



ԿԱՐԵՆ ԳՐԻԳՈՐՅԱՆ

ՀՊՏՀ մակրոտէկոնոմիկայի ամբիոնի վարիչ,
տնտեսագիտության թեկնածու, դոցենտ

ԿԱԶԳԵՆ ՊՈՂՈՍՅԱՆ

ՀՊՏՀ մակրոտէկոնոմիկայի ամբիոնի ասպիրանտ

ԼՈՒՍԻՆԵ ՄԽԻԹԱՐՅԱՆ

տնտեսագիտության թեկնածու

ԿԱՐԿԱՅԻՆ ՃԵՂՔԵՐՈՆ ԶԱՐԳԱՑԱԾ ԵՎ ԶԱՐԳԱՑՈՂ ԵՐԿՐՆԵՐՈՒՄ¹

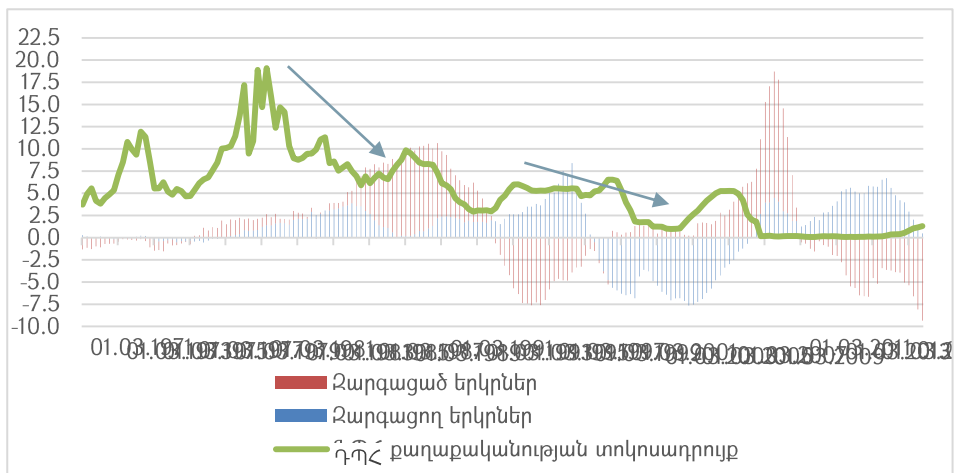
Կապիտալի միջազգային հոսքերը շարժվում են զարգացած երկրներից դեպի զարգացող շուկաներ և հակառակը: Այդ հոսքերի երկու գլոբալ ուղղությունները և բնույթը կախված են տնտեսությունների դիրքից, դրամավարկային և հարկաբյուջետային քաղաքականությունների ուղղություններից, եկամտաբերություններից և սպասումներից: Հոդվածում հիմնավորվել է ԱՄՆ դաշնային պահուստային համակարգի (ԴՊՀ)՝ որպես կապիտալի հոսքերի ուղղությունները ծնավորող կառույցի դերը: Դրական կապ է բացահայտվել ԱՄՆ ԴՊՀ դրամավարկային քաղաքականության և զարգացած երկրներում վարկավորման ճեղքերի միջև: Քանի որ կապիտալի գլոբալ հոսքերի ուղղությունները պայմանավորված են տարբեր երկրներում վարկավորման ճեղքերով, ապա զարգացած երկրներից դեպի զարգացող երկրներ կապիտալի հոսքերը պետք է վարկավորման դրական ճեղք առաջացնեն զարգացող երկրներում և հակառակը: Հոդվածում ենթադրվել է, որ զարգացած և զարգացող երկրներում վարկավորման ճեղքերը չպետք է համընկնեն: Այն ապացուցելու համար վարկավորման ճեղքերը կառուցվել են զարգացող և զարգացած երկրների համար: Հետազոտության արդյունքները հիմք են ծառայել՝ կանխատեսելու կապիտալի միջազգային հոսքերի ուղղությունների փոփոխությունը զարգացողից դեպի զարգացած երկրներ:

¹ Հոդվածը պատրաստվել է ՀՀ ԿԳՆ ԳԿ «Գիտական և գիտատեխնիկական գործունեության բազային ֆինանսավորման ենթակառուցվածքի պահպանում և զարգացում» ծրագրի «ՀՀ տնտեսության իրական և ֆինանսական հատվածների արդյունավետ փոխգործակցության հնարավորությունները» թեմայի ֆինանսավորման շրջանակներում:

Հիմնաբառեր. վարկային ձեռք, զարգացած և զարգացող երկրներ, կապիտալի հոսքեր, ֆինանսական հատված, ավելցուկային վարկավորում, ձգնաժամերի կանխատեսում

JEL: E51, H81

Ֆինանսական պարբերաշրջանների բազմակողմանի ուսումնասիրությունը և գնահատումը էական են ոչ միայն բանկային համակարգի, այլև տնտեսության բոլոր հատվածների համար: Այս համատեքստում հատկապես կարևորվում է վարկավորման ծավալների արագ (ավելցուկային) աճի և վարկեր/ՀՆԱ ձեռքի գնահատումը, քանի որ այս ցուցանիշները դիտարկվում են որպես բանկային համակարգի ապագա ցնցումների որակյալ ինդիկատորներ: Վարկեր/ՀՆԱ ձեռքը բանկային համակարգի ձգնաժամերի հանգեցնող, հնարավոր համակարգային ռիսկեր պարունակող խոցելիությունների կուտակումը բացահայտող լավագույն ինդիկատորն է²: Դասական տնտեսագիտության համաձայն՝ միջազգային կապիտալը պետք է պայմանավորված լինի տարբեր տնտեսությունների միջև սպասվող եկամտաբերությունների տարբերություններով: Այսինքն, կապիտալը մշտապես պետք է հոսի բարձր եկամուտ ունեցող երկրներից դեպի զարգացող տնտեսություններ³՝ տնտեսական աճի տեմպերը արագացնելով որոշ ժամանակահատվածում և «ստիպելով» զարգացող երկրներին՝ գրանցել պակասուրդային ընթացիկ հաշիվներ: Կապիտալի կատարյալ շարժունակության պայմաններում կապիտալի հոսքերն օգտագործվում են սպառման հարթման և եկամտաբեր ներդրումային ծրագրերի ֆինանսավորման նպատակով:



Գծապատկեր 1. ԴՊՀ դրամավարկային քաղաքականությունը և վարկավորման ձեռքերը զարգացած և զարգացող երկրներում⁴

² Stü **Drehmann M., Tsatsaronis K.**, The Credit-to-GDP gap and countercyclical capital buffers: questions and answers (2014). https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403g.pdf, https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1803e.htm, **Kaminsky G., Lizondo S. and Carmen R.**, Leading Indicators of Currency Crisis, March 1998, Volume 45, Number 1:

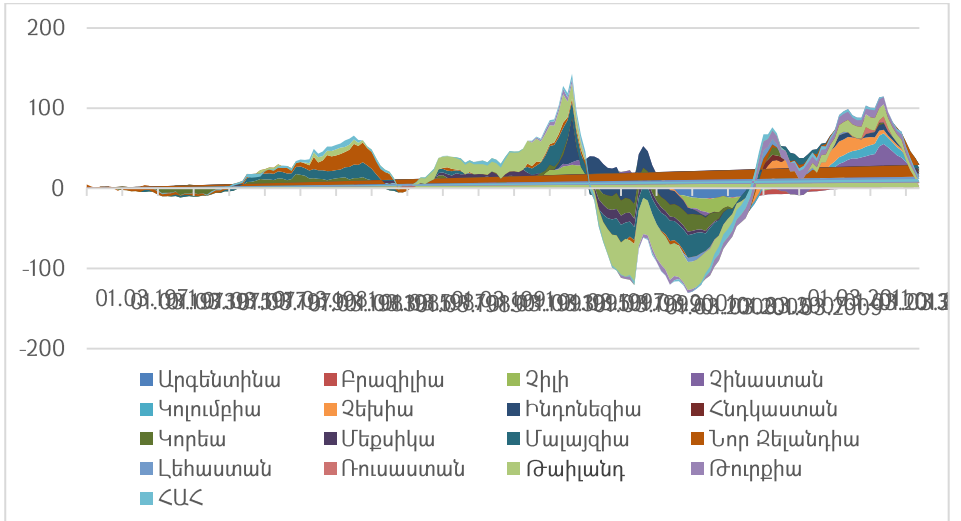
³ Ձարգացող երկրներում կապիտալ/աշխատուժ հարաբերակցությունն ավելի ցածր է, հետևաբար՝ կապիտալի արտադրողականությունը՝ ավելի բարձր:

⁴ Հաշվի առնելով լազային (խզումների) ազդեցությունները, որոնք երկարաժամկետ կապիտալի հոսքի դեպքում կարող են բավականին մեծ լինել, գծապատկերից կարելի է նկատել որոշակի դրական կապ ԱՄՆ ԴՊՀ դրամավարկային քաղաքականության և զարգացած երկրներում վարկավորման ձեռքերի միջև:

Համաշխարհային տնտեսությունում կարելի է մատնանշել հոսքերի երկու գլոբալ ուղղություն՝ զարգացած երկրներից դեպի զարգացող շուկաներ և հակառակը: Իհարկե, այս հոսքերի ուղղությունները և բնույթը (կարճաժամկետ կամ սպեկուլյատիվ, թե երկարաժամկետ կամ ներդրումային) պայմանավորված են բազմաթիվ հանգամանքներով, այդ թվում՝ տնտեսությունների դիրքով, դրամավարկային և հարկաբյուջետային քաղաքականությունների ուղղություններով, եկամտաբերություններով, սպասումներով և այլն: Սակայն հարկավոր է նաև ընդգծել ԱՄՆ դաշնային պահուստային համակարգի դերը՝ որպես կապիտալի հոսքերի ուղղությունները «ծևավորող» կառույցի. կապիտալի գլոբալ հոսքերի ուղղությունները մեծապես պայմանավորվում են ԴՊՀ դրամավարկային քաղաքականությամբ (ԴՎՔ):

Կապիտալի գլոբալ հոսքերը տարբեր երկրներում (ինչպես նաև ավելի գլոբալ համատեքստում) վարկավորման ձեղքերի հետ կարելի է կապել այն ենթադրությամբ, որ զարգացած երկրներից դեպի զարգացող երկրներ կապիտալի հոսքերը, ընդհանուր առմամբ, զարգացող երկրներում և հակառակը, պետք է վարկավորման դրական ձեղք առաջացնեն: Այսինքն, կարելի է ենթադրել, որ զարգացած և զարգացող երկրներում վարկավորման ձեղքերը չպետք է համընկնեն, քանզի վերոնշյալ երկրների խմբերից մեկում առաջացած խնդիրների դեպքում կապիտալը մի խմբից, թեկուզև դանդաղ, բայց պետք է հոսի դեպի մյուսը⁵:

Վերոնշյալ պնդումն ապացուցելու համար կառուցենք վարկավորման ձեղքերը զարգացող և զարգացած երկրների համար:

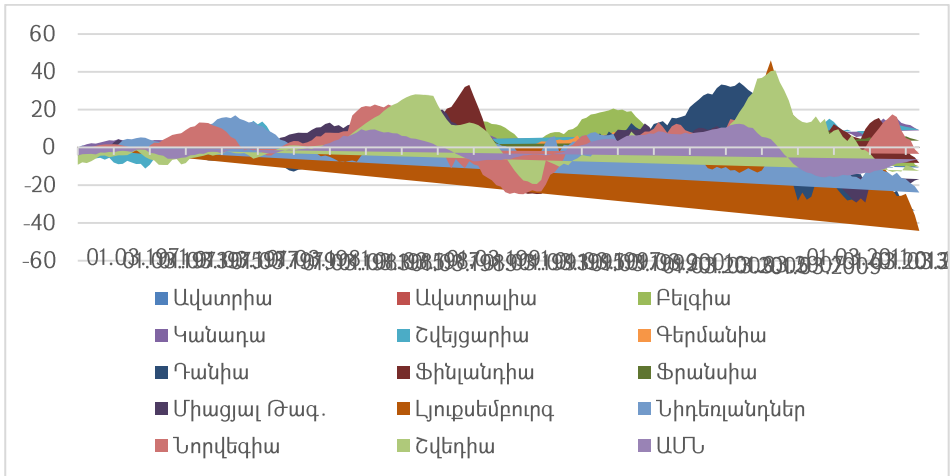


Գծապատկեր 2. Վարկավորման ձեղքերը զարգացող երկրներում

Վիճակագրական տվյալները՝ տարբեր երկրների վարկային ձեղքերի ցուցանիշները, վերցված են Միջազգային հաշվարկների բանկից (Bank for International Settlements, BIS)⁶ և խմբավորված են:

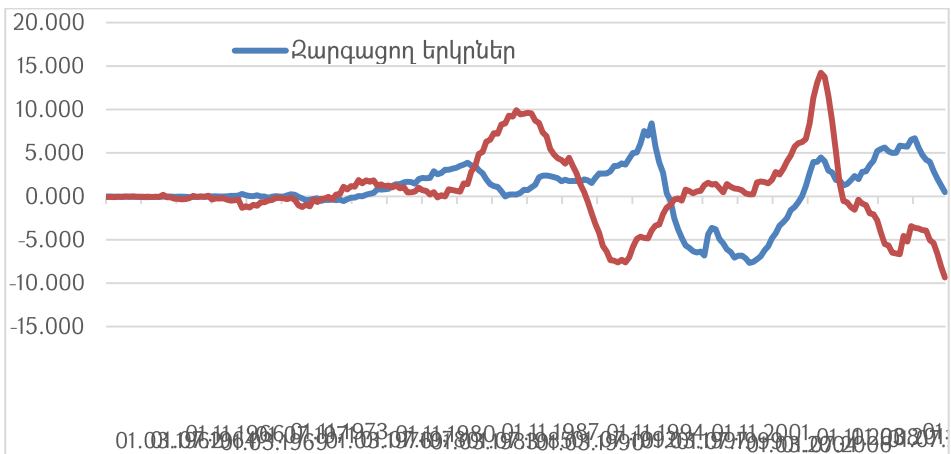
⁵ Վարկավորմանն ուղղվող ռեսուրսները կազմում են կապիտալի հոսքերի մի մասը, որը կրում է առավել երկարաժամկետ բնույթ, սակայն ընդհանուր կապիտալ հոսքերի և վարկավորման միջև պետք է լինի բարձր կոռելյացիա, ինչի հիման վրա կառուցվում է վարկավորման ձեղքերի և կապիտալի հոսքերի միջև կապի հիպոթեզը (վարկածը):

⁶ St u Credit-to-GDP gaps, Updated 16 December 2018, https://www.bis.org/statistics/c_gaps.htm:



Գծապատկեր 3. Վարկավորման ձեռքերը զարգացած երկրներում

Երկրների խմբերի վարկավորման ձեռքերը հաշվարկված են որպես այդ խմբում ներառված երկրների վարկավորման ձեռքերի թվաբանական միջին ցուցանիշ⁷: Իհարկե, վերլուծությունում ընդգրկված չեն զարգացած և զարգացող բոլոր երկրները, սակայն, քանի որ ընդգրկված երկրներում է ստեղծվում համաշխարհային ՀՆԱ-ի գերակշիռ մասը, ընտրանքը կարելի է համարել ներկայացուցչական⁸: Ներկայացնենք վերոնշյալ մեթոդով կառուցված վարկավորման ձեռքերի շարժմանը զարգացած և զարգացող երկրներում:



Գծապատկեր 4. Վարկավորման ձեռքերը զարգացած և զարգացող երկրներում

Ըստ գծապատկեր 4-ի՝ զարգացած և զարգացող երկրներում վարկավորման պարբերաշրջանները տարբերվում են: Մեր կարծիքով, օրինակ, 1980-ական թվականներին, պայմանավորված մի կողմից ԱՄՆ-ի ԴՊՀ-ի իրա-

⁷ Ընտրվել է միջին թվաբանականի եղանակը, քանի որ և՛ զարգացած, և՛ զարգացող երկրների խմբերում վարկավորման ձեռքերը մեծով մասամբ միևնույն ուղղությամբ են:

⁸ Զարգացած երկրների խմբում ներառված են Ավստրիան, Ավստրալիան, Բելգիան, Կանադան, Շվեյցարիան, Գերմանիան, Դանիան, Ֆինլանդիան, Ֆրանսիան, Միացյալ Թագավորությունը, Ճապոնիան, Լյուքսեմբուրգը, Նիդերլանդները, Նորվեգիան, Շվեդիան և ԱՄՆ-ը, իսկ զարգացող երկրների խմբում՝ Արգենտինան, Բրազիլիան, Զիլին, Զինաստանը, Կոլումբիան, Չեխիան, Ինդոնեզիան, Հնդկաստանը, Կորեան, Մեքսիկան, Սալվադորը, Նոր Զելանդիան, Լեհաստանը, Ռուսաստանը, Թաիլանդը, Թուրքիան և Հարավաֆրիկյան Հանրապետությունը:

կանացրած դրամավարկային քաղաքականության աստիճանական թուլացմամբ (Վոլքերյան զսպող քաղաքականությունից հետո), մյուս կողմից՝ զարգացող երկրներում առաջացած պարտքային խնդիրներով (Մեքսիկա) և, հետևաբար, հոռետեսական սպասումներով, միջազգային կապիտալը սկսեց հոսել դեպի զարգացած երկրներ՝ վարկավորման դրական ձեռքեր առաջացնելով զարգացած երկրներում և բացասական ձեռքեր՝ զարգացող երկրներում:

Պատկերը փոխվեց 1990-ական թվականներին, երբ համաշխարհային տնտեսությունում տեղի ունեցան հիմնարար ինստիտուցիոնալ փոփոխություններ: Մինչ 1997-1998 թթ. ասիական պարտքային ճգնաժամը զարգացող երկրներում նկատվել են վարկավորման մեծ դրական ձեռքեր, իսկ զարգացած երկրներում՝ ճիշտ հակառակը: Այստեղ կարելի է նաև նկատել, որ ավելցուկային վարկավորումը կարող է օգտագործվել որպես ճգնաժամների կանխատեսման արդյունավետ գործիք, ինչպես նշվում է բազմաթիվ գիտական հետազոտություններում:

Վերոնշյալ պնդման ևս մեկ ապացույց է 2004-2005 թթ. սկսված վարկավորման մեծ աճը զարգացած տնտեսություններում, որի արդյունքում վարկավորման դրական ձեռքերը զարգացած շատ երկրներում 2008-2009 թթ. հասել էին երկնիչ ցուցանիշների⁹: Վերջին ճգնաժամի հետևանքով կապիտալը զարգացած երկրներից սկսեց հոսել դեպի զարգացող երկրներ՝ աստիճանաբար հանգեցնելով զարգացող երկրներում ավելցուկային վարկավորման: Այս գործընթացը շարունակվում էր բավականին երկար ժամանակ, թեև և՛ ԱՄՆ-ի, և՛ Եվրամիության կողմից վարվում էր աննախադեպ խթանող քաղաքականություն (ինչպես ավանդական, այնպես էլ ոչ ավանդական գործիքակազմով): Այս քաղաքականությունների արդյունքները սկսել են նկատվել ԱՄՆ-ում (3 տոկոսին մոտ տնտեսական աճ և դրան համապատասխան՝ թիրախից բարձր գնաճ), որտեղ ԴՊՀ-ն արդեն աստիճանաբար զսպում է դրամավարկային քաղաքականությունը: Եվրամիության մասով վերականգնումն ավելի դանդաղ է, և թեև քանակական թուլացման ծրագիրը ավարտվել է տարեվերջին, սակայն տնտեսության դանդաղ աճի և բնականոն գնաճի՝ թիրախից ցածր մակարդակի պայմաններում Եվրոպական կենտրոնական բանկը (ԵԿԲ) դեռևս կշարունակի վարել խթանող ԴՎՔ:

Այսպիսով, ամփոփելով նշենք, որ մոտ ապագայում կարելի է սպասել կապիտալի միջազգային հոսքերի ուղղությունների փոփոխություն զարգացող երկրներից դեպի զարգացած երկրներ՝ հիմնականում պայմանավորված ԱՄՆ-ում, կարծում ենք՝ նաև մյուս զարգացած երկրներում սպասվող տոկոսադրույքների բարձրացմամբ:

Օգտագործված գրականություն

1. Aldasoro I., Borio C., Drehmann M., Early warning indicators of banking crises: expanding the family, BIS Quarterly Review, March 2018, https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1803e.htm.
2. Credit-to-GDP gaps, Updated 16 December 2018, https://www.bis.org/statistics/c_gaps.htm.
3. Drehmann M., Tsatsaronis K., The Credit-to-GDP gap and countercyclical capital buffers: questions and answers (2014). https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1403g.pdf.
4. Kaminsky G., Lizondo S., Reinhart C., Leading Indicators of Currency Crisis, March 1998, Volume 45, Number 1.

⁹ Այս ժամանակահատվածում զարգացած շատ երկրներում նկատվում էին և՛ տնտեսական անկման, և՛ վարկերի դուրսգրման դեպքեր:

КАРЕН ГРИГОРЯН

*Заведующий кафедрой макроэкономики АГЭУ
кандидат экономических наук, доцент*

ВАЗГЕН ПОГОСЯН

Аспирант кафедры макроэкономики АГЭУ

ЛУСИНЕ МХИТАРЯН

Кандидат экономических наук

Кредитные разрывы в развитых и развивающихся странах. – Потоки капитала движутся из развитых стран на развивающиеся рынки и наоборот. Две глобальные тенденции и характер этих потоков зависят от места экономики, направлений денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики, рентабельности и ожиданий. В статье обоснована роль Федеральной резервной системы (ФРС) как структуры формирования тенденций движения капитала. Выявлена положительная связь между монетарной политикой ФРС США и кредитным разрывом в развитых странах. Поскольку глобальные тенденции движения капитала обусловлены разрывами кредитования в разных странах, потоки капитала из стран с развивающейся экономикой на развивающиеся рынки должны создавать положительный кредитный разрыв в развивающихся странах и наоборот. В статье предполагается, что кредитные разрывы в развитых и развивающихся странах не должны совпадать. Чтобы доказать вышеупомянутое утверждение, были построены кредитные разрывы для развивающихся и развитых стран. Результаты исследования послужили основой для прогнозирования потоков международных потоков капитала из развивающихся стран в развитые.

Ключевые слова: *кредитный разрыв, развитые и развивающиеся страны, потоки капитала, финансовый сектор, избыточное кредитование, прогнозирование кризисов.*

JEL: E51, H81

KAREN GRIGORYAN

*Head of the Chair of Macroeconomics at ASUE
PhD in Economics, Associate Professor*

VAZGEN POGHOSYAN

PhD Student of the Chair of Macroeconomics at ASUE

LUSINE MKHITARYAN

PhD in Economics

Credit Gaps in Developed and Developing Countries. – Capital flows from developed countries to emerging markets and vice versa. The two global trends and the nature of these flows depend on the position of the economy, the directions of

monetary and fiscal policies, profitability and expectations. The article substantiates the role of the Federal Reserve System (FRS) as a structure for the formation of capital trends. A positive relationship has been revealed between the monetary policy of the US Federal Reserve and the credit gap in developed countries. Since global capital movements are due to credit gaps in different countries, capital flows from emerging economies to emerging markets should create a positive credit gap in developing countries and vice versa. The paper assumes that credit gaps in developed and developing countries should not coincide. To prove the above-mentioned assumption, credit gaps were built for developing and developed countries. The results of the research have provided a basis for forecasting the flows of international capital flows from developing countries to developed countries.

Key words: *credit gap, developed and developing countries, capital flows, financial sector, over-lending, crisis forecasting.*
JEL: E51, H81