1.44 տրիլիոն)<sup>10</sup>: Ինչ վերաբերում է Հայաստանին, ապա ՕՌԽ-ի ներհոսքը Հայաստան անպատճառ կկրճատվի՝ պայմանավորված համաշխարհային տնտեսության մեջ դրանց կրճատումներով: Մյուս կողմից, Հայաստանի անշարժ գույքի շուկան նշանակալի կորուստներ չի ունենա, քանի որ ներդրումների հիմնական մասը իրականացվել է կանխիկ գումարի հիման վրա, այլ ոչ թե առևտրային բանկերի ֆինանսավորմամբ: Սակայն, այդուհանդերձ, համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամը կհանգեցնի անշարժ գույքի պահանջարկի նվազմանը, ինչը կբերի անշարժ գույքի շուկայում գների զգալի նվազմանը:

• *Առևտրային վարկավորման ծավալների կրճատում:* Չարգացող երկրների առևտրային բանկերը այլևս չեն կարող նախկին ծավալներով առևտրային վարկեր տրամադրել: Ինչպես ականատես եղանք, ՀՀ առևտրային բանկերը արդեն իսկ զգալիորեն բարձրացրել են տրամադրվող վարկերի տոկոսադրույքները, որն իր հերթին որոշակիորեն նվազեցրել է սպառողական վարկերի պահանջարկը:

Ինչ վերաբերում է զարգացող երկրների վրա ճգնաժամի ազդեցությանը, ապա Լատինական Ամերիկայից մինչ Կենտրոնական Եվրոպա, համապատասխան իրավասություններով օժտված պաշտոնյաները փորձում են նպատակային գործողություններ իրականացնել այդ տնտեսությունները կայունացնելու ուղղությամբ: Մասնավորապես, Արժույթի միջազգային հիմնադրամը բանակցություններ է վարում մի շարք երկրների հետ՝ ծայրահեղ անհրաժեշտության վարկեր տրամադրելու համար: Դա կօգնի օտարերկրյա կապիտալի կարիք ունեցող երկրներին ֆինանսական միջոցներ փոխ առնել:

---

<sup>10</sup> Աղբյուր՝ UNCTAD/PRESS/PR/2009/001.rev1

Ի տարբերություն ԱՄՆ-ի և Արևմտյան Եվրոպայի, որտեղ հիպոթեթային վարկավորումը լայն մասշտաբների էր հասել, ինչի արդյունքում խարխլվեց այդ երկրների բանկային համակարգը, զարգացող երկրներում ճգնաժամի տարածման պատճառներն այլ են: Արագ զարգացող տնտեսություն ունեցող երկրները կախված են Արևմտյան բանկերից՝ գործարաններ կառուցելու, մեքենասարքավորումներ գնելու և իրենց արտադրանքը ԱՄՆ և Եվրոպա արտահանելու համար: Երբ այդ բանկերն այլևս չեն կարողանում գումարներ տրամադրել այդ երկրներին, վերջիններին տնտեսությունը հայտնվում է ճգնաժամի մեջ՝ վարկային սահմանափակման հետևանքով: Մասնավորապես, արժեթղթերի շուկաները և արժույթները արժեզրկվեցին, օտարերկրյա կապիտալի հոսքերը դադարեցին, առևտրային հոսքերը նվազեցին, ինչի հետևանքով ներդրողներին անհանգստացրեց այն հեռանկարը, որ որոշ երկրներ կարող են անվճարունակ ճանաչվել: Նման պետությունները օտարերկրյա արժույթով կուտակված հսկայական պարտքեր ունեն, իսկ այդ պարտքերի արժեքը գնալով ավելանում է, որովհետև արժեզրկվում են ազգային արժույթները: Վնաս չկրելու համար, այդ երկրները ցանկանում են լրացուցից, պահուստային միջոցներ կուտակել՝ սեփական վարկերը մարելու համար:

Տրամաբանական կլիներ, որ զարգացած, դոնոր երկրները որոշակի պատասխանատվություն կրեին այս խնդրի կարգավորման հարցում, քանի որ, ի վերջո, այդ երկրների ֆինանսական համակարգերի հիմնախնդիրների պատճառով է առաջացել ներկայիս գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամը:

Այդ է պատճառը, որը Արժույթի միջազգային հիմնադրամը որոշել է ուշադրությունը սևեռել զարգացող տնտեսությունների վրա, որոնք ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամի պայմաններում դրամական միջոցների ձեռք բերման խնդիրներ ունեն:<sup>11</sup>

---

<sup>11</sup> Mark Landler, “West is in Talks on Credit to Aid Poorer Nations”, 23.10.2008

Առ այսօր Արժույթի միջազգային հիմնադրամը հատկացրել է 50 միլիարդ ԱՄՆ դոլար գլոբալ ճգնաժամին դիմակայելու համար: Մասնավորապես Արժույթի միջազգային հիմնադրամը Հայաստանին հատկացրել է 540 մլն. ԱՄՆ դոլար գլոբալ տնտեսական ճգնաժամի ազդեցությունը մեղմելու համար:<sup>12</sup> Լրացուցիչ ֆինանսական օգնություն կտրամադրվի Հայաստանին նաև այլ դոնոր կազմակերպությունների և միջազգային գործընկերների, այդ թվում նաև Համաշխարհային բանկի կողմից:

Սակայն, պետք է նշել, որ երկրներն այնքան էլ պատրաստակամ չեն Արժույթի միջազգային հիմնադրամից վարկ վերցնել, քանի որ այդ վարկավորման պայմանները չափազանց խիստ են, և միայն լուրջ դժվարությունների բախվող երկրներն են պատրաստակամություն հայտնում ֆինանսական օժանդակություն ստանալ Արժույթի միջազգային հիմնադրամից: Նշենք, որ հիմնադրամի խոշորագույն բաժնետերը հանդիսանում է ԱՄՆ-ն, և այս հանգամանքը մտավախություն է առաջացնում, որ ԱՄՆ-ն կարող է միջամտել փոխառու երկրի ներքին խնդիրներին և քաղաքականության մշակմանը:

Ընդհանրացնելով կարող ենք նշել, քանի որ գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամի արդյունքները կարող են տարբեր լինել՝ կախված երկրների տնտեսական կառուցվածքի առանձնահատկություններից, ապա այլ հավասար պայմաններում, նման ճգնաժամի տնտեսական հետևանքները ցանկացած երկրի համար կարող են լինել.

- արտահանման կրճատում՝ կապված համաշխարհային տնտեսության մեջ եկամուտների մակարդակի կրճատմամբ,
- ընթացիկ հաշվի հաշվեկշռի և վճարային հաշվեկշռի վատթարացում,

---

<sup>12</sup> Maureen Burke, “IMF Lends Armenia \$540 Million to Counter Crisis Impact”, IMF Survey Magazine, 09.03.2009. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/car030909b.htm>

- ներդրումային և տնտեսական աճի ցածր տեմպեր,
- զբաղվածության կրճատում:

Մյուս կողմից գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամը կարող է նաև առաջ բերել սոցիալական որոշակի խնդիրներ, որոնցից առավել կարևորներն են.

- աղքատության մակարդակի ավելացում (սա հատկապես շատ վատ կարող է անդրադառնալ բարձր աղքատության մակարդակ ունեցող երկրների վրա),
- առողջապահության թույլ համակարգ և հանցագործությունների ավելացում:

### **2.3 Ներկայիս գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամի դրսևորումները**

Ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամի իրական հեևանքները դրսևորվեցին 2007թ. կեսերից: Արդեն 2008թ.-ին ամբողջ աշխարհում արժեթղթերի<sup>13</sup>, ինչպես նաև անշարժ գույքի գները սկսեցին նվազել, խոշոր ֆինանսական ընկերությունները զգալիորեն թուլացան և/կամ վաճառվեցին: Նույնիսկ տնտեսապես ամենահզոր երկրների կառավարություններն օժանդակման ծրագրեր մշակեցին՝ իրենց ֆինանսական համակարգը վերակենդանացնելու համար: Ըստ Անգլիայի բանկի գնահատումների, ԱՄՆ-ի և ԵՄ երկրների ընդհանուր կորուստները արդեն կազմել են 2.8 տրիլիոն դոլար<sup>14</sup>:

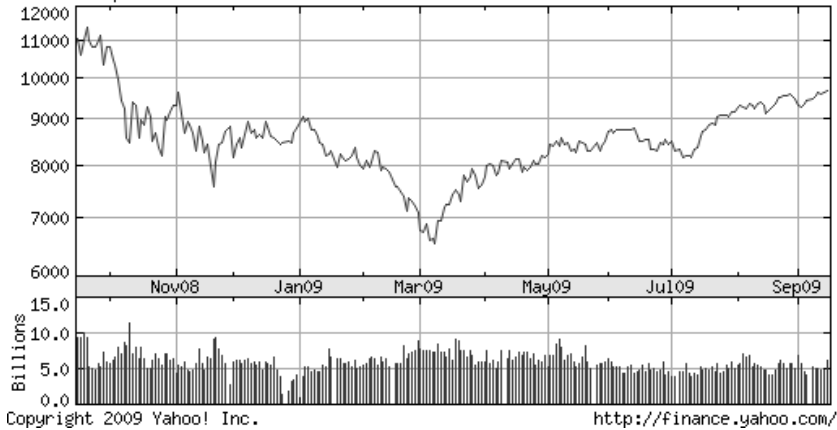
---

<sup>13</sup> Արժեթղթերի շուկայում ինդեքսները՝ համեմատած իրենց ամենաբարձր ցուցանիշի հետ, նվազեցին ավելի քան 50%-ով: Այսպես, եթե 2007թ. հուլիս ամսին Dow Jones ինդեքսը կազմում էր 13565, 2008թ. հուլիսին՝ 11382, ապա արդեն 2009թ. մարտի սկզբին այն կազմեց 6626:

<sup>14</sup> Кудрин А. Мировой финансовый кризис и его влияние на Россию // Вопросы экономики. 2009. №1.

## Գծապատկեր 5: Dow Jones Industrial Average-ի դինամիկան

DJ INDU AVERAGE (DOW JONES & CO  
as of 15-Sep-2009



Այսպիսով ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամը, որն արդեն նշանակալի վնասներ է պատճառել և շարունակում է պատճառել ԱՄՆ և աշխարհի մնացած ֆինանսական շուկաներին, սկիզբ է առել ակտիվների գների «փուչիկի» հետևանքով և առնչվում է ինչպես ֆինանսական նորարարություններին, որոնք կարող են քողարկել ռիսկը, այնպես էլ ձեռնարկություններին, որոնք ձախողվեցին՝ չհետևելով ռիսկի կառավարման գործընթացներին, կարգավորող ու վերահսկող մարմիններին, որոնք չկարողացան սահմանափակել փոխառությունների ծավալները:<sup>15</sup> Սովորաբար ֆինանսական ակտիվները (վարկեր, ներդրումներ արժեթղթերում և պահանջներ այլ բանկերի նկատմամբ) վերածվում են «փուչիկի», երբ դրանց արժեքը/գինը գերազանցում է ստացվելիք եկամտի ներկա արժեքը (օրինակ՝ տոկոսավճարներ կամ դիվիդենտներ): Եթե շուկայի մասնակիցների մեծ մասը գնում են որո-

<sup>15</sup> Martin Neil Baily, Robert E. Litan, Matthew S. Johnson, “The Origins of the Financial Crisis”, Initiative on Business and Public Policy, Fixing Finance Series – Paper 3, November 2008, p. 10.

շակի ակտիվներ՝ ակնկալելով որոշ ժամանակ անց (սովորաբար կարճաժամկետ հատվածում) այն վաճառել ավելի բարձր գնով, ապա այս իրավիճակը խթանում է ֆինանսական «փուչիկի» առաջացմանը: Եթե «փուչիկ» առկա է, ապա այն հանգեցնում է շուկայում տվյալ ակտիվի գնի որոշակի ճնշումների: Շուկայի մասնակիցները շարունակում են գնել այդ ակտիվները միայն այն պարագայում, երբ նրանք ակնկալում են, որ հետագայում այդ ակտիվների նկատմամբ պահանջարկ կլինի (օրինակ՝ շուկայում կգտնվեն գնորդներ, որոնք պատրաստ կլինեն վճարել ավելի բարձր գին դրանց համար), դրանով իսկ նպաստելով «փուչիկի» մեծացմանը: Հակառակ դեպքում շուկայում տեղի է ունենում որոշակի ակտիվների մասսայական վաճառք, որը բերում է տվյալ ակտիվների գների կտրուկ նվազման:

2000թ.-ին Dot-com-ի<sup>16</sup> «փուչիկի» պայթելուց հետո և արժեթղթերի շուկայում առաջացած խնդիրների արդյունքում՝ 2001թ.-ին ԱՄՆ տնտեսությունում անկում արձանագրվեց: Մյուս կողմից, 2001թ.-ի սեպտեմբերի 11-ի ողբերգական իրադարձությունները նպաստեցին տնտեսության անկմանը: Տնտեսական անկման ազդեցությունը մեղմելու նպատակով Ֆեդերալ ռեզերվը տոկոսադրույքը նվազեցրեց՝ փողի պահանջարկն ավելացնելու համար: Երբ տնտեսությունը սկսեց վերականգնվել 2001թ.-ի տնտեսական անկումից հետո, հիպոթեքային վարկավորման ծավալներն աճեցին, սակայն տնտեսական աճին զուգընթաց, փոխառությունների մեծ մասը տրամադրվում էին ոչ-ապահովված (subprime) հիպոթեքային վարկերի տեսքով: Ոչ-ապահովված (subprime) փոխառում այն անձն է, ում վարկային պատ-

---

<sup>16</sup> Dot-com «փուչիկը», 1995-2001թթ. պակուլատիվ «փուչիկ է», որի ժամանակ Արևմտյան երկրներում արժեթղթերի շուկայում արժեքը բարձրացավ ինտերնետային ոլորտի զարգացման արդյունքում:

մությունը իդեալական չէ, սակայն ով վճարում է առավել բարձր տոկոսներ վարկի դիմաց:<sup>17</sup>

Այսպիսի դրամական քաղաքականությունն իր անմիջական հետևանքներն ունեցավ տնտեսության վրա: Յածր տոկոսադրույքն առաջին հերթին խթանեց անշարժ գույքի շուկայի զարգացմանը (պահանջարկը գերազանցեց առաջարկին) : Այստեղ հարկ է նշել, որ 1995-2007թթ. ընկած ժամանակաշրջանում ընդհանուր հիպոթեքային վարկերի գումարը ԱՄՆ-ում 3.5 տրիլիոն դոլարից աճեց մինչև 11 տրիլիոն դոլար<sup>18</sup>: Եվ ըստ ուսումնասիրությունների հենց այս հանգամանքը հանդիսացավ ֆինանսական ճգնաժամի առաջացման պատճառներից մեկը: Այսպիսով, նման քաղաքականությունը հնարավորություն ընձեռեց բանկերին ցածր տոկոսադրույքներով վարկեր տրամադրել անշարժ գույք ձեռք բերելու համար, որոնք հիմնականում փոխառություններ էին տրամադրում ճշգրտվող տոկոսադրույքներով: Յածր տոկոսադրույքներն ավելացրին նաև սպեկուլյատիվ գործարքների թիվը ֆինանսական շուկաներում: 2006թ.-ին Ֆեդերալ ռեզերվը բարձրացրեց կարճաժամկետ տոկոսադրույքները՝ ինֆլյացիան կանխելու նպատակով: Դրա արդյունքում ֆինանսական խնդիրներ ունեցող վարկառուները ստիպված եղան հրաժարվել վարկի մարման պարտավորություններից: Բանկերը մասսայաբար սկսեցին իրացնել/վաճառել հիպոթեքային գրավ հանդիսացող տները: Դրա արդյունքում անշարժ գույքի շուկայում տան գներն զգալիորեն անկում ապրեցին, քանի որ շուկայում չվաճառված տների քանակը կտրուկ աճեց (առաջարկը գերազանցեց պահանջարկին): Գների անկման արդյունքում ստեղծվեց այնպիսի մի իրավիճակ, երբ անշարժ գույքի իրական արժեքն ավելի ցածր

---

<sup>17</sup> ԱՄՆ-ում տարանջատում են հիպոտեքային վարկերի հետևյալ տարատեսակները. պրայմ (prime)-հարուստների համար, Alt-A-միջին խավի համար և ոչ ապահովված (subprime)-անապահով խավի համար:

<sup>18</sup> Hamilton, J.D. 2008 “How We Got Here.”

էր, քան տրամադրված հիպոթեքային վարկի գումարը: Դա նշանակում է, որ բանկերը զգալի կորուստներ ունեցան, ինչի արդյունքում շատ բանկեր անվճարունակ դարձան:<sup>19</sup>

Բանկերը լուրջ խնդիրների առաջ կանգնեցին, և ըստ Արժույթի միջազգային հիմնադրամի հետազոտությունների բաժնի տնօրենի օգնական Ստիջն Բլասսենսի (Stijn Claessens) “Դրանց գործունեությունը ոչ թափանցիկ է և դրանց բնորոշ է ռիսկերի ստանձնումը”<sup>20</sup>:

Ներդրումային բանկերի գործունեությունը հատկապես դժվար է վերահսկել՝ վերջիններիս գործունեության հետ կապված բարդության/ոչ թափանցիկության հետևանքով: Պետք է նշել նաև, որ հիպոթեքային և ֆինանսական շուկայի խնդիրների/առանձնահատկությունների հիմքում ընկած էր անշարժ գույքի գների կայուն աճը, և այն համոզմունքը, որ հետագայում ևս դրանք աճելու են: Հիրավի, 1975թ.-ից ի վեր, մինչև 2006թ.-ի երրորդ եռամսյակն անշարժ գույքի գների ինդեքսը գրեթե երբեք չի նվազել: Միայն 1981-82թթ. այդ ինդեքսը նվազեց մինչև 5.4%, և այս ժամանակահատվածը բնութագրվում էր որպես հետպատերազմյան շրջանի վատագույն տնտեսական անկման ժամանակաշրջան:<sup>21</sup>

Մյուս կողմից, ըստ Կարլ Բեյզի և Ռոբերտ Շիլերի զեկույցի, 2003թ.-ին հարցվածների մեծամասնությունը համաձայնել է, որ անշարժ գույքը լավագույն երկարաժամկետ ներդրումն է:<sup>22</sup>

---

<sup>19</sup> Akbar E. Torbat, “Global Financial Meltdown and the Demise of Neoliberalism”

<sup>20</sup> Tightrope Artists, “Mergers of banks face a tricky balancing-act”, The Economist, 15.05.2008.

<sup>21</sup> Martin Neil Baily, Robert E. Litan, Matthew S. Johnson, “The Origins of the Financial Crisis”, Initiative on Business and Public Policy, Fixing Finance Series – Paper 3, November 2008, p. 11.

<sup>22</sup> Karl E. Case, Robert J. Shiller, “Is there a bubble in the Housing Market?”, Cowles Foundation Paper No 1089, 2004. Available at: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/pubs/p1089.pdf>

Ակտիվների գների «փուչիկները» առանձնանում են որոշակի հատկանիշներով՝ մասնավորապես գները շարունակաբար աճում են, քայքայ քանի որ ակտիվների գների նման աճը դուրս է գալիս տնտեսական հիմնարար սկզբունքների շրջանակից, «փուչիկը» գնալով մեծանում է և վերջ ի վերջո պայթում: Ու այդ պահից սկսվում է հակառակ գործընթացը, քանի որ մարդիկ շտապում են ազատվել ակտիվներից, քանի դեռ դրանց գներն ավելի չեն նվազել:<sup>23</sup>

Ընդհանուր առմամբ, այլ երկրների փորձը հաստատում է այն տեսակետը, որ հիպոթեքային վարկերի տոկոսադրույքների նվազումն անշարժ գույքի գների բարձրացման հիմնական պատճառներից մեկն էր:<sup>24</sup>

Ըստ վերլուծաբաններ Ս. Գրինյակի և Ալ. Ֆոնինի՝ հիպոթեքային ճգնաժամը վաղուց կանխատեսված էր, կարելի է ասել նախօրոք ծրագրավորված<sup>25</sup>: Հետաքրքրական է նաև այն փաստը, որ S&P վերլուծաբանները 2000թ.-ին հիպոթեքային վարկերի տվյալների հիման վրա հանգեցին տարօրինակ եզրակացության: Համակցված վարկավորման դեպքում, երբ փոխառում, ի հավելումս առաջին հիպոթեքային վարկի, սկզբնական երաշխիքի հիման վրա վերցնում է նաև երկրորդը, անվճարունակության հնարավորությունը գրեթե նույնն է, ինչ սովորական հիպոթեքային վարկավորման դեպքում: Սա նշանակում է, որ 10-100 հազ. ԱՄՆ դոլարով հնարավոր է գնել ողջ ԱՄՆ տնտեսությունը՝ առանց բարձրացնելու անվճարունակության ռիսկը:

---

<sup>23</sup> Martin Neil Baily, Robert E. Litan, Matthew S. Johnson, “The Origins of the Financial Crisis”, Initiative on Business and Public Policy, Fixing Finance Series – Paper 3, November 2008, p. 12.

<sup>24</sup> Martin Neil Baily, Robert E. Litan, Matthew S. Johnson, “The Origins of the Financial Crisis”, Initiative on Business and Public Policy, Fixing Finance Series – Paper 3, November 2008, p. 13.

<sup>25</sup> Նձձա՛՛ Դձձի՛յա՛՛, Աձձնա՛ի՛ձ՛ Օ՛ի՛ն՛ն, “Օձի՛ն՛ն ի՛նձձձձ ի՛նձձձձ յ՛նձի՛ն՛ն ի՛նձձձձ”, “21-ն ձձ”, N 1(9), 2009, p.33.

Հիպոթեզային վարկավորման աճը հնարավոր է բացատրել «փուչիկների տեսության» համատեքստում, մասնավորապես «խաղերի տեսության» մոդելի շրջանակներում, երբ անհատներն իրենց որոշումները կայացնում են ոչ թե սեփական շահերից, այլ ուրիշների գործողություններից ելնելով: Երբ անհատը զգում է, որ իր շրջապատում բոլորը նույն ուղին են ընտրում, նա ևս մտածում է, որ հենց դա է ճիշտ ճանապարհը, թեև սկզբում կարծում էր ճիշտ հակառակը: Շուկայում, որտեղ անհատներն ուսումնասիրում են այլոց գործողությունները, խմբակային վարքագիծը կարող է ազդել ռացիոնալ անհատների մտածելակերպի վրա:<sup>26</sup> Այս տեսության տրամաբանությամբ կարելի է բացատրել, թե ինչու անշարժ գույքի սեփականատերերը, հիպոթեզային վարկերի փոխառուները և պարտատերերը, կարգավորող մարմինները, վարկանշման գործակալությունները ներքաշվեցին այդ «փուչիկի» մեջ, որը պարզ էր, որ վաղ թե ուշ պայթելու է:

---

<sup>26</sup> Sushil Bikhchandani, David Hirshleifer, Ivo Welch, “A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades”, *The Journal of Political Economy*, vol. 100, N 5, oct. 1992, pp. 992-1026

### 3. Տնտեսական քաղաքականություններ և ճգնաժամեր

**Փոխարժեքների քաղաքականություն:** Արժուրային փոխարժեքի քաղաքականության չափազանցված կարգավորումը մեծացնում է ֆինանսական ճգնաժամի հնարավորությունը: Հարկ է հաշվի առնել ճգնաժամերի առաջացման տարբեր աղբյուրներ՝ հակադարձ արտաքին ցնցումներ (արտաքին առևտրի պայմանների փոփոխություն), համաշխարհային շուկաներում տոկոսադրույքների աճ, արտաքին սպառողների կողմից երկրի արտահանման նկատմամբ պահանջարկի նվազում: Արդյունքում իրական արժեզրկում պահանջող քայլը սահմանափակվում է երկու ելքային սցենարով՝ կամ ներքին դեֆլիացիայի (զնայնվան) միջոցով կամ գործածվում է արժուրային արժեզրկում:

Շուկայի մասնակիցներն իմանալով, որ փոխկապակցված փոխարժեքային ռեժիմներն անկայուն են ժամանակակից արտաքին տնտեսական փոխհարաբերությունների և զրոբալացման ժամանակ, շարունակում են պահպանել սպեկուլյատիվ գործառնությունները: Այս իրավիճակը բավականին ծախսատար է պետության համար՝ հաշվի առնելով սպեկուլյատիվ գործարքները (օրինակ՝ Արգենտինա 1995), կամ, ինչն ավելի հավանական է, շուկայական ճնշումները ստիպում են ազգային իշխանություններին ձերբազատվել փոխկապակցված փոխարժեքային քաղաքականությունից, ինչպես տեղի ունեցավ եվրոպական երկրներում փոխարժեքների մեխանիզմի կիրառման ժամանակ 1992թ. և Մեքսիկայում 1994թ.: Այս երևույթները ուսումնասիրվել են Օքստֆիլտի և Ռոզոֆի կողմից 1995 թ., որոնք եկել են նմանատիպ եզրակացության:

Ինքնագոյացող խուճապներն ավելի հեշտ է կարգավորել փոխկապակցված արժուրային կարգավորման ռեժիմից դեպի

լողացող փոխարժեքի ռեժիմին անցնելու միջոցով: Նմանատիպ դեպքերում Կենտրոնական բանկը, սատարելով կառավարությանը, կարող է անհրաժեշտության դեպքում վարկավորել կառավարությանը կամ իրացվելիք միջոցներ ապահովել լողացող փոխարժեքի քաղաքականություն վարելու ժամանակ, ինչն անհնար էր փոխկապակցված արժութային ռեժիմի դեպքում:

Բանկային խուճապն ավելի հավանական է փոխկապակցված արժութային ռեժիմների ժամանակ, քանի որ Կենտրոնական բանկը, լինելով վերջին ատյանի վարկատու, հակասության մեջ կընկնի՝ վտանգելով փոխկապակցված ռեժիմը, եթե փորձի վարկավորել բանկային համակարգի կողմից առաջացած պահանջարկը: Ի հաստատում վերոհիշյալ փաստարկի՝ Վիգմորը (1987 թ.) եզրակացնում է, որ ԱՄՆ Ֆեդերալ Ռեզերվային Բանկը 1932-1933 թթ. Առևտրային բանկերին չաջակցեց՝ անհանգստանալով, որ եթե Ֆեդերալ Ռեզերվը հանդես գա որպես վերջին ատյանի վարկատու, ապա կվտանգվի ԱՄՆ դոլարի ոսկյա չափանիշի փոխկապակցվածության մակարդակը: Այս պարագայում ոսկու չափանիշը իր մակարդակի վրա պահելու ցանկությունը պատճառ դարձավ ԱՄՆ-ում ինքնագոյացող խուճապի համար, որն ի վերջո հանգեցրեց պատմության մեջ վատագույն ճգնաժամի: Նմանապես 1995 թ. Արգենտինայի փոխկապակցված խիստ ռեժիմային պարտավորությունները թույլ չտվեցին երկրի Կենտրոնական բանկին հանդես գալ որպես վերջին ատյանի վարկատու:

Փոխկապակցված արժութային ռեժիմի արդյունավետ կիրառումը կարող է սահմանափակվել է հետևյալ դեպքերով.

- երբ Կենտրոնական բանկը հանդես է գալիս որպես դրամային մի ամբողջ միություն (որին մասնակցել են մի քանի պետություններ)՝ վերջին ատյանի վարկատու և փոխարժեքի երաշխավորող;

- երբ տնտեսությունը բաց է, ունի բավականին տարբերակված կառուցվածք և շատ ճկուն աշխատուժի շուկա: Միաժամանակ, նման տնտեսությունները, (օրինակ՝ Հոնգ-Կոնգ) լինելով որոշակի ապրանքներ արտահանող, որպես հնարավոր արտաքին ցնցումների հավանական հակադրման մեխանիզմ են դիտարկում տնտեսության ներսում գների անկումը՝ դեֆլյացիան,

- երբ որոշ պետություններ փորձում են կառավարել հիպերինֆլյացիան (օրինակ՝ Սովետական Միություն, Հարավսլավիա):

Սակայն, միևնույն ժամանակ, որպես բոլոր նշված դեպքերի հետևանք շատ կարևոր է արագ անցնել լողացող փոխարժեքի, քանի որ բացի քննարկված խնդիրներից, այն առաջացնում է վստահության բացակայության խնդիրներ:

**Դոլարիզացիա:** Դոլարիզացման միտումը պետք է հավասարաչափ սահմանափակվի Կենտրոնական բանկերի և կառավարությունների կողմից, քանի որ պետական պարտավորությունները, որոնք արտահայտված են դոլարային գնանշված պարտատոմսերով, պարտադրում են Կենտրոնական բանկերին խստորեն հետևել իրենց արժութային պահուստների մակարդակի պահպանմանը, միաժամանակ ստիպելով անհանգստանալ արտաքին պարտքի սպասարկման ուղղությամբ, առավել ևս, երբ դոլարային պարտավորությունները ավելի կարճաժամկետ են քան ակտիվները: Դոլարային ծավալուն արտաքին պարտք ունենալու դեպքում Կենտրոնական բանկն ունի վերջին ատյանի վարկատու հանդես գալու սահմանափակ հնարավորություն, քանի որ մի կողմից պետք է թույլ չտա ազգային արժույթի նշանակալի տատանումներ՝ չվնասելու համար պետության և ազգաբնակչության շահերը, մյուս կողմից, պետք է ապահովի արժութային պահուստների պատշաճ մակարդակ: Օրինակ՝ Մեքսիկայի կողմից թողարկված կարճաժամկետ դոլարային անվանանշումով «տեսրոնոս» պարտատոմսերն ունեցան քայքայիչ դեր

տնտեսության համար, երբ հանրությանը հայտնի դարձավ, որ արտաքին արժույթային պահուստները փոքր են թողարկված պարտատոմսերի ծավալից: Նման իրավիճակն առաջացրեց խուճապ, և ներդրողները չհամաձայնվեցին վերաֆինանսավորել պարտատոմսերի թողարկումը, ինչն ի վերջո պատճառ դարձավ Մեքսիկայի ճգնաժամի և դեֆոլտի ձևավորմանը:

Նման խնդիր չէր առաջանա, եթե պարտատոմսերը թողարկված լինեին ազգային արժույթով, որն էլ նշվել է Սաքսի, Տորնելի, Վելասկեսի (1996 թ.) հետազոտության մեջ:

**Կապիտալի շարժի սահմանափակումները:** Կապիտալի շարժի ազատականությունները պետք է սահուն կառավարվեն՝ ուռճացող տնտեսական ցիկլերից խուսափելու համար: Անցած տասը տարիների ընթացքում բազմաթիվ ֆինանսական ճգնաժամեր ուղղակիորեն կապված էին ֆինանսական ազատականացման, ինչպես նաև միջազգային ֆինանսական ներդրումների և ֆինանսական շարժերի հետ: Ֆինանսական շուկաների ապակայունացման հետևանքով ճգնաժամերի օրինակ կարող են հանդիսանալ Արգենտինան, Մեքսիկան, Վենեսուելան, Իսրայելը, Շվեդիան և Նորվեգիան:

Բոլոր նշված դեպքերն ունեն յուրահատկություններ ու նրանց ընդհանրացում է այսպես կոչված ուռճացման ցիկլը, երբ կապիտալի ժամանակավոր մեծածավալ ներհոսքը զուգորդվում է փոխարժեքի փոխկապակցված քաղաքականությամբ: Երբ կապիտալի ներհոսքը նվազում է, ապա դա սովորաբար բերում է ազգային արժույթի արժեզրկման: Սակայն այդ գործընթացը կարող է ինչ-ինչ պատճառներով հետաձգվել, մինչև ակնհայտ դառնան լուրջ մակրոտնտեսական ճգնաժամի հատկանիշները: Որպես հետևանք շուկաները «զերտաքանում են»՝ պետությանը կանգնեցնելով ոչ միայն մակրոտնտեսական բնույթի խնդիրների առջև, այլև ներգրաված ֆինանսական միջոցները համարժեք կլանելու և դրա դիմաց համաչափ եկամուտ ապահովելու առու-

մով: Հագեցման կետին հասնելով և իբրև ֆինանսական հոսքերի դադարեցման հետևանք, արժեզրկվում է ազգային արժույթը, և եթե ներդրումները չեն ապահովում սպասվող եկամտի չափը, տեղի է ունենում կապիտալի արտահոսք: Դրան հետևում է կազմակերպության երկարաժամկետ ֆինանսական փոխակերպում շուկայից և բանկերից՝ կարճաժամկետ միջոցների ներգրավմամբ: Հաշվի առնելով նմանատիպ խնդիրների բնույթը՝ որոշ երկրներ, օրինակ՝ Չիլիում, որոշում կայացրեցին սահուն կերպով ազատականացնել կապիտալի շուկաները:

**Խելամիտ կառավարման - պրոդենցիալ չափանիշները:** Առևտրային բանկերի համար ամենահայտնի կարգավորող նորմերը Միջազգային փոխհաշվարկների բանկի (Bank for International Settlements, BIS) կողմից մշակված և ներդրման համար երաշխավորված նորմերն են:

Ֆինանսական ճգնաժամերն առաջին հերթին թիրախ են ընտրում թույլ վերահսկվող և թույլ կապիտալացված բանկերը: Փոխկապակցված փոխառությունները, հսկողության չափանիշների ոչ պատշաճ մակարդակը, վարկային գործընթացների թերությունները, բանկի ղեկավարման կամայական մեխանիզմների կիրառումն առանց ռիսկային կառավարման մեխանիզմների, առաջացնում են բազմաթիվ խնդիրներ անցումային և զարգացող տնտեսություններում:

**Միջազգային ֆինանսական կազմակերպությունների քաղաքականություն:** Արձագանքելով միջազգային ֆինանսական ճգնաժամի քայքայիչ դրսևորումներին՝ զարգացած երկրները մի քանի անգամ փորձեցին ընդհանուր դիրքորոշում ձևավորել՝ հաղթահարելու համար տարբեր ժամանակներում առաջացած տնտեսական և ֆինանսական ցնցումների հետևանքները՝ փորձելով հնարավորինս կանխել նմանատիպ երևույթների առաջացումը: Անցած տասը տարիների ընթացքում առաջինը 1998թ. հոկտեմբերին G7-ի հայտարարությունն էր՝ ստեղծել միջազգա-

յին ֆինանսական նոր ճարտարապետություն նոր գլոբալ տնտեսության համար, իսկ վերջիններից 2008թ. զարմանալի G20-ի և Ղավույան համաժողովները, երբ կրկին հնչեցին միջազգային ֆինանսական ճարտարապետությունը վերանայելու անհրաժեշտության կոչեր: Որպես կանոն բոլորի նպատակը մեկն էր՝ ուժեղացնել միջազգային ֆինանսական կանոնակարգումը՝ գլոբալ տնտեսական կայունություն ապահովելու, զարգացման ցանկացած փուլում գտնվող տնտեսություններին գլոբալ տնտեսավարման և դրա պտուղներից օգտվելու հնարավորություն ընձեռնելու համար՝ որպես հիմնական դերակատար դիտարկելով այնպիսի միջազգային ֆինանսական հաստատություններ, ինչպիսն են Արժույթի միջազգային հիմնադրամը (IMF), Համաշխարհային բանկը (WB) և այլն:

Մշտապես անհրաժեշտություն է առաջանում մշակել և ընդունել նոր միջազգային կանոններ, որոնք կօգնեն ազգային տնտեսություններին ունենալ ավելի կայուն և զարգացած ազգային տնտեսական և ֆինանսական համակարգ, որոնք արդյունավետ կգործեն մրցունակ միջազգային միջավայրում: Վերջիններս ճգնաժամների դեպքում թույլ կտան արագ և արդյունավետ միջոցներ ձեռնարկել ապահովելու երկրների մասնավոր և պետական հատվածների կայունությունը: Այս ամբողջը ենթադրում է, որ բարեփոխումները միջազգային ֆինանսական ոլորտում, ներառյալ հայտնի միջազգային հաստատություններին, թույլ կտան նվազեցնել անկայունությունները և տնտեսական ցնցումները՝ հաստատելով կայուն փոխհարաբերությունների համակարգ կանխատեսելի և կայուն տնտեսական աճ ապահովելու համար:

Պարբերաբար կրկնվող գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամների ընթացքում ի հայտ են գալիս բազմապիսի կառուցվածքային և ինստիտուցիոնալ թերություններ, որը ընդհանրական բնույթ ունի տարբեր տնտեսություններում, դրանցից են՝

- թերկարգավորվող և վերահսկվող ֆինանսական և բանկային համակարգը, որը հանդիսանում է ներպետական և միջազգային վարկային և ներդրումային միջոցների խողովակը դեպի տնտեսություններ,

- ներդրումների ուճացված բնույթը տնտեսապես չհիմնավորված ծրագրերում, որոնք որպես կանոն վարկավորման սխալ գործընթացի և կառավարությունների կողմից բանկերի տնտեսական գործունեության միջամտության արդյունք են,

- արժույթային փոխարժեքների քաղաքականության քողարկված ռիսկեր, որոնք կարող են հանդես գալ ինչպես կառավարության կամ Կենտրոնական բանկերի կողմից արժույթային փոխարժեքի բացահայտ կամ ենթադրյալ երաշխիքների, այնպես էլ վարչական միջամտության ձևերը,

- ֆինանսական և տնտեսական քաղաքականության թափանցիկություն և երկարաժամկետ կայունության նպատակային ծրագրերի բացակայություն,

- ռիսկերի թերկառավարում, դիտարկումների և գնահատման մեխանիզմների, ինչպես նաև միջազգային հավասար կանոնակարգող նորմերի բացակայություն:

Ներկայացված խնդիրները լուծելու համար ենթադրվում է ոչ միայն միջազգային ֆինանսական հաստատությունների՝ Արժույթային միջազգային հիմնադրամի և Համաշխարհային բանկի ավելի ակտիվ միջամտություն, այլ նաև նրանց իրավունքների, պարտականությունների գործունեության շուկաների փոփոխություն:

Ակնհայտ է, որ միջազգային ֆինանսական հաստատությունները պետք է առանձնակի դերակատարություն ունենան ժամանակակից աշխարհում միջազգային ֆինանսական հոսքերի, գլոբալ կապիտալի շուկաների և բաց առևտրային ռեժիմների հետևանքով ինտեգրման փոխհարաբերությունների կանոնա-

կարգման ուղղությամբ, ինչպես նաև բարեփոխումների իրականացման և միջազգային խելամիտ չափանիշների ներդրման գործում, ի լրումն արդեն իսկ գոյություն ունեցող միջազգային «վերջին ատյանի վարկատուի գործին»:

Միջազգային ֆինանսական հաստատությունները (ՄՖՀ) պետք է ոչ միայն վերափոխման ենթակա և ժամանակակից պահանջներին համապատասխանող կազմակերպություն լինեն, այլ վերափոխումների միջոցով հանդիսանան միջազգային ֆինանսական ոլորտի բարեփոխիչներ, ընդունելի կանոնների հիման վրա հանդիսանան տնտեսական կայունությանն օժանդակող կառույցներ: Մասնավորապես դիտարկվում են հետևյալ գործառույթների կամ բարեփոխումների իրականացումը միջազգային ֆինանսական ոլորտում:

- *Ճգնաժամերի կանխարգելում և լուծում* – ՄՖՀ պետք է նպատակ ունենա նվազեցնելու ճգնաժամեր առաջանալու հնարավորությունները և հետևանքների տարածումը, ի լրումն ճգնաժամերի լուծման արագ և արդյունավետ արձագանքման մեխանիզմների: ՄՖՀ պետք է ֆինանսական և անհրաժեշտ բոլոր միջոցներն ունենա օժանդակելու տնտեսական կարգավորման և զարգացման միջոցառումներին:

- *Ճգնաժամեր կանխելու նպատակով միջազգային դիտարկումների իրականացում* – նման իրականացումը կատարվում է բացահայտելու համար երկրների տնտեսական զարգացումը և իրականացվող քաղաքականության քայլերի համադրությունը կայուն զարգացման նպատակներին: Այս գործընթացը պետք է լինի փոխադարձաբար վստահելի, խելամիտ և թափանցիկ:

- *Միջազգային չափանիշների և կանոնակարգերի համընդհանուր ներմուծում* – ֆինանսական հոսքերի ինտենսիվ աճը և գլոբալացման գործընթացը անհրաժեշտություն են առաջացնում ունենալ ավելի խիստ կանոնակարգում, հասկանալի երկա-

րաժամկետ տնտեսական քաղաքականություն, դրամավարկային և հարկաբյուջետային քաղաքականություն, հստակ գործառուֆային կանոնակարգում, տնտեսավարման իրականացում, ինչպես նաև դրանց վերաբերյալ իրազեկման և թափանցիկության հստակ չափանիշների սահմանում:

- *Ազգային կառավարությունների և ՄՖՀ միջև ավելի սերտ ու փոխվստահելի հարաբերությունների հաստատում* – բարելավելու համար տեղեկատվական համագործակցությունը, փոխադարձ վստահությունը և ցնցումներին դիմակայելու համատեղ քայլերի համապատասխանացումը:

- *Կայունությունն ապահովող ծրագրերի իրականացում պետական և մասնավոր հատվածների ներառմամբ* – ապահովելու համար ֆինանսական կանոնակարգումը, հարկային ռեսուրսների առկայությունը, անհրաժեշտության դեպքում հսկել ներդրումների ծավալը՝ ուժեղացնելով կարգապահությունը, պարտքային պարտավորությունների կատարումը:

Գլոբալացման առանձնահատկությունները և համաշխարհային ֆինանսական համակարգի չափն ու զլոբալ կապիտալի հոսքերի ինտենսիվությունը պահանջում են ոչ միայն միջազգային չափանիշների կիրառում բոլոր երկրներում, այլ նաև միջազգային հանրության համագործակցությունը և արագ արձագանքի համակարգի կիրառումն առանձնապես ֆինանսական համակարգի մարտահրավերները լուծելու համար: Առաջին անգամ նման փորձ կատարվեց, երբ Մեծ Բրիտանիայի առաջարկությամբ 1998 թվականին ստեղծվեց Արժույթի Միաջազգային Հիմնադրամի, Համաշխարհային Բանկի և այլ միջազգային ֆինանսական հաստատությունների ու ազգային ֆինանսական կարգավորման մարմինների աշխատանքային կոմիտե՝ Ֆինանսական Կայունության Ֆորում, որի գործունեությունն ուղղված էր զլոբալ ֆինանսական կայունությանը: Մասնավորապես, Ֆորումի նպատակն է ուսումնասիրել միջազգային ֆինանսական հա-

մակարգի վրա գործող տատանումների ազդեցությունները, նախանշել և վերահսկել այդ անկայունությունների վերացման գործողությունների ծրագիրը, բարելավել համագործակցությունը և տեղեկատվական փոխանակումները մասնակից կազմակերպությունների միջև: Հնարավոր ռսիկերը կանխատեսելու և կառավարելու նպատակով վերոհիշյալ Ֆորումն իր աշխատանքային խմբերի միջոցով պետք է հստակ չափանիշային վերլուծություններ կիրառի և ավելի հստակ դիտարկումներ իրականացնի օֆշորային գոտիների և այնտեղ գրանցված կազմակերպությունների, բարձր լծակավորման մակարդակ ունեցող ֆինանսական կազմակերպությունների (ներառյալ հեջինգային հիմնադրամների) գործունեության և կապիտալի հոսքերի կառավարման նկատմամբ:

Միջազգային ֆինանսական ճարտարապետության բարելավման անհրաժեշտությունը միանշանակորեն փոփոխում է Միջազգային ֆինանսական կազմակերպությունների դերն ու պարտականությունները, առանձնապես գլոբալ տնտեսության և միջազգային ֆինանսական համակարգի կարգավորման խնդրի ներքո: Վերջիններս պետք է առանցքային դեր ունենան ոչ միայն միջազգային ֆինանսական համակարգի բարեփոխումների գործում, այլ ստեղծեն անհրաժեշտ նախադրյալները՝ ապահովելու համար բոլոր երկրների, ներառյալ զարգացող և աղքատության բարձր մակարդակ ունեցող երկրների, ներգրավումը և փոխշահավետ ինտեգրումը գլոբալ տնտեսությանը: Այդ իսկ նպատակով ՄՖԿ-ը պետք է ավելի սերտ համագործակցեն պետական և մասնավոր հատվածների հետ, լինեն թափանցիկ և մանրամասն ներկայացնեն իրենց գործողությունների ծրագրերը, ընթացակարգերն ու հետևանքները: Անհրաժեշտություն է առաջացել ցուցաբերել ավելի հավասարակշռված մոտեցումներ և իրականացնել միջնաժամկետ կայունությանն ուղղված ծրագրեր՝ հաշվի առնելով և՛ պետական, և՛ մասնավոր հատվածների պարտավո-

րությունների ծավալը, ֆինանսական միջոցների առկայության (ներառյալ հարկային մուտքերը) ապահովումը, ֆինանսական կարգապահության անհրաժեշտությունը, մասնավոր հատվածում չհիմնավորված «զերներդրումային» իրավիճակից խուսափելու, ինչպես նաև միջազգային ֆինանսական ցնցումներից և ճգնաժամերի ազդեցություններից պատմեշման հնարավորությունները:

Անհրաժեշտ է ավելի սերտ և համակարգված համագործակցություն իրականացնել Արժույթի միջազգային հիմնադրամի և այլ միջազգային ֆինանսական հաստատությունների՝ մասնավորապես Համաշխարհային բանկի միջև՝ ֆինանսական համակարգի կայունության, աղքատության նվազման և տնտեսական աճին ուղղված ծրագրերում առավելագույն արդյունավետության հասնելու համար:

Արժույթի միջազգային հիմնադրամը հիմնադրվել է որպես Համաշխարհային կենտրոնական դրամավարկային կազմակերպություն, որն ի լրում զբաղվում է միջազգային դրամավարկային համագործակցության և միջազգային առևտրային հարաբերությունների խորացմամբ<sup>27</sup>: Ըստ էության Արժույթի միջազգային հիմնադրամը միակ կազմակերպությունն է, որ ազգային տնտեսություններին ճգնաժամերը հաղթահարելու համար կարող է աջակցել ոչ միայն ֆինանսական օժանդակությամբ և այլ կանխարգելիչ միջոցառումների կիրառմամբ, այլ նաև մատուցել խորհրդատվություն հստակ տեղեկատվությանը տիրապետելով՝ ճգնաժամերը հաղթահարելու արդյունավետ ուղիների վերաբերյալ:

Այդ տեղեկատվությունը կարևոր է «դոմինոյի էֆեկտը» մեղմելու համար, որը բազմաթիվ հետազոտողների կողմից քննարկ-

---

<sup>27</sup> Kohler, H. and Wolfenson, J. (2000) “The International Monetary Fund and the World Bank Group: An Enhanced Partnership for Sustainable Growth and Poverty Reduction”. Washington DC: IMF and the World Bank, 20 September.

վել է, օրինակ. ասիական ֆինանսական ճգնաճամփ վերաբերյալ Կրուգմանի (1998), Ֆիշերի (1999), և Կոբսետիի (1998) կողմից: Հետևաբար միջազգային ֆինանսական հաստատությունների բարեփոխումների մեջ պետք է տեղ գտնեն համակարգային խնդիրներ լուծելու կարողությունների ուժեղացման գաղափարները: Միջազգային ֆինանսական ճարտարապետությունը հավասարապես պետք է հաշվի առնի ավելի հավասարակշռված մոտեցումներ՝ հիմնվելով կապիտալի շուկայի ձախողման խնդիրների համակարգային էֆեկտի գործոնի վրա:

Միջազգային ֆինանսական հաստատությունների դերը որպես վերջին ատյանի միջազգային վարկատու սկիզբ է առնում դեռ Բրետտոն-Վուդսյան արժույթային համակարգի կայացման ժամանակահատվածից: Այս դերակատարման անհրաժեշտությունն առաջանում է ոչ միայն երկրների վճարային հաշվեկշիռների բացասական մնացորդը ֆինանսավորելու, այլ նաև կարևորապես ֆինանսական ճգնաժամերի առաջացման ժամանակ: Դեռ անցած դարում, Կեյնսը միջազգային հաշվանցումների համակարգ ստեղծելու գաղափար էր առաջ քաշել, որն ինքնաբերաբար պետք է ֆինանսավորեր մասնակից երկրների ընթացիկ հաշիվների պակասուրդը: Այս խնդիրը ևս մեկ անգամ քննարկվեց 1970-1973թթ. դոլարային ճգնաժամի ընթացքում, սակայն զարգացած պետությունների կողմից որոշում կայացվեց անցնել լողացող փոխարժեքային համակարգին: Սակայն, Արժույթի միջազգային հիմնադրամը (ԱՄՀ) մինչ օրս վերջին ատյանի վարկավորումն իրականացնում է հետևյալ պայմաններով.

- վարկառուն պետք է լինի վճարունակ,
- վարկառուն համարժեք գրավային ապահովություն պետք է ունենա,
- վարկի պայմանները ենթադրում են չվերադարձման տույժեր.

Ասիական ֆինանսական ճգնաժամից հետո բազմաթիվ առաջարկներ հնչեցին միջազգային ֆինանսական կառույցները բարեփոխելու վերաբերյալ: Ինչևիցե, 1999թ. G7-ի Ֆինանսների նախարարների համաժողովը, կարևորելով դրանց անհրաժեշտությունը, շրջանցեց որոշակի կոնկրետ քայլերի ձեռնարկումը:

Նշված հարցի կարևորությունն առաջացրել է լուծումների հետևյալ մի քանի տարբերակները:

Առաջին տարբերակը ենթադրում է, որ ԱՄՆ վերափոխման գործընթացը պետք է զուգորդվի տարածաշրջանային արժույթային հիմնադրամների ստեղծմամբ<sup>28</sup>: Սակայն այս գաղափարը խիստ քննադատության արժանացավ ԱՄՆ կողմից, ինչպես նաև ԱՄՆ գանձապետարանի կողմից, որոնց հիմնական պատճառաբանությունն այն էր, որ տարածաշրջանային հիմնադրամները կթուլացնեն ԱՄՆ-ի դերն ու նշանակությունը:

Երկրորդ տարբերակը տրամաբանական հակադրություն ունի վերոհիշյալ մոտեցման հետ: Այսպես, համաձայն այս մոտեցման, առաջարկվում է ստեղծել գլոբալ վարկավորման մեխանիզմներ՝ էլ ավելի ուժեղացնելով ԱՄՆ դերը որպես գլոբալ իրացվելիությունն ապահովող և ճգնաժամերի դեպքում վարկավորող կազմակերպություն: Ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամի մասշտաբը թույլ չի տալիս վստահ լինել, որ ԱՄՆ և ՀԲ միջոցները բավար կլինեն ստանձնելու վերջին ատյանի վարկատուի դերը: Սակայն, հաշվի առնելով վերջիններիս դերը Մեքսիկայի և Ասիական ճգնաժամերի լուծման մեջ, պետք է ընդունել, որ Միջազգային ֆինանսական հաստատությունները կարող են դիմակայել

---

<sup>28</sup> Rose A (1998). Limiting Currency Crisis and Contagion: Is there a case for the Asian Monetary Fund? Mimeo. Berkley CA, University of California; Bergsten Reforming the International Financial Institutions (2000) “A dissenting View. Testimony before the Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs”, Washington DC, March 9.

նման մարտահրավերներին G7-ի և մասնակից պետությունների կողմից աջակցության դեպքում:

Երրորդ տարբերակը, ինչպես և առաջին տարբերակի դեպքում, ենթադրում է, որ ԱՄՆ - ի դերն էլ ավելին է պետք սահմանափակել՝ ելնելով այն հանգամանքից, որ ցանկացած ֆինանսական ճգնաժամի դեպքում առկա է «բարոյական վնաս» և ԱՄՆ-ն դիտվում է որպես հնարավոր «վնասների» ծածկման վերջին աղբյուր կամ ենթադրյալ պատասխանատու: Այս տեսակետն առավել ակտիվ քննարկվում էր ԱՄՆ կոնգրեսին կից ստեղծված միջազգային ֆինանսական հաստատությունների դերը քննող հանձնաժողովում, որտեղ իշխում էր ԱՄՆ և Համաշխարհային Բանկի դերակատարումները զսպելու գաղափարախոսությունը՝ ձգտելով ավելի մեծ տեղ տալ մասնավոր հատվածին և վերակազմավորելով ԱՄՆ և ՀԲ նկատմամբ պարտավորությունները՝ կախված երկրի զարգացման աստիճանից:

Չորրորդ տարբերակը, ինչպես և երկրորդ տարբերակի դեպքում, նախանշում է սահմանափակ բարեփոխումներ, որի արդյունքում Արժույթի միջազգային հիմնադրամը և Համաշխարհային բանկը պետք է ձեռք բերեն ավելի լայն դերակատարում, որը հատակեցնում է ԱՄՆ-ի առանցքային դերը և չնայած «բարոյական վտանգին» հաստատում է վերջինիս դերը, որպես վերջին ատյանի վարկատու:

Միանշանակ է, որ ԱՄՆ-ի նպատակն է աջակցել ֆինանսական կայունությանը և մակրոտնտեսական բարգավաճմանը, և այդ իսկ նպատակով, ֆինանսական ճգնաժամերի դեպքում նա ֆինանսավորման դեպքում սահմանում է մի շարք նախապայմաններ, որոնք վերաբերում են հանրային և կորպորատիվ հատվածներին, ինչպես նաև աշխատուժի շուկային: Սակայն, վերջին ժամանակներում ԱՄՆ կառուցվածքային բարեփոխումները դարձել են բուռն քննադատությունների առարկա մի քանի պատճառներով.

- դրանք բավականին ծախսատար են ու սահմանափակող և այդ իսկ պատճառով չեն խրախուսում ճգնաժամերի դեպքում դիմել ԱՄՆ-ին օգնության համար,

- դրանք վստահության տեսանկյունից լուրջ անհանգստություն են առաջացնում ներդրողների մոտ,

- հաճախ զարգացող երկրների նկատմամբ ուղղորդված նախապայմաններն ավելի խիստ են և զարգացած երկրների նկատմամբ չեն կիրառվում:

Մյուս կողմից, երբ ԱՄՆ-ն տնտեսական կայունության հիմնախնդիրը և մակրոտնտեսական կայունության ապահովման առաջնությունը փոխարինում է կառուցվածքային բարեփոխումների առաջնություններով, ապա ԱՄՆ-ն կորցնում է ճգնաժամի հետևանքների հետ պայքարի արդյունավետությունը: Որոշ տնտեսագետներ քննադատում են ԱՄՆ այդ մոտեցումները<sup>29</sup>, իսկ որոշ մասնագետներ գտնում են, որ նշված խնդիրն անհնար է անտեսել որպես նախապայման և աննշան է ճգնաժամերի դեմ պայքարի ընդհանուր գործում<sup>30</sup>: Պետք է հաշվի առնել, որ ոչ համարժեք խիստ նախապայմանները և հարաբերականորեն երկարատև կառուցվածքային բարեփոխումների ընթացքը չպետք է հակասեն հրատապ և կարճաժամկետ միջամտության անհրաժեշտ քայլերին, առավել ևս, որ շատ բարդ է կարճաժամկետ միջամտության ընթացքում հետևել փոխառուների կողմից ստանձնված պարտավորությունների կատարմանը: Այդ իսկ պատճառով բարեփոխումները պետք է ուղղված լինեն ոչ միայն ճգնաժամերի հետևանքների պայքարին և ճշգրտորեն համապատասխանեն երկրի պահանջներին, այլ նաև ծառայեն որպես հետագա կայունության և տնտեսական աճի ապահովման հիմքեր:

---

<sup>29</sup> Feldstein M. (1998) Refocusing the IMF. Foreign Affairs: March/April

<sup>30</sup> Fischer S. (1999) “On the need of international lender of last resort”, Joint meeting of the American Economic Association and the American Finance Association. New York. January 3.

ԱՄՆ կառավարման համակարգը պետք է լինի արդյունավետ, վստահելի և օրինակելի, որի ապահովման համար պետք է բարելավվեն կառավարման և որոշումների ընդունման համակարգերը, ինչպես նաև բարելավվեն գործառնությունների հաշվետվության ձևերը և մեխանիզմները: Այս գաղափարն իր արտացոլումն է գտել ԱՄՆ բանաձևերի փոփոխության քննարկումների մեջ, ինչը նշանակում է անդրադարձ համաշխարհային տնտեսության փոփոխություններին: Այսօր ընդամենը մի քանի զարգացած երկրներ են վերահսկում ԱՄՆ որոշումների ընդունման համակարգը, որը շատ հաճախ զարգացած և զարգացող պետությունների հետաքրքրությունների հակասության դեպքում ոչ միանշանակ եզրահանգումներ է առաջացնում<sup>31</sup>: Այդ իսկ պատճառով, նաև հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ զարգացող և անցումային փուլում գտնվող երկրներն են ԱՄՆ-ի հիմնական փոխառուները, այդ պետությունները պետք է ավելի մեծ դերակատարում ունենան ԱՄՆ որոշումների ընդունման գործընթացում: Իրենց հերթին զարգացած պետությունները հակադրվելով այս մետեցմանը, պատճառաբանում են, որ դա կրեթի կառավարման և լիդերության թուլացման, արդյունավետության նվազման և կանոնակարգող չափանիշների կիրառման թուլացման: Այնուամենայնիվ մի շարք հետազոտողներ առաջարկում են փոփոխել ԱՄՆ կանոնակարգերը, տնօրենի ընտրության կարգը և որոշումները ընդունման ընթացակարգերը<sup>32</sup>:

Ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամը հատուկ ուշադրություն հրավիրեց բանկային և ֆինանսական հաստատությունների կառավարման, վերահսկողության, ռիսկերի կառավարման, վարկերի դասակարգման և ներդրումների խելամտության խնդիրների

---

<sup>31</sup> de Gregorio, Eichengreen B, Ito T and Wyplosz C (1999) “An Independent and Accountable IMF”, Washington DC, Brookings Institution Press.

<sup>32</sup> Eichengreen (2000) “ The international financial architecture: Legitimacy, Accountability and Reform”, Mimeo. Berkley, University of California.

վրա: Բազմաթիվ տնտեսագետներ առաջարկում են խստացնել միջազգային չափանիշները և համապատասխանեցնել ժամանակակից պահանջներին, որը կրերի ազգային ֆինանսական համակարգերի ավելի մեծ կայունության<sup>33</sup>: Դա մաս կխրախուսի միջազգային առևտուրն ու ներդրումները, կավելացնի թափանցիկությունը և կնվազեցնի ռիսկերը, այդ թվում տարբեր իրավական կարգավորման ռեժիմներ ունեցող պետություններում<sup>34</sup>: Անցումային երկրներում և զարգացող պետություններում արդյունավետ իրավական համակարգը նախապայման է հանդիսանում տարբեր չափանիշների՝ օրինակ, հաշվապահական հաշվառման, կորպորատիվ կառավարման, արժեթղթերի ոլորտի, ապահովագրության և այլ ոլորտների կիրառման գործում: Սակայն, միջազգային չափանիշների կիրառումը չի կարող երաշխավորել, ոչ միջազգային ֆինանսական կազմակերպությունների օժանդակում և ոչ էլ այդ պետությունների ֆինանսական համակարգի ճգնաժամերից բացառում:

Նշվում է, որ ԱՄՆ տեղեկատվական և վերլուծական կարողությունները կարևորագույն դերակատարում ունեն ճգնաժամերի ախտորոշման գործում, լինի դա իրացվելիության ապահովման, թե անվճարունակության հիմնահարց: Կարևորագույն խնդիր են հանդիսանում արժութային ճգնաժամերը, որոնք, ինչպես փորձն է ցույց տալիս, պարտադրում են երկրներին վերանայել կայուն փոխարժեքների քաղաքականությունը՝ ճգնաժամերից դուրս գալու համար, իսկ ԱՄՆ-ին՝ ոչ միայն գնահատել փոխարժեքների վերագնահատված լինելը ճգնաժամին նախորդ ժամանակահատվածում, այլ տալ որակական գնահատական-

---

<sup>33</sup> Eichengreen (1999) “Toward a new international financial architecture: a practical post-Asia agenda”, Washington DC, Institute for International Economics.

<sup>34</sup> Pistor K (2000) “The standartization of law and its effect on developing economies” G-24 Discussion paper Series no. 4. New York and Geneva UNCTAD and Center for International Development.

ներ՝ ցնցումները կանխելու համար: Միանշանակ չէ նաև կապիտալի հոսքերի և միջազգային բնույթի ֆինանսական ծառայությունների մատուցման կարգավորման վերաբերյալ ԱՄՆ-ի դիրքորոշումը: Այսպես, չնայած այն հանգամանքին, որ բազմաթիվ զարգացող երկրներ ավարտին չեն հասցրել իրենց ֆինանսական, բանկային և կապիտալի շուկաների բարեփոխումները, այնուամենայնիվ միջազգային ֆինանսական հաստատությունները խթանում են այդ բոլոր շուկաների բաց լինելու քաղաքականությամբ:

Միջազգային ֆինանսական կազմակերպությունների դերի վերաբերյալ անցյալ տաս տարիների բանախոսությունները վերափոխումների զգալի արդյունք չեն տվել, ինչպես նաև, չնայած զարգացող երկրներն անվերապահորեն իրականացնում են ԱՄՆ ծրագրերը, սակայն չեն կարողանում խուսափել ֆինանսական և տնտեսական ճգնաժամերից: Միջազգային ֆինանսական ճարտարապետության վերափոխումները պահանջում են ավելի սերտ համագործակցություն պետությունների, կառավարությունների, մասնավոր հատվածի և այլ միջազգային կազմակերպությունների միջև ապահովելու համար հանրային այն արժեքները, որոնք անհրաժեշտ են բոլոր պետությունների բարգավաճման համար:

#### **4. Ֆինանսական ճգնաժամի հնարավոր ազդեցությունը ՀՀ տնտեսության վրա**

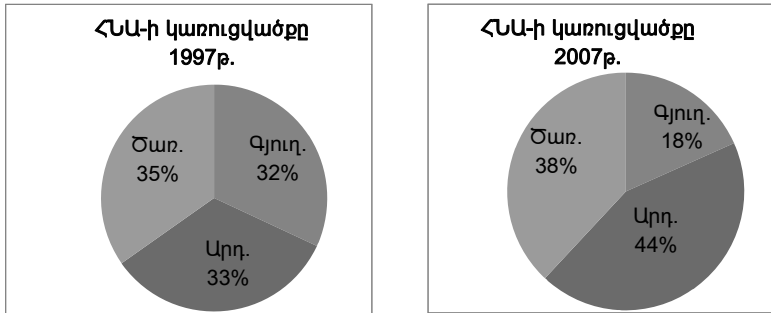
Այսպիսով կարելի է նշել, որ տնտեսական ճգնաժամերի ժամանակ այն երկրներն են առավել խոցելի, որոնց մոտ նախքան ճգնաժամն աղքատության մակարդակը բարձր է եղել: Համաձայն պաշտոնական վիճակագրության 2000-2007թթ. ընկած ժամանակահատվածում աղքատության մակարդակը 50%-ից նվազել է մինչև 25%: Մեր կարծիքով Հայաստանում աղքատության իրական մակարդակը շատ ավելի բարձր է, քան այն ներկայացված է պաշտոնական ցուցանիշներով: Մյուս կողմից 2008թ. սկզբին Տնտեսական համագործակցության և զարգացման կազմակերպությունը (Organization for Economic Cooperation and Development, OECD) Հայաստանին ցածր եկամտի մակարդակ ունեցող երկրների շարքից դասեց միջին եկամտի մակարդակ ունեցող երկրների շարքին: Սա իհարկե զգալիորեն բարձրացնում է Հայաստանի վարկանիշը համաշխարհային տնտեսության մեջ, սակայն մեր կարծիքով այս հանգամանքը ոչ մի կերպ չի կարող մեղմել գյուրալ ֆինանսական ճգնաժամի բացասական հետևանքները: Այստեղ նաև հարկ է նշել, որ տարբեր միջազգային տնտեսական կազմակերպություններ ունեն երկրների դասակարգման իրենց սեփական չափանիշները: Այսպես, համաձայն Համաշխարհային բանկի դասակարգման՝ 2008թ. տվյալներով մեկ շնչին բաժին ընկնող ՀՆԱ-ի ծավալով Հայաստանը դասվել է միջինից ցածր եկամտի մակարդակ ունեցող երկրների շարքին:

**ՀՀ մակրոտնտեսական վիճակի վերլուծություն:** Ինչպես նկատում ենք Գծապատկեր 6-ից, ՀՆԱ-ի կառուցվածքում նշանակալիորեն կրճատվել է գյուղատնտեսության բաժինը հօգուտ արդյունաբերության: Սակայն, ինչպես փաստում են Համաշխարհային բանկի տվյալները, եթե 1997թ. վերամաշակող արդ-

յունաբերության բաժինը ՀՆԱ-ում կազմում էր 24.4%, ապա 2007թ. այն կազմել է 15.1%<sup>35</sup>:

Գիտարկելով ՀՀ արդյունաբերության կառուցվածքի փոփոխությունը կարող ենք փաստել, որ 2000-2007թթ. ընկած ժամանակաշրջանում վերամշակող արդյունաբերության բաժինը գրեթե մնացել է անփոփոխ: Մյուս կողմից զգալիորեն աճել է հանքագործական արդյունաբերության բաժինը և գրեթե երկու անգամ կրճատվել է էլեկտրաէներգիայի, գազի, ջրի արտադրության և բաշխման բաժինը (Աղյուսակ 1):

Գծապատկեր 6: ՀՆԱ-ի կառուցվածքը (%)



**Աղբյուր՝ Armenia at a Glance, WB, 2008**

Աղյուսակ 1: ՀՀ արդյունաբերության կառուցվածքը (%)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Արդյունաբերություն	100	100	100	100	100	100	100	100
Հանքագործական արդ.	5.3	6.6	9.1	10.9	18.1	17.4	17.6	15.9
Վերամշակող. արդ.	64.5	65.1	66.6	67	62.9	65.1	65.0	66.7
Էներգետիկա	30.2	28.3	24.3	22.1	19.0	17.5	17.4	17.4

**Աղբյուր՝ ՀՀ ազգային վիճակագրական ծառայություն**

<sup>35</sup> Armenia at a Glance, WB, 2008

2001-2007թթ. ընկած ժամանակահատվածում ՀՀ տնտեսության աճի միջին տեմպը կազմել է 12%: Տնտեսական աճի տեմպի նշանակալի նվազում է նկատվել 2008թ.՝ պայմանավորված գլոբալ ֆինանսատնտեսական ճգնաժամով՝ 2008թ. կազմելով 6.8% (Աղյուսակ 2):

Աղյուսակ 2. ՀՀ մակրոտնտեսական որոշ ցուցանիշների աճի տեմպերը (%)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
ՀՆԱ	13.2	14.0	10.5	13.9	13.2	13.7	6.8
Արտաքին ապրանքաշրջ.	22.4	31.6	5.5	33.8	14.6	39.1	23.7
Արտահանում	47.8	35.7	5.4	34.7	1.9	17.2	-7.2
Ներմուծում	12.5	29.6	5.6	33.4	21.6	49.1	35.0
Շինարարություն	45	41	15	41	38	20	9.8
Արդյուն. արտադրանքի ծավալ	14.6	15.1	2.4	7.6	-0.9	2.6	3.1

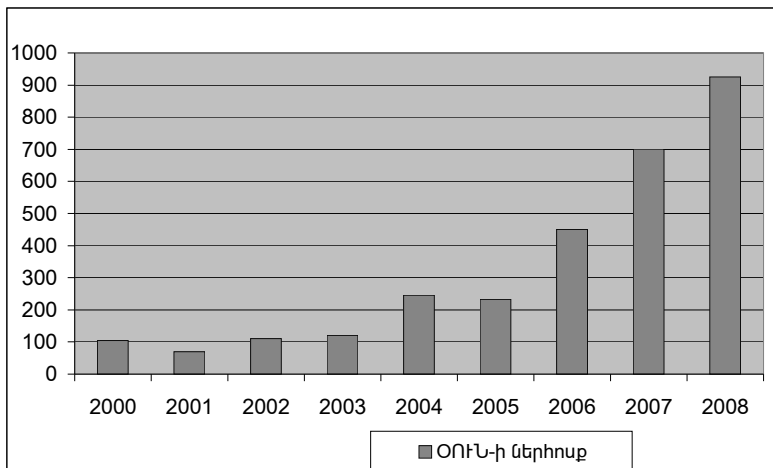
#### Արդյուր՝ ՀՀ ազգային վիճակագրական ծառայություն

Ինչպես նկատում ենք Աղյուսակ 2-ից, բոլոր բերված մակրոտնտեսական ցուցանիշների գծով նկատվել է աճի տեմպերի զգալի նվազում 2008թ.: Հատկապես նշանակալիորեն նվազել է արտահանման աճի տեմպը՝ 2008թ. կազմելով -7.2% և գրեթե երկու անգամ կրճատվել է շինարարության աճի տեմպը: Այստեղ հարկ է նշել, որ արտահանման աճի տեմպը նվազման միտում էր ձեռք բերել դեռ 2004թ.՝ պայմանավորված հայկական դրամի փոխարժեքի արժևորմամբ: Հակառակ դրան, կրկին պայմանավորված դրամի փոխարժեքի արժևորմամբ, 2004թ. սկսած զգալիորեն աճել է ներմուծման աճի տեմպը:

Անդրադառնալով ՀՀ տնտեսության մեջ ՕՈՒՆ-ի ներհոսքին կարող ենք փաստել, որ ՕՈՒՆ-ի նշանակալի աճ սկսել է գրանցվել սկսած 2006թ. (Գծապատկեր 7): 2008թ. ՕՈՒՆ-ի ծավալը 2005թ. մակարդակի հետ համամետաժ աճել է գրեթե չորս անգամ՝ 2008թ. կազմելով 925.3 մլն. դոլար: Մյուս կողմից, կարող ենք փաստել, որ հանրապետություն ներհոսող ՕՈՒՆ-ի աշխար-

հագրական կառուցվածքում ԵՄ երկրների դերն այնքան էլ մեծ չէ (Գծապատկեր 8): Հանրապետություն ներհոսող ՕՈՒՆ-ի աշխարհագրական կառուցվածքի վերաբերյալ ավելի մանրամասն պատկերացում կազմելու համար դիտարկենք մաքուր պաշարները 2007թ. վերջին: Այսպես, մաքուր պաշարներով առաջին տեղում է Ռուսաստանը (ավելի քան 1 մլրդ. դոլար), երկրորդ տեղում՝ Գերմանիան (184.9 մլն դոլար), երրորդ տեղում՝ Ֆրանսիան (182 մլն. դոլար), չորրորդ տեղում՝ ԱՄՆ (180 մլն. դոլար) և վերջապես հինգերորդ տեղում է Կանադան (125.6 մլն. դոլար)<sup>36</sup>: Այսինքն, եթե դիտարկենք առաջին հնգյակին, ապա ՕՈՒՆ-ի ծավալով ԵՄ երկրներից այդտեղ առանձնանում են միայն Գերմանիան և Ֆրանսիան:

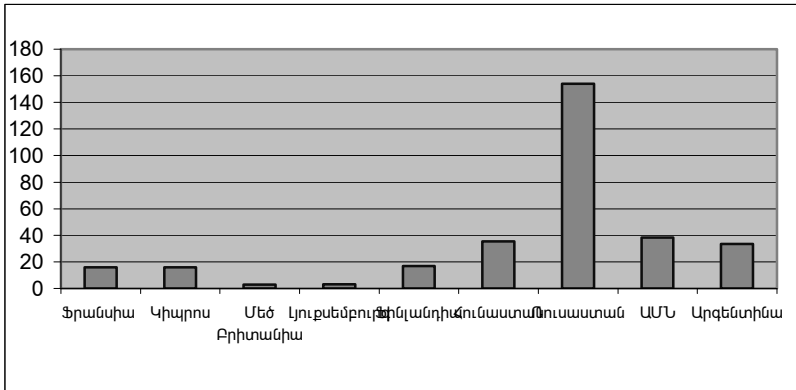
**Գծապատկեր 7: ՕՈՒՆ-ի դինամիկան 2000-2008թթ. (մլն. դոլար)**



**Աղբյուր՝ ՀՀ Ֆինանսների նախարարություն**

<sup>36</sup> Աղբյուր՝ ՀՀ վիճակագրական ծառայություն, Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք 2008:

**Գծապատկեր 8: ՕՈՒՆ-ի ներհուսքն ըստ հիմնական երկրների 2006թ. (մլն. դոլար)**



**Աղբյուր՝ ՀՀ վիճակագրական ծառայություն, Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք 2008**

Այսպիսով, ինչպես նկատեցինք, դեռևս 2008թ. սեպտեմբերին ԱՄՆ-ում սկիզբ առած և այնուհետև ամբողջ աշխարհով մեկ տարածում գտած գլոբալ ֆինանսատնտեսական ճգնաժամն արդեն իր ազդեցությունն է թողել նաև ՀՀ տնտեսության վրա: Չնայած այն հանգամանքին, որ գլոբալ ֆինանսատնտեսական ճգնաժամն արդեն իր բացասական հետևանքները թողել է ՀՀ տնտեսության զարգացման վրա, մեր կարծիքով, ճգնաժամի բացասական երևույթները դեռևս ամբողջովին չեն դրսևորվել ՀՀ տնտեսությունում: Ավելի քան մեկ տասնամյակ շարունակվող ՀՀ տնտեսության վերականգնումը կխաթարվի և տնտեսական աճի տեմպերը հավանաբար նշանակալիորեն կնվազեն գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամի պատճառով: Այսպես, 2009թ. հունվար-մարտ ամիսներին, 2008թ. նույն ժամանակահատվածի հետ համեմատած, տնտեսական աճը կազմել է -9.7% (Աղյուսակ 3): Ավելին արդեն 2009թ. հունվար-օգոստոս ամիսներին 2008թ. նույն ժամանակահատվածի հետ համեմատած տնտեսական աճը կազմել է -18.4%:

Աղյուսակ 3: ՀՀ որոշ մակրոտնտեսական ցուցանիշներ

	2009 հունվար-մարտ	աճի տեմպը (%) (2009 I եռ./2008 I եռ.)
ՀՆԱ (մլն. դրամ)	638939.3	90.3
Արտաքին ապրանք. (մլն. դոլար)	1069.1	70.0
Արտահանում (մլն. դոլար)	175.6	52.2
Ներմուծում (մլն. դոլար)	893.5	75.0
Շինարարություն (մլն. դրամ)	51508.5	57.6
Արդյուն. արտ. ծավալ (մլն. դրամ)	176967.6	88.9

**Արդյուր՝ ՀՀ ազգային վիճակագրական ծառայություն**

Շինարարության ոլորտի մասնաբաժինը, որը վերջին տարիներին համարվում էր ՀՀ տնտեսության տնտեսական աճ ապահովող հիմնական ոլորտներից մեկը, 2008թ. աճել է ընդամենը 9.8%-ով (2007թ. նույն ժամանակահատվածում աճը կազմել է 19.6%): Ավելին, 2009թ. հունվար-մարտ ամիսներին շինարարության ոլորտի աճը համեմատած 2008թ. նույն ժամանակահատվածի հետ կազմել է -42.4%: Հայաստանի անշարժ գույքի շուկան սկզբնական շրջանում նշանակալի կորուստներ չունեցավ, քանի որ այս շուկայում ներդրումների հիմնական մասն իրականացվել են կանխիկ գումարի հիման վրա, այլ ոչ թե առևտրային բանկերի կողմից ֆինանսավորմամբ: Սակայն, այդուհանդերձ, գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամի խորացումը բերեց անշարժ գույքի պահանջարկի և հետևաբար գների նշանակալի նվազման: Արդյունքում արդեն 2009թ. հունվար-օգոստոս ամիսների կտրվածքով շինարարության ոլորտի աճը համեմատած 2008թ. նույն ժամանակաշրջանի հետ կազմել է -52.6%:

Ինչպես նկատում ենք Աղյուսակ 1-ից ֆինանսական ճգնաժամն իր բացասական ազդեցությունն է թողել նաև արտաքին ապրանքաշրջանառության և արդյունաբերական արտադրանքի թողարկման վրա: Այսպես, 2009թ. հունվար-մարտ ամիսներին 2008թ. նույն ժամանակահատվածի հետ համեմատած 30%-ով կրճատվել է արտաքին ապրանքաշրջանառության ծավալը, այդ թվում արտահանումը՝ 47.8%-ով, իսկ ներմուծումը՝ 25.0%-ով: Այստեղ հարկ է նշել, որ 2009թ. հունվար-օգոստոս ամիսների կտրվածքով արտաքին առևտրաշրջանառության աճի տեմպը գրեթե համընկել է 2009թ. հունվար-մարտ ամիսների աճի տեմպի հետ: Այսպես, 2009թ. հունվար-օգոստոս ամիսներին 2008թ. նույն ժամանակահատվածի հետ համեմատած արտաքին առևտրաշրջանառության ծավալը կրճատվել է 29.9%-ով (2009թ. հունվար մարտ ամիսներին 2008թ. հունվար մարտ ամիսների հետ համեմատած աճը կազմել էր -30%): Նման կերպ պահպանվել են նաև արտահանման և ներմուծման աճի տեմպերը:

Համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամի արդյունքում զգալիորեն նվազեցին նաև արտասահմանում աշխատողների կամ բարեկամների կողմից դեպի Հայաստան փոխանցվող կանխիկ տրանսֆերտները: Այստեղ, հարկ է նշել, որ այս փոխանցումները շատ կարևոր դերակատարում ունեն չ՛հ տնտեսության զարգացման գործընթացում: Առաջին հերթին դրանք հնարավորություն են տալիս ֆինանսավորել առևտրային և ընթացիկ հաշվի վիժխարի պակասուրդը: Այսպես, համաձայն չ՛հ Կենտրոնական բանկի 2008թ. տվյալների՝ բանկային համակարգի միջոցով արտասահմանից փոխանցված միջոցների գումարը կազմել է 1.2 մլրդ. դոլար, որը կազմել է չ՛հԱ-ի 14%-ը: Ավելին, եթե հաշվի առնենք, որ արտասահմանում աշխատողների մեծ մասը կամ Հայաստան այցելողներն իրենց բարեկամների խնդրանքով կանխիկ բերում են զգալի ֆինանսական միջոցներ, ապա հնարավոր է, որ իրականում տրանսֆերտների պաշտոնական թիվը կրկնա-

պատկվի կամ եռապատկվի: Այստեղից ակնհայտ է, որ համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամի հետևանքով 2009թ. միանշանակ կնվազեն այդ միջոցների փոխանցումները դրանց հիմնական կենտրոններից՝ ԱՄՆ, ԵՄ և Ռուսաստան: Ելնելով վերը նշվածից, կարող ենք փաստել, որ այս ենթատեսքատում ՀՀ տնտեսությունը նշանակալի կորուստներ կունենա, քանի որ ինչպես մենք արդեն նշել ենք ՀՀ տնտեսության զարգացումը զգալիորեն կախված է արտասահմանից ստացվող դրամական փոխանցումներից<sup>37</sup>:

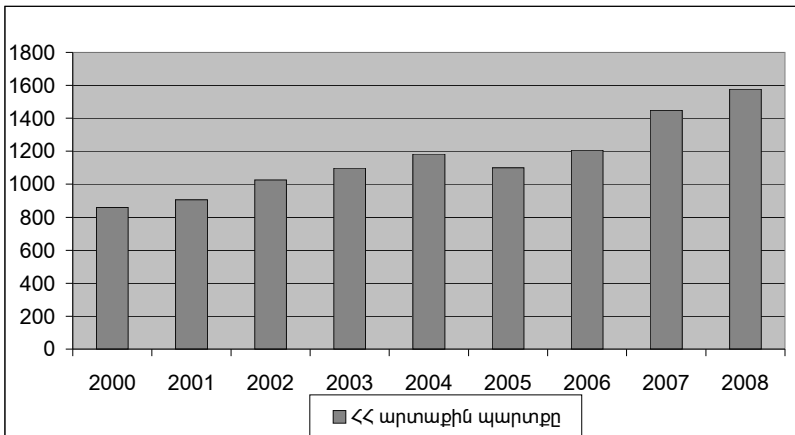
ՀՀ կառավարությունը մեծ ջանքեր է գործադրում՝ մեղմելու գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամի հետևանքները ՀՀ տնտեսության վրա: Այսպես, փորձ է արվում ակտիվորեն ներգրավել տնտեսական գործունեության մեջ և ձեռք բերել դրամական միջոցներ՝ պետության միջամտությունը ֆինանսավորելու համար: Այսպես, 2007թ. վերջին ՀՀ կառավարությունը դիմել էր Ռուսաստանին տրամադրել վարկ տնտեսությունը վերականգնելու/կայունացնելու համար: 2009թ. փետրվարի 5-ին Ռուսաստանը հաստատեց, որ կտրամադրի Հայաստանին 500 մլն. դոլար: Հաջորդ շաբաթ Համաշխարհային բանկը հայտարարեց, որ առաջիկա չորս տարիների ընթացքում Հայաստանին կտրամադրի 800 մլն. դոլար: Այս միջոցները հիմնականում օգտագործվելու են գյուղական համայնքների ենթակառուցվածքների զարգացման և առևտրային բանկերի կողմից վարկերի տրամադրման միջոցով փոքր ու միջին ձեռնարկությունների զարգացման համար: 2008թ. մարտի 4-ին ԱՄՀ հայտարարեց, որ ՀՀ կառավարության հետ ձեռք է բերվել սկզբնական համաձայնություն, ըստ որի ԱՄՀ Հայաստանին կտրամադրի 540 մլն. դոլար:

---

<sup>37</sup> Այստեղ հարկ է նշել, որ արտասահմանից ստացվող տրանսֆերտների ավելի քան 80% ուղղված է սպառման ոլորտ և տրանսֆերտների կրճատումն ուղղակիորեն կրելի ընդհանուր պահանջարկի կրճատման:

Ինչպես նկատում ենք Գծապատկեր 9-ից ՀՀ արտաքին պարտքը նշված ժամանակաշրջանում գրեթե կրկնապատկվել է՝ 2008թ կազմելով ՀՆԱ-ի 13.2%: Ավելին, եթե հաշվի առնենք 2008թ. սկիզբ առած ֆինանսական ճգնաժամի հետևանքով ՀՀ կառավարության արտաքին պարտքի ավելացումն ավելի քան մեկ միլիարդ դոլարով և հաշվի առնենք ՀՆԱ-ի հավանական կրճատումը 2009թ.՝ կապված ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի հետ, ապա արտաքին պարտքի բաժինը ՀՆԱ-ում զգալիորեն կաճի:

**Գծապատկեր 9: ՀՀ արտաքին պարտքի դինամիկան 2000-2008թթ. (մլն. դոլար)**



**Աղբյուր՝ ՀՀ Ֆինանսների նախարարություն**

ՀՀ Էկոնոմիկայի նախարար Ներսես Երիցյանը «Գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամ» թեմայով դեկտեմբերի 6-7 Դիլիջանում կայացած կլոր սեղանի քննարկումների ժամանակ նշել է.

«Գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամը մի շարք հնարավորություններ է ստեղծում Հայաստանի տնտեսական զարգացման համար, ոչ միայն այն պատճառով, որ ՀՀ տնտեսությունը բավական ինտեգրված չէ համաշխարհային տնտեսությանը, այլ նաև այն

պատճառով, որ վերջին 10 տարվա ընթացքում Հայաստանը ձեռք է բերել լուրջ մակրոտնտեսական քաղաքականության ռեսուրսներ<sup>38</sup>»:

Այստեղ այնպիսի տպավորություն է ստեղծվում, որ Հայաստանը չէր կարող օգտագործել վերջին տարիներին կուտակած մակրոտնտեսական քաղաքականության իր ռեսուրսներն առանց համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամի: Մյուս կողմից, մեր կարծիքով, ՀՀ տնտեսությունը բավական ինտեգրված է համաշխարհային տնտեսությանը: Իրականում, գոյություն ունեն մի շարք տնտեսական ցուցանիշներ, որոնք արտահայտում են ազգային տնտեսության ինտեգրման աստիճանը համաշխարհային տնտեսությանը: Դիտարկենք, միայն դրանցից մեկը՝ արտաքին ապրանքաշրջանառության քվոտան: Այսպես, չնայած այն հանգամանքին, որ 1998-2007թթ. ընկած ժամանակահատվածում ՀՀ տնտեսության արտաքին ապրանքաշրջանառության հարաբերակցությունը ՀՆԱ-ին նվազել է՝ 2007թ. կազմելով 52.8%, սակայն սա նշանակալի բարձր ցուցանիշ է և ցույց է տալիս, որ ՀՀ տնտեսությունը բավական ինտեգրված է համաշխարհային տնտեսությանը:

Նույն քննարկումների ժամանակ Ներսես Երիցյանը նշում է, որ Հայաստանը կարող է հանգիստ ավելացնել իր բյուջեի պակասուրդը մի քանի միլիարդ դոլարով առանց նշանակալի ինֆլյացիայի մակարդակ գրանցելու, քանի որ ՀՀ արտաքին պետական պարտքի մակարդակի հարաբերակցությունը ՀՆԱ-ին աշխարհում ամենացածրներից մեկն է (2008թ. տվյալներով այն կազմել է 13.5%): Մյուս կողմից, ՀՀ կառավարության հակաճգնաժամային միջոցառումների իրականացման մասին ամփոփ հաշվետվությունում նշված է, որ «պետական պարտքի կառավարման քաղաքականությունը եղել է զգուշավոր՝ արտաքին պե-

---

<sup>38</sup> Աղբյուր՝ Նոյան Տապան 9.12.2008

տական պարտք/ՀՆԱ հարաբերակցությունը կազմել է 13.4՝ ԱՊՀ երկրների 33%-ի դիմաց»<sup>39</sup>: Այս համատեքստում այնքան էլ պարզ չէ, թե ինչ է նշանակում «զգուշավոր» պետական պարտքի կառավարման քաղաքականություն: Սովորաբար արտաքին պետական պարտքի մակարդակն աճում է, երբ տնտեսության մեջ առկա են որոշակի հիմնախնդիրներ, որոնք պահանջում են լրացուցիչ ֆինանսական միջոցներ: Հետևաբար կարող ենք փաստել, որ ցածր արտաքին պետական պարտքի մակարդակը խոսում է այն մասին, որ ՀՀ տնտեսության մեջ կա՛մ չեն եղել այդպիսի լուրջ հիմնախնդիրներ, կա՛մ հիմնախնդիրներ եղել են, ուղղակի փորձ չի արվել այդ հիմնախնդիրները լուծել: Այդ պատճառով, մեր կարծիքով, այդքան էլ տեղին չէ համեմատել ՀՀ արտաքին պետական պարտքի մակարդակն այլ երկրների արտաքին պետական պարտքի մակարդակի հետ առանց դրանց տնտեսությունների կառուցվածքի և այլ մակրոտնտեսական ցուցանիշների համեմատության: Իհարկե արտաքին պարտքի բարձր մակարդակը բացասական երևույթ է, և մենք լիովին համաձայն ենք, որ ՀՀ-ն իր արտաքին պարտքի մեծությամբ դասվում է ցածր արտաքին պարտքի մեծություն ունեցող երկրների թվին: Մի շարք երկրներում, այդ թվում նաև զարգացած, արտաքին պարտքի մակարդակը գերազանցում է ՀՆԱ-ի 40%<sup>40</sup>, սակայն միևնույն ժամանակ այդ բոլոր երկրներն իրենց տնտեսության մեջ զգալի բարեփոխումներ կամ միջոցառումներ են իրականացրել նախ-

---

<sup>39</sup> ՀՀ կառավարության հակաճգնաժամային միջոցառումների իրականացման մասին ամփոփ հաշվետվություն, կետ 6, էջ 3:

<sup>40</sup> Օրինակ Մեծ Բրիտանիայում, Գերմանիայում և Ֆրանսիայում ընդհանուր արտաքին պարտքի մակարդակը (պետական և մասնավոր) 2008թ. կազմել է ՀՆԱ-ի համապատասխանաբար 370, 137 և 172%: Այստեղ հարկ է նշել, որ չնայած նշված երկրների համար բերված ցուցանիշներում հիմնականում գերակշռում է մասնավոր արտաքին պարտքը, սակայն բոլոր երկրների համար արտաքին պետական պարտքը գերազանցում է ՀՆԱ-ի 40%:

քան ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամի ի հայտ գալը: Այսինքն այդ երկրներում արտաքին պետական պարտքի ավելացումը ծառայել կամ նպաստել է դրանց տնտեսությունների զարգացմանն ու վերակառուցմանը կամ դրանով փորձ է արվել նվազեցնել կամ վերացնել տնտեսության մեջ առկա որոշ բացասական հետևանքներ: Այստեղ հարցը կայանում է նրանում, որ եթե նույնիսկ արտաքին պարտքի մակարդակի հարաբերակցությունը ՀՆԱ-ին համեմատաբար այդքան ցածր չլիներ, միևնույնն է ՀՀ կառավարությունը ֆինանսական ճգնաժամի դեմ պայքարելու համար ստիպված պետք է ավելացներ իր արտաքին պարտքը: Մյուս կողմից շատ ավելի նպատակահարմար կլիներ, որ ՀՀ կառավարությունը նախքան ֆինանսական ճգնաժամի ի հայտ գալը կամ խորացումը «նախապատրաստեր» տնտեսությանը՝ ավելացնելով արտաքին պարտքի մակարդակը: Այսինքն, եթե համարենք, որ գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամն այլևս իրողություն է, ապա կառավարության նման ջանքերը միայն կարող են կարճաժամկետ հատվածում ինչ-որ կերպ մեղմել ֆինանսական ճգնաժամի բացասական արդյունքները: Սակայն, մեր կարծիքով, գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամը ոչ մի կերպ չի կարող դրական ազդեցություն ունենալ ՀՀ տնտեսության վրա:

Այսպիսով, ամփոփելով կարող ենք նշել, որ այն բոլոր միջոցները, որոնք գոյանում են արտաքին պարտքի մեծացման հաշվին, պետք է հստակ որոշվեն, թե ինչպես և ինչ ուղղություններով պետք է օգտագործվեն, առավել ևս ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամի պայմաններում: Այսինքն պետք է մշակվի հստակ գործողությունների ծրագիր և վեր հանվեն այն հիմնական ոլորտները, որոնք այդ լրացուցիչ միջոցների կարիքն ունեն: Ընդ որում, այդ ոլորտներին աջակցություն պետք է ցուցաբերվի առանց խախտելու մրցակցության սկզբունքները՝ ոլորտի միայն որոշ ձեռնարկությունների սուբսիդիաներ տրամադրելով, ինչը վերջիններիս շուկայում արտոնյալ կարգավիճակ է շնորհում:

**Դրամավարկային քաղաքականություն:** Անդրադառնալով ՀՀ դրամավարկային քաղաքականությանը հարկ է նշել, որ 2009թ. մարտի 1-ին ՀՀ Կենտրոնական բանկը հայտարարեց, որ իրենք կրկին վերադառնում են լողացող փոխարժեքի արժույթային ռեժիմի: Այստեղ ամբողջ հարցը կայանում է նրանում, որ ՀՀ ԿԲ ստեղծման օրից ի վեր պաշտոնապես հայտարարել է, որ նա վարում է ազատ լողացող փոխարժեքի արժույթային ռեժիմ: Այստեղից հարց է առաջանում, իսկ ե՞րբ էր ՀՀ ԿԲ անցել հաստատագրված փոխարժեքի արժույթային ռեժիմի, որ հիմա կրկին վերադառնում է լողացող փոխարժեքի արժույթային ռեժիմի: Մյուս կողմից, եթե նույնիսկ ՀՀ ԿԲ ազատ լողացող փոխարժեքի արժույթային ռեժիմից անցել է հաստատագրված փոխարժեքի արժույթային քաղաքականության, ապա ինչու դրա մասին չի հայտարարվել: Այսպես, ՀՀ ԿԲ պաշտոնական ինտերնետային կայքում՝ «Դրամավարկային Քաղաքականություն» բաժնի «Արժույթային քաղաքականության նկարագրություն» ենթաբաժնում, նշված է, որ «ՀՀ կենտրոնական բանկի արժույթային քաղաքականությունն ուղղված է Հայաստանի Հանրապետության արժույթային պահուստների արդյունավետ կառավարման միջոցով ՀՀ դրամի հուսալիության ու միջազգային հեղինակության բարձրացմանը, ընթացիկ արժույթային գործառնությունների և կապիտալի շարժի, ինչպես նաև օտարերկրյա ներդրումների համար բարենպաստ իրավատնտեսական դաշտի ստեղծմանը: Այդ նպատակների իրականացման համար հայտարարվել է համապատասխան արժույթային ռեժիմ:» Այնուհետև կայքի նույն հատվածում նշված է, որ «ՀՀ կենտրոնական բանկը վարում է ազատ լողացող փոխարժեքի քաղաքականություն, ինչը համահունչ է ազատականացված կապիտալի հաշվի գործարքների և անկախ դրամավարկային քաղաքականության իրականացման սկզբունքներին: Կենտրոնական բանկի միջամտությունը արժույթային շուկային իրականացվում է՝ ելնելով դրամավարկային քա-

ղաքականության նպատակներից»<sup>41</sup>: Այստեղից կրկին հարց է առաջանում, եթե ազատ լողացող փոխարժեքի քաղաքականությունը համահունչ էր ազատականացված կապիտալի հաշվի գործարքների և անկախ դրամավարկային քաղաքականության իրականացման սկզբունքներին, ապա այդ դեպքում ինչով էր հիմնավորված անցումը հաստատագրված փոխարժեքի արժույթային ռեժիմին: ՀՀ կառավարության հակաճգնաժամային միջոցառումների իրականացման մասին ամփոփ հաշվետվությունում նույնպես նշված է, որ «2009թ. մարտի սկզբից Հայաստանը վերադարձավ լողացող փոխարժեքի ռեժիմին»<sup>42</sup>: Այնուհետև նույն հաշվետվությունում որպես ժամանակավոր հաստատագրված փոխարժեքի արժույթային ռեժիմին անցման հիմնավորում նշվում է, որ «մինչ այդ առաջացել էր բանկային համակարգից խնայողությունների արտահոսքի և դրամային ավանդները դուրարայինով փոխարինելու ճնշումներ, որոնք պայմանավորված էին ազգային արժույթի արժեզրկման սպասումներով: Այս ամենը ստեղծել էր բանկային համակարգի իրացվելիության և կապիտալի բավարարության հետ կապված ռիսկեր: Դրանք չեզոքացնելու նպատակով ԿԲ-ն տարեսկզբից մեծացրել էր միջամտությունն արտարժույթի շուկայում՝ փոխարժեքի ժամանակավոր կայունացման միջոցով բանկային համակարգին հնարավորություն ընձեռնելով վերակառուցել հաշվեկշիռը»<sup>43</sup>: Վերլուծելով վերը նշվածը՝ փորձենք կատարել որոշ պարզաբանումներ: Այսպես, կապված ՀՀ ազգային արժույթի արժեզրկման մտավախության

---

<sup>41</sup> [http://www.cba.am/CBA\\_SITE/monetary/aforeign.html?\\_locale=hy](http://www.cba.am/CBA_SITE/monetary/aforeign.html?_locale=hy) (ՀՀ ԿԲ պաշտոնական ինտերնետային կայքի այս հատվածը վերջին անգամ քարոզացվել 04.06.2008թ.-ին, իսկ ինտերնետային կայքն այցելվել է 22.04.2009թ.-ին):

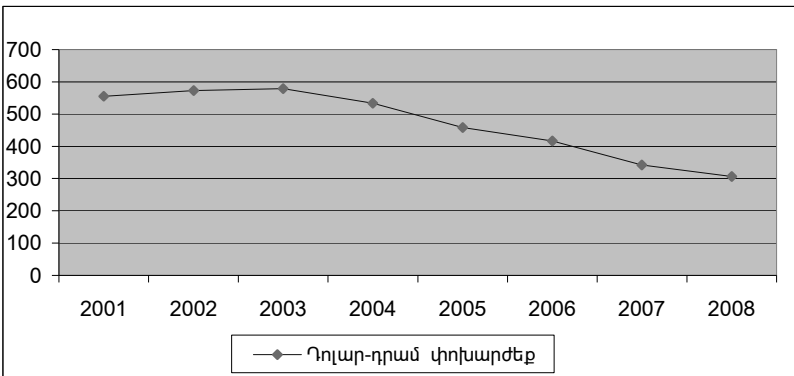
<sup>42</sup> ՀՀ կառավարության հակաճգնաժամային միջոցառումների իրականացման մասին ամփոփ հաշվետվություն, կետ 7, էջ 4:

<sup>43</sup> ՀՀ կառավարության հակաճգնաժամային միջոցառումների իրականացման մասին ամփոփ հաշվետվություն, կետ 7, էջ 4:

հետ կարող ենք փաստել, որ 2003-2008թթ. ընկած ժամանակաշրջանում ՀՀ ազգային արժույթն արժևորվել է (Գծապատկեր 10): ՀՀ ազգային արժույթի այդպիսի արժևորման պարագայում դրամային ավանդները դոլարայինով փոխարինելու ճնշումներ ուղղակի չէր կարող լինել: Կապված այն պնդման հետ, որ ԿԲ-ն տարեսկզբից էր մեծացրել միջամտությունն արտարժույթի շուկայում, կարող ենք փաստել, որ ամբողջ 2008թ. ընթացքում ՀՀ ազգային արժույթի փոխարժեքը կազմել է 302-309 դրամ մեկ ԱՄՆ դոլարի դիմաց:

Այսպիսով, վերջնական արդյունքում ՀՀ ազգային դրամը զգալիորեն արժեզրկվեց, տեղի է ունենում բանկային համակարգից խնայողությունների արտահոսք և դրամային ավանդները դոլարայինով փոխարինելու գործընթաց:

Գծապատկեր 10: ԱՄՆ դոլար և ՀՀ դրամ փոխարժեքի դինամիկան 2001-2008թթ. ընկած ժամանակահատվածում



### Աղբյուր՝ ՀՀ Ֆինանսների նախարարություն

Ինչպես նկատում ենք Գծապատկեր 10-ից 2004-2008թթ. ընկած ժամանակահատվածում ՀՀ դրամը գրեթե երկու անգամ

արժևորվել է ամերիկյան դոլարի նկատմամբ<sup>44</sup>: Այս հանգամանքը իհարկե առաջին հերթին մեր կարծիքով զգալիորեն վնասել է արտահանմանը և առավել բարենպաստ պայմաններ ստեղծել ներմուծման համար: Մյուս կողմից, եթե 2004-2007թթ. ընկած ժամանակաշրջանում դոլար-դրամ փոխարժեքի ամսեկան միջին մակարդակը հիմնականում նվազման միտում է ունեցել, ապա 2008թ. այն եղել է գրեթե հաստատուն՝ պայմանավորված Կենտրոնական բանկի կողմից արտարժույթի շուկայում իրականացվող ակտիվ ինտերվենցիաներով: Ավելին, 2008թ. ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի պատճառով պայմանավորված արդեն 2009թ. մարտի 1-ին, ՀՀ կենտրոնական բանկը հայտարարեց, որ իրենք կրկին վերադառնում են լողացող փոխարժեքի արժութային ռեժիմի (արտարժույթի շուկայում ինտերվենցիաների դադարեցում կամ նշանակալի նվազեցում), որ արդյունքում ազգային դրամն ամերիկյան դոլարի նկատմամբ արժեզրկվեց շուրջ 23%-ով: Եվ վերջապես, մեր կարծիքով, շատ ավելի նպատակահարմար և արդյունավետ կլիներ, եթե ազատ լողացող արժութային ռեժիմի փոխարեն կիրառվեր որոշակի սահմաններում տատանվող ազատ լողացող արժութային ռեժիմ, ինչը զգալիորեն կնվազեցներ տնտեսության մեջ անորոշության մակարդակը:

Մյուս կողմից Հայաստանի բանկային համակարգում մինչև օրս նախապատվությունը տրվում է ԱՄՆ դոլարին, որը շատ վառ արտահայտվում է բանկերի կողմից ավանդների ներգրավման գործընթացում: Այսպես, այլ հավասար պայմաններում, դոլարային ավանդների տոկոսադրույքը շատ ավելի բարձր է, քան եվրոյով ավանդներինը<sup>45</sup>: Հաշվի առնելով այն հանգամանքը, որ վեր-

---

<sup>44</sup> Այստեղ հարկ է նշել, որ դոլար-դրամ փոխարժեքը հաշվարկվել և ներկայացվել է հիմք ընդունելով փոխարժեքի տարեկան միջին մակարդակը:

<sup>45</sup> Աղբյուր՝ <http://banks.am/am-deposits.html> ինտերնետային կայքն այցելվել է 12.06.2009թ.-ին

ջին շրջանում (2009թ. առաջին եռամսյակից սկսած) ԱՄՆ կառավարությունն իր ֆինանսական միջոցների պակասուրդը լրացնելու համար սկսել է դոլարի էմիսիան, որն արդեն բերել է ԱՄՆ դոլարի արժեզրկմանը եվրոյի նկատմամբ և ՀՀ արտաքին տնտեսական հարաբերությունները գնալով էլ ավելի են զարգանում ԵՄ երկրների հետ, ապա մեր կարծիքով շատ ավելի նպատակահարմար կլիներ, որպեսի ՀՀ բանկերը նախապատվությունը տային եվրոյով ավանդների ներգրավմանը:

## 5. Ֆինանսական ճգնաժամի հաղթահարման հնարավոր ուղիները

### 5.1 Միջազգային փորձեր/մակրոնակարգակ

Միջազգային տնտեսական քաղաքականությունը պետք է ուղղված լինի ոչ միայն ֆինանսական ճգնաժամերի կանխարգելմանը, այլ նաև դրանց հետևանքների վերացմանը: Թվում է, թե ներկայիս ֆինանսական համակարգը անվերահսկելի է, քանի որ այն ներառում է բազմաթիվ անբացատրելի մութ անկյուններ: Վերլուծաբան Ս. Գրինյակը ներկայիս համաշխարհային տնտեսությունում առկա հիմնախնդիրները համեմատում է աստրոֆիզիկայում առկա «մութ օբյեկտների» հետ, որոնք խեղաթյուրում են տնտեսությունը և նշանակալի ազդեցություն ունենում գլոբալ գործընթացների արդյունքների վրա: Այդպիսի «մութ օբյեկտներ» են մասնավորապես հեղջ-ֆոնդերը<sup>46</sup> (hedge-fund), պետական ներդրումային ֆոնդերը, պետական կորպորացիաները, ֆոնդային բորսաներում ճգնաժամերը:<sup>47</sup>

2008թ. ՄԱԿ-ի Գլխավոր Ասամբլեայի նախագահ պարոն Միգել դե Էսքոտոն (Miguel d'Escoto) հրավիրեց մասնագետների, որոնք ինտերակտիվ քննարկումներ ունեցան անդամ պետությունների հետ՝ ֆինանսական ճգնաժամի պատճառների և հնարավոր լուծումների վերաբերյալ: Քննարկումների համակարգում էր Գլխավոր Ասամբլեայի նախագահի խորհրդական պարոն Պոլ Օքիստը (Paul Oquist): Հրավիրված մասնագետներն էին պրոֆեսոր Ջոզեֆ Ստիգլիցը (Joseph Stiglitz) (ԱՄՆ), պրոֆեսոր Պրաբհատ Պանտիակը (Prabhat Patnaik) (Հնդկաստան), պրոֆեսոր Սակիկո Ֆակուդա-Պարը (Sakiko Fukuda-Parr) (Ճապոն

---

<sup>46</sup> Ներդրումային ֆոնդի տարատեսակ:

<sup>47</sup> Гриняев С., Фомин А. «Темная материя мировой экономики». - «21-й век». - №1(9). - 2009.

նիա), դոկտոր Ֆրանսուա Հուտարտը (Francois Houtart) (Բելգիա) և այլն:

Քննարկումների բացումը կատարեց Գլխավոր Ասամբլեայի նախագահ պարոն Միգել դե Էսքոտոն, ով մասնավորապես նշեց, որ Մեծ ութնյակը (Great 8), Մեծ տասնհինգը (Great 15) ու Մեծ քսանը (Great 20) առանձին-առանձին չեն կարող հաղթահարել և լուծել հիմնախնդիրը: Միայն Մեծ հարյուր իննսուներկուսը (Great 192) համատեղ ուժերով կարող են դուրս գալ այս իրավիճակից:

Կոլումբիայի համալսարանի պրոֆեսոր, Նոբելյան մրցանակակիր Ջոզեֆ Ստիգլիցը նշեց, որ ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամը, որը սկիզբ առավ ԱՄՆ-ում և տարածվեց Եվրոպայում, արդեն վերածվել է գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամի և պահանջում է գլոբալ գործողություններ այնպիսի ինստիտուտի կողմից, որոնք ունեն քաղաքական լեգիտիմություն: Նա մասնավորապես նշեց. «Ինչ ճիշտ է Ուոլ Սթրիթի (Wall Street) համար, անպայման չէ, որ ճիշտ լինի բոլորի համար»: Նա նաև նշեց, որ նախկինում գլոբալ ֆինանսական համակարգը հաճախ աշխատում էր ոչ հոգուտ զարգացող երկրների: Այսպես, զարգացած երկրների բանկերը հակված են տրամադրել կարճաժամկետ վարկեր զարգացող երկրներին, ինչն ապահովում է բարձր լիկվիդայնություն զարգացած երկրների բանկերի համար, իսկ զարգացող երկրների համար՝ անկայունություն: Այսինքն զարգացող երկրները հաճախ պարտադրվում են ցիկլիկ դրամավարկային և ֆիսկալ քաղաքականություններ իրականացնել մինչդեռ զարգացած երկրները հետևում են հակացիկլիկ քաղաքականություններին: ԱՄՆ գլխավորությամբ իրականացվող բարեփոխումներն այլևս ադեկվատ չեն, քանի որ հենց ԱՄՆ պետք է վերանայի իր գործունեության ուղղություններն ու առաջնայնությունները: Ամփոփելով նաև նշեց, որ միակ ինստիտուտը, որը ներկայումս ունի լայն լեգիտիմություն, ՄԱԿ-ն է: Մենք հիմնականում համաձայն ենք պրոֆեսոր Ստիգլիցի հետ, սակայն մեր կարծիքով, այստեղ

ամբողջ խնդիրը կայանում է նրանում, որ ցանկացած միջազգային տնտեսական կազմակերպությունում հիմնականում ներկայացվում են մեկ կամ մի քանի երկրների խմբի շահերը: Մյուս կողմից, ընդհանուր առմամբ, այլ հավասար պայմաններում, միջազգային տնտեսական կազմակերպությունները կարող են շատ կարևոր դեր խաղալ միջազգային տնտեսական հարաբերություններում, քանի որ.

1. դրանք ներփակված են և կարող են տրամադրել հանրային բարիքներ

2. դրանք ստեղծում են մի շարք կանոններ, որոնցով կարգավորվում են միջազգային տնտեսական հարաբերությունները՝ նվազեցնելով անորոշության մակարդակը

3. դրանք հնարավորություն են տալիս քննարկել և բարելավել այդ կանոնները:

Հնդկաստանի Տնտեսական հետազոտությունների և պլանավորման կենտրոնի պրոֆեսոր Պրաբհատ Պանտիակը նշեց, որ ներկայիս գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամի պատճառը հանդիսանում է ազատական շուկայի համակարգի հիմնարար թերությունը, որն առնչվում է «ձեռնարկատիրության» և «սպեկուլյացիայի» տարանջատմանը, և քանի որ վերջին շրջանում առկա էր սպեկուլյացիայի աճի միտում, ապա կարճաժամկետ ակտիվները գերակշռում էին երկարաժամկետ ակտիվների նկատմամբ: Գլոբալացման գործընթացների պատճառով պետության դերը տնտեսության մեջ զգալիորեն «նվազել էր» և դրա հետևանքով ֆիսկալ միջամտությունը, որը համարվում էր կայուն տնտեսական աճի պահպանման միջոց, փոխարինվեց գլոբալ ֆինանսավորումով և ապակարգավորումով:

ԵՄ ներկայացուցիչները համաձայնվեցին, որ ճգնաժամն արտացոլում է տնտեսական և ֆինանսական կառավարման տարբերությունները և կոչ արեցին կոորդինացված միջոցառումներ ձեռնարկել, որոնք ներառում են համապատասխան ստան-

դարտներով կարգավորում, թափանցիկություն, պատասխանատվություն և վերահսկողություն:

Ընդհանրացնելով կարելի է նշել, որ քննարկումների արդյունքում գրեթե բոլորը համաձայնվեցին, որ միջազգային ֆինանսական կառուցվածքը կարիք ունի նշանակալի բարեփոխումների, սակայն կան տարբեր տեսակետներ բարեփոխումների աստիճանի և ուղղությունների նկատմամբ (օրինակ՝ ԱՄՀ և ՀԲ որոշումների ընդունման գործընթացում մեծացնել զարգացող երկրների դերը): Մյուս կողմից, քննարկումներն ավարտվեցին գլխավոր համաձայնագրի ձեռք բերմամբ՝ համաձայն որի ճգնաժամի հաղթահարման համար պետք է որոշվեն գլոբալ լուծումներ և ձեռնարկվեն համաձայնեցված գործողություններ:

Այս ամենից հետևում է, որ անհրաժեշտ է առավել արդյունավետ և թափանցիկ դարձնել բանկային գործառնությունների նկատմամբ կիրառվող վերահսկողությունը, վերացնել ֆինանսական օազիսները, օֆշորային գոտիները և այլն: Մյուս կողմից, հարկ է նշել նաև, որ օֆշորային գոտիների առկայությունը նշանակալի դերակատարում է ունեցել մի շարք երկրների տնտեսական զարգացման գործընթացում, որոնց շնորհիվ օֆշորային գոտիներն իրենց տնտեսական զարգացման գործընթացում մեծ հաջողությունների են հասել (օրինակ՝ Չինաստան, Հարավ-Արևելյան Ասիայի երկրներ և այլն):

Պատմական անդրադարձ կատարելով՝ պետք է նշել, որ 1971թ.-ի Բրետոն Վուդսյան համակարգի<sup>48</sup> փլուզումից հետո, երբ ԱՄՆ-ը միակողմանի սկզբունքով դադարեցրեց դոլարի փոխարկելիությունը ոսկով, համաշխարհային տնտեսությունը զգալի ֆինանսական դժվարությունների բախվեց: Ստեղծվեց մի իրավի-

---

<sup>48</sup> Բրետոն Վուդսի դրամական կառավարման համակարգը սահմանում էր կանոններ աշխարհի խոշորագույն արդյունաբերական երկրների միջև առևտրային և ֆինանսական հարաբերությունները կանոնակարգելու համար: Բրետոն Վուդսի համաձայնագրերը ստորագրվել են 1944թ.-ին:

ճակ, որտեղ ԱՄՆ դոլարը դարձավ ռեզերվային/պահուստային արժույթ այն բոլոր երկրների համար, որոնք ստորագրել էին Բրետոն Վուդսի համաձայնագիրը:

Ներկայումս շատ զարգացող և զարգացած երկրներ գտնում են, որ անհրաժեշտություն կա ներկայիս համաշխարհային ֆինանսական համակարգում լուրջ բարեփոխումներ իրականացնելու: Մասնավորապես Չինաստանի ժողովրդական բանկի կառավարիչ Ժու Բսիաօչուան գտնում է, որ ժամանակն է միջազգային դրամական համակարգի արմատական բարեփոխումներ իրականացնելու և դոլարը, որպես հիմնական ռեզերվային արժույթ փոխարինելու համաշխարհային արժույթով: Այս հայտարարությամբ Չինաստանը իր մտահոգությունն է հայտնել այն միջոցների նկատմամբ, որով ԱՄՆ-ը պայքարում է ճգնաժամի դեմ՝ մասնավորապես դոլարի անսահմանափակ էմիսիայի: Դա բնականաբար կվնասի դոլարին և հետևաբար կնվազեցնի Չինաստանի օտարերկրյա ռեզերվների արժեքը, որոնց 2/3-ը արտահայտված է դոլարով: Ըստ Ժուի՝ դոլարի պահուստային կարգավիճակը պետք է փոխանցվի SDR-ին (Special Drawing Right), Արժույթի միջազգային հիմնադրամի կողմից ստեղծված արժույթ, որի արժեքը սահմանվում է որպես դոլարի, եվրոյի, յենի և ֆունտի միջին արժեք:<sup>49</sup>

ԱՄՆ դոլարը ռեզերվային/պահուստային արժույթի կարգավիճակից զրկելու կարծիքին է նաև Ղազախստանի նախագահ Նուրսուլթան Նազարբաևը: Ըստ վերջինի՝ դոլարային արժույթը ոչ ժողովրդավարական և չկարգավորված համաշխարհային արժույթ է, և անհրաժեշտ է ստեղծել մեկ համաշխարհային արժույթ՝ ՄԱԿ-ի հովանու ներքո: Նազարբաևի առաջարկը հավանության է արժանացել տնտեսագետ, Նոբելյան մրցանակակիր

---

<sup>49</sup> “The dollar as a reserve currency. Handle with care. China suggests an end to the dollar era”, The Economist, 26.03.2009

Էդմունդ Ֆելփսի կողմից, ով նշում է, որ. «կարիք չկա աշխարհում 90-ից ավելի արժույթներ ունենալ», սակայն այնքան էլ համամիտ չէ, որ մեկ արժույթի ստեղծումը կլուծի բոլոր խնդիրները: Ըստ մեկ այլ Նոբելյան մրցանակակիր տնտեսագետ Ռոբերտ Մունդելի՝ Նազարբաևի պլանը քայլ է ճիշտ ուղղությամբ:<sup>50</sup>

Պետք է նշել, որ միայն Չինաստանը և Ղազախստանը չեն, որ հանդես են գալիս ժամանակակից միջազգային ֆինանսական համակարգը բարեփոխելու գաղափարներով: Մասնավորապես Գերմանիայի կանցլեր Ա. Մերկելն առաջարկում է ձևավորել ՄԱԿ-ի տնտեսական խորհուրդ, որը կմշակի հակաճգնաժամային լուծումներ: Մինչդեռ Բրիտանիայի վարչապետ Գ. Բրաունը և ԱՄՆ գանձապետարանի քարտուղար Թ. Գեյթները կոչ են անում ստեղծել կենտրոնական կոորդինացվող ֆինանսական համակարգ: Ռ-Ռ նախագահ Դ. Մեդվեդևը, ընդգծելով մեկ չվերահսկվող համաշխարհային արժույթից բխող վտանգները, առաջարկում է օգտագործել մի քանի տարածաշրջանային ռեգերվային արժույթներ՝ ներառյալ ռուսական ռուբլին:<sup>51</sup>

Ինչպես ասում են համաշխարհային ճգնաժամերը գալիս են ստուգելու համաշխարհային տնտեսության մրցունակության մակարդակը և բացահայտելու առկա խնդիրները, ինչպես նաև նախանշելու զարգացման նոր ուղիները: Փաստորեն ներկայիս ճգնաժամը ցույց է տալիս, որ արդի միջազգային ֆինանսական համակարգն իրեն սպառել է, և անհրաժեշտ է ստեղծել միջազգային տնտեսական հարաբերությունները համակարգող նոր համակարգ: Իհարկե դուարին՝ որպես միջազգային ռեգերվային արժույթի, այլընտրանք գտնելն այնքան էլ հեշտ խնդիր չէ, և նման արձատական փոփոխությունների իրականացումն որոշա-

---

<sup>50</sup> Roman Muzalevski, “Nazarbaev calls for single global currency”, CACI Analyst, 26.03.2009

<sup>51</sup> Roman Muzalevski, “Nazarbaev calls for single global currency”, CACI Analyst, 26.03.2009

կի ժամանակ կպահանջի: Բացի տնտեսականից, այստեղ մեծ տեղ է զբաղեցնում քաղաքական գործոնը: ԱՄՆ-ը բնականաբար կընդդիմանա, քանի որ ռեզերվային արժույթ ապահովողի իր կարգավիճակի կորուստը կանդրադառնա նրա համաշխարհային տնտեսական և քաղաքական դիրքերի վրա:

## **5.2 Տարբեր երկրների կողմից կիրառվող հակաճգնաժամային քաղաքականություններ/միկրոմակարդակ**

Ընդհանուր առմամբ ուսումնասիրելով միջազգային փորձը կարելի է առանձնացնել հակաճգնաժամային քաղաքականության չորս ոլորտներ<sup>52</sup>

- բանկային համակարգի վերականգնում,
- դրամավարկային քաղաքականություն,
- իրական հատվածի օժանդակում,
- բնակչության օժանդակում:

**Բանկային համակարգի վերականգնում:** Այստեղ առաջնային խնդիրը կայանում է նրանում, որ անհրաժեշտ է կանխել խուճապը և ազգային ֆինանսական համակարգի ապակայունացումը: Այս հիմնախնդիրը լուծելու համար կատարվում են հետևյալ քայլերը.

- Բանկային համակարգի վերակապիտալիզացիա (ԱՄՆ, Ավստրիա, Բելգիա, Գերմանիա, Իսպանիա, Իտալիա, Կիպրոս, Լյուքսեմբուրգ, Պորտուգալիա, Ֆինլանդիա, Դանիա, Շվեյցարիա, Հոնկոնգ և այլն):

- Վարկերի տրամադրում ֆինանսական համակարգը կայունացնելու համար (ԱՄՆ, ԵՄ երկրներ):

- Բանկային համակարգի վերակազմավորում, ներառյալ բանկերի միաձուլումը և դրանց ազգայնացումը (Բելգիա, Նիդեր-

---

<sup>52</sup> В. Мау. «Драма 2008 года: от экономического чуда к экономическому кризису» // Вопросы экономики. 2009. №2

լանդներ, Պորտուգալիա, Իսլանդիա, Շվեդիա, Մեծ Բրիտանիա, Իռլանդիա)

- Տոկոսադրույքի իջեցում ընդհուպ մինչև զրոյական մակարդակ

- Ֆիզիկական անձնանց կողմից բանկային ավանդների ապահովագրում ընդհուպ մինչև 100%:

**Դրամավարկային քաղաքականություն:** Այստեղ նկատվում է անցում հակաինֆլյացիոն քաղաքականությունից դեպի «խթանող» դրամավարկային քաղաքականության: «Խթանող» դրամավարկային քաղաքականության հիմնական նպատակն է՝ խթանել տնտեսական աճին և ընդլայնել վարկային ռեսուրսներ ստանալու հնարավորությունը, թույլ չտալ գների ընդհանուր մակարդակի իջեցմանը (ինֆլյացիայի դեմ պայքարը հետին պլան է մղվում), կարգավորել ներքին շուկան տոկոսադրույքի միջոցով, կարգավորել վճարային հաշվեկշիռը դեվալվացիայի միջոցով, բարձրացնել տնտեսական քաղաքականության արդյունավետությունը:

- Գների իջեցումից խուսափելու համար տոկոսադրույքի իջեցում (ԱՄՆ, Կանադա, ԵՄ երկրներ, Շվեյցարիա, Հնդկաստան, Ճապոնիա, Չինաստան, Ավստրալիա),

- Տոկոսադրույքի բարձրացում (Հունգարիա, Իսլանդիա, Բելառուս, Ռուսաստան)

- Ազգային արժույթի փոխարժեքի նվազեցում (Իսլանդիա, Հունգարիա, Լեհաստան, Կորեա, Բրազիլիա, Մեքսիկա, Ուկրաինա, Բելառուս, Հայաստան)

- Ռեզերվային նորմայի նվազեցում:

**Իրական հատվածի օժանդակում:** Սա հիմնականում առնչվում է պահանջարկի խթանմանը: Այստեղ հատկապես առանձնացվում են այն ոլորտները, որոնք կողմնորոշված են ներքին պահանջարկի և ներքին զբաղվածություն ավելացմանը:

- Աջակցություն առանձին ոլորտներին-ավտոմեքենաշինություն (ԱՄՆ, Կանադա, Ֆրանսիա, Շվեդիա, Չինաստան), էներգետիկա (ԱՄՆ, Ֆրանսիա, Շվեյցարիա), տրանսպորտային ենթակառուցվածքներ (Կանադա, Ֆրանսիա, Չինաստան, Հունկոնգ, Իտալիա, Շվեյցարիա, Տայվան), բնակարանաշինություն (Կանադա, Մեծ Բրիտանիա, Չինաստան, Արգենտինա, Կորեա, Ղազախստան):

- Ուղղակի և անուղղակի հարկերի իջեցում (Գերմանիա, Ֆրանսիա, Շվեյցարիա, Ճապոնիա, Չինաստան, Հնդկաստան, Տայվան, Արգենտինա, Ուկրաինա):

- Օժանդակություն փոքր ու միջին ձեռնարկություններին (Գերմանիա, Հունաստան, Իտալիա, Մեծ Բրիտանիա, Ճապոնիա, Չինաստան, Հունգարիա):

**Բնակչության օժանդակում:** Այստեղ հիմնական խնդիրը կայանում է նրանում, որ պետք է իրականացվի համապատասխան միջոցառումներ, որպեսզի թույլ չտրվի բնակչության «հեռացումը» բանկերից և խթանվեն ներդրումները:

- Ավանդների ապահովագրված գումարների ավելացում (ԱՄՆ, Կանադա, Բելգիա, Իսպանիա, Իտալիա, Կիպրոս, Լյուքսեմբուրգ, Նիդերլանդներ, Թուրքիա, Կորեա, Ուկրաինա, Մեծ Բրիտանիա)

- Կենսաթոշակային հիմնադրամների ազգայնացում (Արգենտինա)

- Ներդրումներ կրթական ոլորտում (Ֆրանսիա, Չինաստան)

### **5.3 ԵՄ հակաճգնաժամային տարածաշրջանային տնտեսական քաղաքականություն:**

Համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամը լուրջ խնդիրներ է առաջացրել ամբողջ աշխարհում: Բացառություն չէ նաև Եվրամիությունը, որի հակաճգնաժամային տնտեսական հաղթահար-

ման ուղիների որոնման գործընթացը շատ ավելի բարդ է, քանի որ այն պետք է ներկայացնի առաջարկներ և իր ռեսուրսները բաշխի 27 անդամ երկրների միջև: Եվրոպական ինստիտուտները համակարծիք են ճգնաժամի հաղթահարման համար շտապ միջոցներ ձեռք առնելու հարցում, և նրանցից յուրաքանչյուրը հանդես է գալիս հաղորդակցություններով և եզրակացություններով՝ այդ հիմնախնդրի լուծման շուրջ առաջարկներ ներկայացնելով:

Աննախադեպ ճգնաժամը ֆինանսական շուկաներում լուրջ խնդիրներ է առաջացրել ԵՄ համար: Ընդհանուր առմամբ ԵՄ մակարդակով բոլոր 27 երկրների համատեղ կոորդինացված գործողությունները առ այսօր արդյունավետ են եղել Եվրոպայի բանկային համակարգը կայունացնելու համար: Սակայն անհրաժեշտ է արագ միջոցներ ձեռք առնել ֆինանսական համակարգի անհրաժեշտ լիկվիդայնությունը վերականգնելու համար: Սակայն ֆինանսական ճգնաժամը դեռևս իր ավարտին չի հասել և արդեն իսկ այն վերաճել է համընդհանուր տնտեսական անկման: Ի պատասխան ԵՄ շրջանակներում ընթացող քննարկումներին՝ հանձնաժողովն ևս իր մասնակցությունն է ապահովում՝ առաջարկելով վերականգնողական ծրագրի հետևյալ առաջնայնությունները՝

- ԵՄ մակարդակով նոր ֆինանսական շուկայի ճարտարապետություն
- գործ ունենալ իրական տնտեսության վրա ազդեցության հետ
- համընդհանուր արձագանք ֆինանսական ճգնաժամին:<sup>53</sup>

Այսպիսով, 2008թ.-ի նոյեմբերի 26-ին Եվրոպական հանձնաժողովը ներկայացրեց մանրամասն վերականգնողական ծրագիր

---

<sup>53</sup> Commission of the European Communities, Communication from the Commission, From Financial crisis to Recovery: A European framework for action, COM (2008) 706 final, Brussels, 29.10.2008

(Recovery Plan)՝ Եվրոպայի տնտեսությունը ներկայիս տնտեսական ճգնաժամից դուրս բերելու համար:

Վերականգնողական պլանի հիմնական սկզբունքը համընդհանրության և սոցիալական արդարության ապահովումն է:

Վերականգնման ծրագիրը ներառում է երկու փոխկապակցված բաղադրատարրեր: Առաջինը կարճաժամկետ միջոցառումներն են, որոնք կօգնեն ավելացնել պահանջարկը, պահպանել աշխատատեղերը և վերահաստատել վստահությունը: Երկրորդը, “խելացի ներդրումներն” են (“Smart Investment”), որոնք կխթանեն տնտեսական աճին և տևական բարգավաճման հաստատմանը երկարատև ժամանակահատվածում: Այս վերականգնողական ծրագիրը նախատեսում է թիրախային և ժամանակավոր հարկային խթանման միջոց 200 մլրդ եվրոյի չափով կամ ԵՄ ՀՆԱ-ի 1.5%, ինչպես ազգային բյուջեի շրջանակներում (մոտ 170 մլրդ եվրո կամ ՀՆԱ-ի 1.2%), այնպես էլ ԵՄ և Եվրոպական ներդրումային բանկի (European Investment Bank) բյուջեների շրջանակներում (մոտ 30 մլրդ եվրո կամ ՀՆԱ-ի 0.3%):<sup>54</sup>

Այսպիսով, Եվրոպական տնտեսության վերականգնման ծրագիրը կոչված է ֆինանսավորելու միջսահմանային ծրագրեր՝ ներառյալ էներգիայի և հեռահաղորդակցման ոլորտում ներդրումները: Եվրոպական տնտեսական վերականգնման ծրագիրը իր մեջ ներառում է երկու մաս: Առաջին հերթին սպառողական պահանջարկը խթանելու համար յուրաքանչյուր անդամ պետություն պետք է տրամադրի իր ՀՆԱ-ի 1.5%-ը: Մյուս կողմից անդամ պետությունների առջև խնդիր դրվեց կատարել ներդրումներ էներգիայի, ենթակառուցվածքների և հեռահաղորդակցման ոլորտներում:

---

<sup>54</sup> Commission of the European Communities, Communication from the Commission to the European Council, A European Economic Recovery Plan, COM(2008) 800 final, Brussels, 26.11.2008

Յուրաքանչյուր անդամ պետության կոչ է արվում լուրջ միջոցառումներ ձեռնարկել՝ իր քաղաքացիների և Եվրոպայի բարօրությունն ապահովելու համար: Վերականգնման ծրագիրը պետք է ամրապնդի և արագացնի բարեփոխումները, որոնք արդեն իսկ իրականացվում են Լիսաբոնի տնտեսական աճի և զբաղվածության ռազմավարության ներքո (Lisbon Growth and Jobs Strategy): Այն ներառում է բազմակողմանի գործողություններ ազգային և ԵՄ մակարդակով՝ տնտեսությանն ու արդյունաբերությանն օժանդակելու և տնտեսության ամենախոցելիների ոլորտների վրա կենտրոնանալու համար: Այն առաջարկում է կոնկրետ քայլեր ձեռնարկչատիրությանը, գիտական հետազոտություններին և մշակումներին՝ ներառյալ ավտոմոբիլային և շինարարական ոլորտներում, խթանելու համար: Վերականգնման ծրագրի շրջանակներում նաև նախատեսվում է ավելացնել ջանքերն ուղղված կլիմայական փոփոխությունների խնդիրներին միաժամանակ ստեղծելով նոր աշխատատեղեր և ռազմավարական ներդրումներ կատարելով էներգիայի արդյունավետ օգտագործման տեխնոլոգիաների ստեղծման մեջ:

Ամենազխտավոր առաջնայնությունը հանդիսանում է Եվրոպայի քաղաքացիներին ֆինանսական ճգնաժամի ազդեցություններից պաշտպանելը, քանի որ առաջին հերթին ճգնաժամը սպառնում է հենց նրանց՝ որպես աշխատողներ, ձեռներեցներ և այլն:

Բախվելով ֆինանսական ճգնաժամի հիմնախնդրին՝ Եվրոպական խորհուրդը հաստատում է իր պատրաստակամությունը կորոզիանցներու և համակողմանի միջոցներ ձեռնարկելու ֆինանսական համակարգի կարգավորված ընթացքը վերականգնելու համար՝ ապահովելով տնտեսության նորմալ և արդյունավետ ֆինանսավորումը, ինչպես նաև տնտեսական աճն ու զբաղվածության մակարդակը վերականգնելու համար: Եվրոպական խորհուրդը մասնավորապես ընդգծում է եվրոպական ֆինանսա-

կան համակարգի վերահսկողությունը (Supervision) ուժեղացնելու անհրաժեշտությունը: Բացի ֆինանսական հատվածից, Եվրոպական խորհուրդը ընդգծում է տնտեսական աճի և զբաղվածության մակարդակի ավելացմանն ուղղված միջոցառումների անհրաժեշտությունը: Եվրոպական խորհուրդը կարևորում է նաև եվրոպական արդյունաբերության մրցունակությունը պահպանելու անհրաժեշտությունը և գտնում է, որ պետք է իրականացնել կառուցվածքային բարեփոխումներ՝ տնտեսական աճը և զբաղվածության մակարդակը ԵՄ-ում վերականգնելու համար:<sup>55</sup>

Ըստ Եվրոպական հանձնաժողովի հաղորդակցության՝ ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամը բացահայտեց ֆինանսական վերահսկողության անկատարությունը ոչ միայն ազգային, այլ նաև ԵՄ մակարդակում: Այս հարցի շուրջ քննարկումները Եվրոպական խորհրդում, Եվրոպական խորհրդարանում, ինչպես նաև հասարակական քննարկումները ցույց տվեցին, որ համակողմանի համաձայնություն գոյություն ունի այդ ոլորտում բարեփոխումներ իրականացնելու վերաբերյալ: Ըստ հանձնաժողովի առաջարկի՝ եվրոպական ֆինանսական վերահսկողության խստացված համակարգը պետք է կազմված լինի երկու նոր կառույցներից՝

- Եվրոպական համակարգային ռիսկի խորհուրդ (European Systemic Risk Council, ESRC), որը պետք է վերահսկի և գնահատի ֆինանսական կայունության սպառնալիքները, որոնք կարող են բխել մակրոտնտեսական զարգացումներից և ընդհանուր առմամբ ֆինանսական համակարգից ("Macro-prudential Supervision"): Այս նպատակով ESRC պետք է նախազգուշացնի ռիսկերի վերաբերյալ և անհրաժեշտության դեպքում հանդես գա այդ ռիսկերը չեզոքացնելու առաջարկներով: Ֆինանսական

---

<sup>55</sup> Council of the European Union, Presidency Conclusions, CONCL 4, 14368/08, Brussels, 16 October, 2008.

ճգնաժամը ցույց տվեց, որ համակարգը խոցելի է փոխկապակցված և բարդ ռիսկերի նկատմամբ, և այս կառույցի ստեղծումը նպատակ ունի վերացնել ֆինանսական համակարգի այս թերությունը:

- Ֆինանսական վերահսկիչների եվրոպական համակարգ (European System of Financial Supervisors, ESFS), որը բաղկացած է ազգային ֆինանսական վերահսկիչների ցանցից, որոնք միասին աշխատում են եվրոպական վերահսկողության մարմինների հետ (European Supervisory Authorities) յուրաքանչյուր ֆինանսական ընկերության վճարունակությունն ապահովելու և ֆինանսական ծառայությունների սպառողներին պաշտպանելու համար ("Micro-prudential Supervision"): Այն նպատակ ունի ամրապնդել վստահությունը ազգային վերահսկող մարմինների միջև՝ խթանելով գործընկերությունը և համակարգի ճկունությունը:<sup>56</sup>

Բացի կոնկրետ ծրագրերից, որոնք առաջարկում են եվրոպական կառույցները, իրականացվել են նաև կանխատեսումներ ֆինանսական ճգնաժամի ազդեցությունը ԵՄ տնտեսության վրա գնահատելու համար: Մասնավորապես, ըստ գնահատականների՝ տնտեսական իրավիճակը շարունակում է մնալ անկայուն: Բանկային համակարգում ներդրումային վստահությունը շարունակում է մնալ խիստ ցածր: Մակայն ըստ կանխատեսումների՝ քանկային ոլորտի աջակցության ծրագրերի ազդեցությունը նշանակալի կլինի տարեվերջին, ինչը կհեշտացնի անցումը աջակցող դրամավարկային քաղաքականությունից դեպի իրական տնտեսություն: Ֆինանսական ճգնաժամի ուժգնացումն արտահայտվեց 2008թ-ի վերջին եռամսյակում համաշխարհային առևտրի և արդյունաբերական արտադրանքի անկմամբ: Ըստ կանխատեսումների համաշխարհային ՀՆԱ-ն 2009թ-ին կնվազի

---

<sup>56</sup> Commission of the European Communities, Communication from the Commission, European financial supervision, COM 2009 252 final, Brussels, 27.05.2009

1%-ով, ընդ որում տնտեսական անկումը հատկապես նշանակալի կլինի զարգացած տնտեսությունների համար: 2009թ-ին ՀՆԱ-ն ԱՄՆ-ում կնվազի մոտ 3%-ով, իսկ Ճապոնիայում 5%-ով: Այդուհանդերձ տնտեսական անկումը գնալով տարածվում է նաև զարգացող երկրների վրա: Չնայած այն հանգամանքին, որ Չինաստանը, ունենալով արդյունավետ տնտեսական քաղաքականության գործիքներ, բավական լավ վիճակում է գտնվում համընդհանուր տնտեսական անկմանը դիմակայելու համար, սակայն 2009թ.-ին ակնկալվում է տնտեսական աճի զգալի անկում (մոտ 6%):

Ինչպես ամբողջ ԵՄ-ում, այնպես էլ եվրոյի հատվածում 2009թ-ին, կանխատեսումների համաձայն, սպասվում է 4% տնտեսական անկում: Այդ տնտեսական անկումը համընդհանուր բնույթ է կրում, քանի որ գրեթե բոլոր անդամ պետությունների տնտեսությունները այս ժամանակահատվածում անկում կապրեն: Ակնկալվում է, որ ԵՄ երկու հատվածներում ՀՆԱ-ն կկայունանա 2010թ-ից, որին կհաջորդի աստիճանական տնտեսական վերականգնում՝ կապված ֆինանսական պայմանների բարելավման, արտաքին պահանջարկի ավելացման հետ, ինչպես նաև աջակցող մակրոտնտեսական քաղաքականությունների արդյունքում: 2010 թ.-ին գործազրկության մակարդակը կաճի մինչև 11%: Գործազրկության մակարդակի աճ առկա է ԵՄ բոլոր երկրներում, սակայն այն զգալիորեն աճում է այն երկրներում, որտեղ տնտեսական անկման հետևանքով կտրուկ նվազել է շինարարության մակարդակը՝ Էստոնիա, Իռլանդիա, Լատվիա, Լիտվա և Իսպանիա:<sup>57</sup>

Ընդհանուր առմամբ հարկ է նշել, որ ԵՄ բավական լուրջ ծրագրեր է մշակում համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամի

---

<sup>57</sup> European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Economic Forecast, Spring 2009

հետևանքները մեղմելու և հաղթահարելու համար: Սակայն պետք է նշել, որ ԵՄ կողմից առաջարկվող միջոցառումները, ելնելով ԵՄ բնույթից, հիմնված են արդյունավետ կողողինացման և համագործակցության ամրապնդման սկզբունքների վրա, ինչի արդյունքում միացյալ ուժերով առավել հեշտ կլիմի դիմակայել ճգնաժամի բացասական ազդեցություններին:

Սակայն, մյուս կողմից յուրաքանչյուր երկիր, մտահոգված իր առանձին տնտեսության ճակատագրով, ի հավելումս ԵՄ կողմից մշակված ընդհանուր քաղաքականությունների, իր սեփական տնտեսական քաղաքականությունն է մշակում՝ տնտեսությունը վերականգնելու համար:

Ստորև ներկայացված են որոշ ԵՄ անդամ պետությունների կողմից ձեռնարկված միջոցառումները՝ ուղղված տնտեսական ճգնաժամի հետևանքների հաղթահարմանը:

**Գերմանիա:** Ֆինանսական ճգնաժամի բացասական հետևանքները մեղմելու համար Գերմանիայի կանցլեր Անգելա Մերկելը վերջերս առաջարկեց տնտեսության օժանդակման մի փաթեթ, որը իր մեջ ներառում էր լայնամասշտաբ ենթակառուցվածքային ծրագրեր՝ սկսած դպրոցներ և վերջացրած հեռահաղորդակցման ոլորտներ կառուցումից: Գերմանիայի տնտեսության օժանդակման այս փաթեթն իրենից ներկայացնում է երկրորդ խոշոր ֆիսկալ ծրագիրը, որը Գերմանիան ընդունել է վերջին մեկ տարվա ընթացքում: Տնտեսության օժանդակման ծրագրի արժեքը, որը ներկայացվեց 2009թ. հունվարի 13-ին, որոշվեց կրկնապատկել և առաջիկա երկու տարիների ընթացքում տնտեսության օժանդակման փաթեթի շրջանակներում նախատեսվում է կատարել ծախսեր ավելի քան 60 մլն. եվրո արժողությամբ: Տնտեսության օժանդակման ծրագիրն իր մեջ ներառում է նաև աջակցություն գերմանական խոշոր ձեռնարկություններին, որպեսզի կասեցվի լայնամասշտաբ աշխատատեղերի կրճատումը: Գերմանիայի կառավարությունը նաև ծրագիր է մշակում համա-

ձայն որի պետք է ստեղծվի 100 մլրդ. եվրո արժողությամբ հիմնադրամ, որը պետք է տրամադրի երաշխիքներ այն ընկերություններին, որոնք դժվարություններ ունեն վարկեր ստանալու գործընթացում<sup>58</sup>: Որոշ մասնագետներ գտնում են, որ Անգելա Մերկելի ծրագիրը կարող է վերջինիս համար ապահովել բավական բարձր քաղաքական ծախսեր, քանի որ նա ընտրվելուց խոստացել էր հավասարակշռել Գերմանիայի պետական բյուջեն 2011թ.:

**Ֆրանսիա:** Ֆրանսիան, որը հանդիսանում է ԵՄ կողմից ճգնաժամի հաղթահարման կոորդինացված քաղաքականության մշակման և ստեղծման կողմնակիցներից մեկը առաջարկել է մի փաթեթ 500 մլրդ. դոլար արժողությամբ: Ֆրանսիայի կառավարությունը ստեղծել է երկու պետական գործակալություններ, որոնք պետք է տրամադրեն ֆինանսական օժանդակություն այն ոլորտներին, որոնք դրա կարիքն առավել են զգում: Գործակալություններից մեկը պետք է տրամադրի շուրջ 480 մլրդ. դոլարի երաշխիքներ, այն միջբանկային փոխառությունների համար, որոնք տրամադրվել են նախքան 2009թ. դեկտեմբերի 31: Մյուս գործակալությունը պետք է օգտագործի գրեթե 60 մլրդ. դոլար, որպեսզի օժանդակի դժվարություններ ունեցող ձեռնարկություններին՝ թույլ տալով կառավարությանը մասնակցություն ունենալ դրանց կապիտալում: 2009թ. հունվարի 9-ին Ֆրանսիայի նախագահ Սարկոզին հայտարարեց, որ ֆրանսիայի կառավարությունը կօժանդակի այն բանկերին, որոնք պետական օժանդակության կարիք ունեն: Մինչև օրս Ֆրանսիայի կառավարությունը բանկային համակարգում ներդրել է ավելի քան 15 մլրդ. դոլար: Որպեսզի բանկերը լրացուցիչ օգնություն ստանան կառավարությունից պետք է կասեցնեն դիվիդենդների վճարումները բաժնետերերին, հավելավճարների վճարումը կառավարիչներին և ա-

---

<sup>58</sup> Walker, Marcus, Germany Mulls \$135 Billion in Rescue Loans, The Wall Street Journal Europe, January 8, 2009. p. 1

վելացնեն վարկային գծերը արտահանողներին: Ընդհանուր առմամբ Ֆրանսիայի կառավարությունը պատրաստվում է ավելի շատ ֆինանսական միջոցներ ներդնել բանկային համակարգի վերակենդանացման համար<sup>59</sup>:

**Մեծ Բրիտանիա:** 2008թ. նոյեմբերի 24-ին Մեծ Բրիտանիայում մեծամասնություն կազմող Լեյբորիստական կուսակցությունն ազգային ժողով ներկայացրեց տնտեսությունը վերակենդանացնելու ծրագիր, որն իր մեջ ներառում էր հիմնականում հարկերի իջեցում և պետական ծախսերի ավելացում ավելի քան 30 մլրդ դոլարով<sup>60</sup>: Տնտեսությունը վերականգնելու այս ծրագրով նախատեսվում էր առաջիկա 13 ամիսների ընթացքում ԱԱՀ կրճատել 2.5%-ով և փոքր ու միջին բիզնեսի վարկավորման համար տրամադրել պետական երաշխիքներ: Համաձայն որոշ գնահատումների պետական ծախսերի ավելացման արդյունքում պետական բյուջեի պակասուրդը 2009թ. կկազմի ՀՆԱ-ի 8.0%: Տնտեսության վերակառուցման ծրագրով կատարված պետական ծախսերը փոխհատուցելու համար կառավարությունը նախատեսել է 2011թ. ապրիլից բարձրացնել եկամտահարկը 40% մինչև 45% (ովքեր ստանում են ավելի քան 225000 դոլարից ավելի եկամուտ): Արդյունքում վարչապետ Գորդոն Բրաունը խիստ քննադատության ենթարկվեց ընդդիմադիր կուսակցությունների կողմից, հատկապես՝ կապված ֆունտի արժեզրկման հետ: Ֆունտի արժեզրկումը զգալիորեն նվազեցրել է Բրաունի վարկանիշը, քանի որ Մեծ Բրիտանիայում գտնում են, որ Բրաունի շնորհիվ Մեծ Բրիտանիան այժմ ունի թույլ արժույթ, թույլ տնտեսություն և թույլ կառավարություն<sup>61</sup>:

---

<sup>59</sup> Parussini, Gabrielle, France to Give Banks Capital, With More Strings Attached, The Wall Street Journal Europe, January 16, 2009, p. A17.

<sup>60</sup> Abboud, Leila, France Considers New Measures to Aid Auto Companies, The Wall Street Journal Europe, January 15, 2009, p. 4

<sup>61</sup> Parker, George, Brown Suffers as Pound Slides, Financial Times, December 16, 2008, p. 9.

## Վերջաբան

Ընդհանրացնելով, կարող ենք նշել, որ քանի որ գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամի արդյունքները կարող են տարբեր լինել՝ կախված երկրների տնտեսական կառուցվածքի առանձնահատկություններից, ապա այլ հավասար պայմաններում գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամի տնտեսական հետևանքները ցանկացած երկրի համար կարող են լինել.

- արտահանման կրճատում՝ կապված համաշխարհային տնտեսության մեջ եկամուտների մակարդակի կրճատմամբ,
- ընթացիկ հաշվի հաշվեկշռի և վճարային հաշվեկշռի վատթարացում,
- ներդրումային և տնտեսական աճի ցածր տեմպեր,
- զբաղվածության կրճատում:

Մյուս կողմից գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամը կարող է նաև առաջ բերել սոցիալական որոշակի խնդիրներ, որոնցից առավել կարևորներն են.

- աղքատության մակարդակի ավելացում, սա հատկապես շատ վատ կարող է անդրադառնալ բարձր աղքատության մակարդակ ունեցող երկրների վրա,
- առողջապահության թույլ համակարգ և հանցագործությունների ավելացում:

Շատ մասնագետներ/տնտեսագետներ այն կարծիքին են, որ միջազգային ֆինանսական կառուցվածքը կարիք ունի նշանակալի բարեփոխումների, սակայն կան տարբեր տեսակետներ բարեփոխումների աստիճանի և ուղղությունների նկատմամբ (օրինակ՝ ԱՄՆ և ՀԲ որոշումների ընդունման գործընթացում մեծացնել զարգացող երկրների դերը): Մյուս կողմից ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամը հատուկ ուշադրություն հրավիրեց բանկային և ֆինանսական հաստատությունների կառավարման, վե-

րահսկողության, ռիսկերի կառավարման, վարկերի դասակարգման և ներդրումների խելամտության խնդիրների վրա: Բազմաթիվ մասնագետներ/տնտեսագետներ առաջարկում են խստացնել միջազգային չափանիշները և համապասխանեցնել ժամանակակից պահանջներին, որը կրերի ազգային ֆինանսական համակարգերի ավելի մեծ կայունության:

Այսպիսով, մեր կարծիքով, ճգնաժամից դուրս գալու կամ առնվազն ճգնաժամի բացասական հետևանքները մեղմելու համար ՀՀ կառավարությունը պետք է իրականացնի յուրահատուկ, նպատակային և միևնույն ժամանակ մասշտաբային ծրագրեր, որոնք հիմնականում պետք է ֆինանսավորվեն պետության կողմից (ենթակառուցվածքների կառուցում, տնտեսության կառուցվածքային փոփոխում, օժանդակում փոքր ու միջին ձեռնարկություններին և այլն): Այստեղ, միակ սահմանափակումը, որը կարող է լուրջ խոչընդոտ հանդիսանալ ՀՀ կառավարության համար դա ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամի պայմաններում հակաճգնաժամային քաղաքականության ծրագրերի իրականացման համար ֆինանսական միջոցների հայթայթումն է:

Հակաճգնաժամային քաղաքականության ծրագրեր կազմելու ընթացքում անհրաժեշտ է հաշվի առնել ճգնաժամերի դեմ պայքարի համաշխարհային փորձը: Այսպես, համաձայն միջազգային փորձի, պետության կողմից օգնություն պետք է տրամադրվի միայն այն ձեռնարկություններին և բանկերին, որոնց մոտ առկա է ժամանակավոր դժվարություններ, սակայն վերջիններս պահպանում են վճարունակությունը: Ավելին, պետությունը պետք է ամբողջ բեռը չվերցնի իր վրա, այսինքն տրամադրվող աջակցությունը պետք է բաշխվի պետության և պետության կողմից օժանդակություն ստացող ձեռնարկատերերի միջև<sup>62</sup>:

---

<sup>62</sup> Кудрин А. Мировой финансовый кризис и его влияние на Россию // Вопросы экономики. 2009. №1.

Մյուս կողմից շատ ավելի նպատակահարմար և արդյունավետ կլիներ, եթե ՀՀ-ում ազատ լողացող արժութային ռեժիմի փոխարեն կիրառվեր որոշակի սահմաններում տատանվող ազատ լողացող արժութային ռեժիմ, ինչը զգալիորեն կնվազեցներ տնտեսության մեջ անորոշության մակարդակը: Ավելին, ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամի պայմաններում շատ ավելի նպատակահարմար կլիներ, եթե ՀՀ-ում հակաինֆլյացիոն (խիստ/զսպող) դրամավարկային քաղաքականությունից անցում կատարվեր դեպի «խթանիչ» դրամավարկային քաղաքականության: Այս դեպքում ինֆլյացիայի դեմ պայքարը հետին պլան է մղվում և առաջնային խնդիր է հանդիսանում տնտեսական աճի խթանումը և վարկային ռեսուրսներից օգտվելու հնարավորության ընդլայնումը:

Վերջապես հարկ է նշել, որ ՀՀ կառավարության ցանկացած հակաճգնաժամային քաղաքականություն, որը պետք է ուղղված լինի ներկայիս ֆինանսական ճգնաժամի հաղթահարմանը, պետք է ունենա երկարաժամկետ ուղղվածություն: Այսինքն, պետք է հաշվի առնվի այն հանգամանքը, թե հետագայում, ճգնաժամի ավարտից հետո ինչպես պետք է այդ հակաճգնաժամային քաղաքականությունները շարունակվեն, ենթարկվեն փոփոխությունների կամ ընդհանրապես ավարտվեն:

## Օգտագործված գրականություն

1. Abboud, Leila, France Considers (2009) “New Measures to Aid Auto Companies”, The Wall Street Journal Europe, January 15, p. 4.
2. Akbar E. Torbat, “Global Financial Meltdown and the Demise of Neoliberalism”
3. Arestis P. and Glickman M (2002) “Financial Crisis in South-east Asia: Dispelling illusion in Minskyian way”, Cambridge Journal of Economics: pp.237-260.
4. Avinash Persaud (2008) “Why bank risk models failed”, CEPR
5. Barajas, Adolfo, Giovanni Dell’Ariccia and Andrei Levchenko (2007) ‘Credit Booms: The Good, the Bad, and the Ugly’, Washington, DC: International Monetary Fund.
6. Bordo, M., B. eichengreen, D. Klingebiel and martinez-Peria (2001) “Is the Crisis Problem Growing More Severe?”, Economic Policy, April.
7. Caprio, G., D.Klingebiel, L. Laeven and G.Noguera (2005) Banking Crisis Database”, in P.Honohan and L.Laeven (eds.) Systemic Financial Crisis, Cambridge University Press.
8. Chang HJ, Palma G. and whittaker H, eds (2001) “Financial Liberalization and the Asian Financial Crisis”, Basingstoke, Hampshire Palgrave.
9. Charles Wyplosz (2008) “The subprime crisis: observations on the emerging debate”, CEPR.
10. Commission of the European Communities, Communication from the Commission, From Financial crisis to Recovery: A European framework for action, COM (2008) 706 final, Brussels, 29.10.2008.
11. Commission of the European Communities, Communication from the Commission to the European Council, A European Economic Recovery Plan, COM(2008) 800 final, Brussels, 26.11.2008.
12. Commission of the European Communities, Communication from the Commission, European financial supervision, COM 2009 252 final, Brussels, 27.05.2009.

13. Council of the European Union, Presidency Conclusions, CONCL 4, 14368/08, Brussels, 16 October, 2008.
14. de Gregorio, Eichengreen B, Ito T and Wyplosz C (1999) "An Independent and Accountable IMF", Washington DC, Brookings Institution Press.
15. Dell'Ariccia, Giovanni, Deniz Igan and Luc Laeven (2008) 'Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market', CEPR Discussion Paper No. 6683, London: CEPR.
16. Eichengreen (1999) "Toward a new international financial architecture: a practical post-Asia agenda", Washington DC, Institute for International Economics
17. Eichengreen (2000) "The international financial architecture: Legitimacy, Accountability and Reform", Mimeo. Berkley, University of California.
18. Eichengreen, Barry and Ricardo Hausmann (eds) (2005) "Other People's Money: Debt Denomination and Financial Instability in Emerging Market Economies", Chicago: University of Chicago Press.
19. Enoch, Charles and Inci Otker-Robe, eds (2007) "Rapid Credit Growth in Central and Eastern Europe: Endless Boom or Early Warning?", Washington, DC: International Monetary Fund and New York: Palgrave MacMillan.
20. European Commission, Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Economic Forecast, Spring 2009.
21. Eatwell J and Taylor L (2000) "Global Finance at Risk", W.W. Norton & Co.
22. Feldstein M. (1998) "Refocusing the IMF". Foreign Affairs: March/April
23. Fischer S. (1999) "On the need of international lender of last resort", Joint meeting of the American Economic Association and the American Finance Association. New York. January 3
24. Giovanni Dell'Ariccia, Deniz Igan and Luc Laeven (2008) "The relationship between the recent boom and the current delinquencies in subprime mortgages" CEPR.
25. Grabel I. "Predicting Financial Crisis in Developing Economies", Cambridge Journal of Economics, 29 (2). Averting Crisis:

- Assesing Measures to Manage Financial Crisis in Emerging Economies. Cambridge Journal of Economics, 27 (3).
26. Hamilton, J.D. 2008 “How We Got Here.”
  27. Justin Yifu Lin (2008) “The Impact of the Financial Crisis on Developing Countries”
  28. Jon Danielsson (2008) “Blame the models”, CEPR.
  29. Karl E. Case, Robert J. Shiller, “Is there a bubble in the Housing Market?”, Cowles Foundation Paper No 1089, 2004. Available at: <http://www.econ.yale.edu/~shiller/pubs/p1089.pdf>
  30. Kindelberger, Charles. (1978) “Manias, Panics, and Crashes”, New York, NY: Basic Books Inc.
  31. Kohler, H. and Wolfenson, J. (2000) “The International Monetary Fund and the World Bank Group: An Enhanced Partnership for Sustainable Growth and Poverty Reduction”. Washington DC: IMF and the World Bank, 20 September
  32. Mark Landler, “West is in Talks on Credit to Aid Poorer Nations”, 23.10.2008
  33. Martin Neil Baily, Robert E. Litan, Matthew S. Johnson, “The Origins of the Financial Crisis”, Initiative on Business and Public Policy, Fixing Finance Series – Paper 3, November 2008, p. 10.
  34. Maureen Burke, “IMF Lends Armenia \$540 Million to Counter Crisis Impact”, IMF Survey Magazine, 09.03.2009. Available at: [www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/car030909b.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2009/car030909b.htm)
  35. Overseas Development Institute “The Global Financial Crisis and Developing Countries”, October 2008
  36. Parussini, Gabrielle (2009) “France to Give Banks Capital, With More Strings Attached”, The Wall Street Journal Europe, January 16, p. A17.
  37. Parker, George, Brown Suffers as Pound Slides, Financial Times, December 16, 2008, p. 9.
  38. Pistor K (2000) “ The standartization of law and its effect on developing economies” G-24 Discussion paper Series no. 4. New York and Geneve UNCTAD and Center for International Development
  39. Singh A. and Weisse B (1998) “Emerging Stosk Markets, Portfolio Capital Flows and Long Term Economic Growth, micro- and macroeconomic perspectives”, World Development, 26 (4).

40. Roman Muzalevski, "Nazarbaev calls for single global currency", CACI Analyst, 26.03.2009.
41. Rose A (1998). Limiting Currency Crisis and Contagion: Is there a case for the Asian Monetary Fund? Mimeo. Berkley CA, University of California
42. Stephen G. Cecchetti (2008) "The subprime series, part 1: Financial crises are not going away", CEPR.
43. Sushil Bikhchandani, David Hirshleifer, Ivo Welch, "A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades", The Journal of Political Economy, vol. 100, N 5, oct. 1992, pp. 992-1026
44. The Economist (26.03.2009) "The dollar as a reserve currency. Handle with care. China suggests an end to the dollar era".
45. Tito Boeri and Luigi Guiso (2008) "The subprime crisis: Greenspan's Legacy" CEPR.
46. Tightrope Artists, "Mergers of banks face a tricky balancing-act", The Economist, 15.05.2008.
47. Walker, Marcus (2009) "Germany Mulls \$135 Billion in Rescue Loans", The Wall Street Journal Europe, January 8, p.1.
48. Weller C. (2001) "Financial Crisis After Financial Liberalization, Exceptional Circumstances or Structural Weakness?", Journal of Development Studies 38 (1).
49. Williamson J and Mahar M (2001) "A survey of Financial Liberalization. Essay in International Finance", Princeton University: Department of Economics, November.
50. Wyplosz C (2001) "How risky is Financial Liberalization in the Developing Countries", G – 24 Discussion Paper Series, 14, UNTACD and Center for International Development, Harvard University, New York and Geneva, September.
51. **В. Мау. «Драма 2008 года: от экономического чуда к экономическому кризису» // Вопросы экономики. 2009. №2**
52. **Гриняев С., Фомин А. «Темная материя мировой экономики». - «21-й век». - №1(9). - 2009**
53. **Кудрин А. Мировой финансовый кризис и его влияние на Россию // Вопросы экономики. 2009. №1.**