

ՀՏԴ 330.3

Տնտեսագիտություն

Մանուշ ՄԻՆԱՍՅԱՆ

ԱրՊՀ, տ.գ.թ, տնտեսագիտության տեսության և կառավարման ամբիոնի դոցենտ

ՏՆՏԵՍԱԿԱՆ ՃԳՆԱԺԱՄԵՐԻ ԱՆԽՈՒՍԱՓԵԼԻՈՒԹՅՈՒՆԸ ԶԱՐԳԱՑԱԾ ՇՈՒԿԱՑԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍՈՒԹՅՈՒՆՈՒՄ

Տնտեսական ճգնաժամը զարգացած շուկայական տնտեսության ուղեկիցն է: Հոդվածում ներկայացված է վարկի անսահմանափակ զարգացման և մարդկանց՝ իրենց կենսամակարդակի անընդհատ բարձրացման օբյեկտիվ ցանկության հետևանքները: Վարկային հարաբերությունները ապակոդմնորոշում են ամբողջ վերարտադրության գործընթացը, ուստի դրա օղակներից մեկում շեղումը հանգեցնում է տնտեսության համար բացասական հետևանքների և անխուսափելիորեն ծնում տնտեսական ճգնաժամ: Տնտեսական ցիկլի սկզբում տոկոսադրույքները ցածր են, և տնտեսական հարաբերությունների մասնակիցները ակտիվորեն վարկեր են վերցնում: Ընդհանուր լավատեսությունը պահպանվում է նոր վարկերով: Իրավիճակը փոխվում է, երբ տնտեսությունը մոտենում է վերելքի էտապին: Վարկային շղթան սարդոստայնի բնույթ է ստանում՝ թափանցելով ամբողջ տնտեսական օրգանիզմը: Տնտեսական վերելքի զագաթնակնտին վարկային բնոր կրիտիկական մակարդակ է ձեռք բերում, վրա է հասնում ճգնաժամը: Միայն կապիտալիզմն է իր ինովացիոն բնույթով վարկը հասանելի դարձնում ցանկացած տնային տնտեսության և կազմակերպության համար: Վարկը ստեղծարար ուժ ունի, երբ կարճ ժամկետում ապահովում է լայնամասշտաբ ծրագրերի ֆինանսավորման համար անհրաժեշտ ռեսուրսներ, սակայն տնտեսական կայունության համար ճնշվորում է ապառնալիքներ: **Բանալի բաներ.** շուկայական տնտեսություն, տնտեսական ճգնաժամ, վարկ, ավստրիական դպրոց :

М.Минасян

НЕИЗБЕЖНОСТЬ ЭКОНОМИЧЕСКИХ КРИЗИСОВ В РАЗВИТОЙ РЫНОЧНОЙ ЭКОНОМИКЕ

Экономический кризис сопутствует развитой рыночной экономике.

В статье представлены последствия неограниченного развития кредита и объективного желания людей периодически улучшать свое благосостояние.

Кредитные отношения опосредуют весь производственный процесс, поэтому нарушение в одном из его звеньев провоцирует негативные последствия для экономики и неизбежно ведет к экономическим кризисам. В начале экономического цикла процентные ставки являются низкими, и участники экономических отношений активно берут кредиты. Общий оптимизм поддерживается новыми кредитами. Ситуация меняется, когда экономика приближается к стадии бума. Кредитные цепочки

приобретают характер паутины, пронизывая весь экономический организм. На пике экономического бума кредитная нагрузка достигает критического уровня и наступает кризис. Только капитализм с его инновационным характером открывает доступ к кредиту практически любому домашнему хозяйству и предприятию. Кредит обладает созидательной силой, когда в короткие сроки позволяет получить необходимые ресурсы для финансирования масштабных проектов, однако создает угрозу экономической стабильности.

Ключевые слова: рыночная экономика, экономический кризис, кредит, австрийская школа.

M.Minasyan

INEVITABILITY OF ECONOMIC CRISES IN THE DEVELOPED MARKET ECONOMY

Economic Crisis is accompanied by the Developed Market Economy. The article deals with the consequences of unlimited credit expansion and the natural desire of people to improve their well-being systematically.

Credit relations mediate the entire reproduction process and thus a violation in one of its links provokes negative consequences for the economy and inevitably leads to an economic crisis. At the beginning of an economic cycle, interest rates are low, and economic agents actively take loans. General optimism is supported by new loans. The situation changes when the economy approaches a boom phase. Credit chains take form of a web permeating the entire economic organism. At the peak of the economic boom, the credit load reaches a critical level and a crisis begins. Only capitalism, with its innovative nature, opens access to credit for almost any household and firm. Credit has creative power because in a short time it allows to get the necessary resources to finance large-scale projects, but it creates a threat to economic stability.

Key words: market economy, economic crisis, credit, Austrian school.

Ցանկացած տնտեսական համակարգ գոյություն ունի միայն այն հիմքով, որ գոյություն ունեն շրջակա աշխարհը վերափոխելու ձգտումով մարդիկ: Պատմականորեն տնտեսավարման ձևերը տարբեր են եղել և փոխարինել են իրար տնտեսական համակարգի զարգացմանը զուգահեռ, ինչն էլ մարդու կարողությունների և հատկությունների իրացման համար նոր հնարավորություններ է բացել: Որպեսզի հասկանանք տնտեսության գործունեության օրենքները, անհրաժեշտ է նախ ընկալել մարդու էության և բնույթի հիմնարար առանձնահատկությունները, քանզի հենց նա է կանխորոշում տնտեսավարման համակարգի զարգացման ուղղությունը:

Հարցի նման մեկնաբանությունը նոր չէ, քանզի մարդու կողմից որոշումների ընդունման գործընթացում նրա բնույթին անդրադառնալը տնտեսական գիտությունների շրջանակում ավանդական մոտեցում է: Դա homo economicus մոդելն է և, ընդհանուր առմամբ, վարքագծային տնտեսագիտությունը:

Հոդվածում դիտարկվում է մարդու հիմնարար հատկություններից մեկը, որն ավելի լիարժեք է դրսևորվում շուկայական տնտեսությունում, քանզի վերջինս դրա զարգացման համար ակտիվորեն նոր գործիքակազմ է ստեղծում:

Նախորդ տնտեսական համակարգում այս գործիքակազմը սահմանափակվել է որոշակի շրջանակներով, ինչն էլ խոչընդոտել է

տնտեսավարման համակարգերի գործունեության օրնաչափությունների ձևավորմանը: Յուրաքանչյուր ոք ձգտում է հնարավորինս արագ բարելավել իր կեցությունը: Մեծամասնության համար այդ նպատակին հասնելու ուղին աշխատանքն է: Երիտասարդ տարիքում մարդկանց գերակշիռ մասի հմտություններն ու կարողությունները թույլ չեն տալիս շատ վաստակել, սակայն տարիների հետ նրանց փորձը, որակական մակարդակը աճում է, ընդլայնվում է բիզնեսը, ծառայողական աճ է արձանագրվում, որոնց զուգահեռ էլ աճում են եկամուտները: Սակայն տնտեսության զարգացմանը զուգընթաց՝ իրավիճակը փոխվում է արմատապես, քանզի ի հայտ է գալիս մի գործիք, որը կոչվում է «վարկ»: Այն թույլ է տալիս տնային տնտեսություններին սպառումը վերաբաշխել ժամանակի մեջ: Արդեն այսօր կարելի է փոխառություն անել ապագա եկամուտների կանխատեսումով և բարձրացնել բարեկեցության մակարդակը ոչ թե մի քանի տարի հետո, այլ անմիջապես:

Սպառման մակարդակի աճը հենց այսօր մարդու բնական ցանկությունն է, սակայն միայն կապիտալիզմն է մարդուն այն իրականացնելու գործիք տալիս: Վարկը ձեռք է բերում զարգացման այնպիսի մակարդակ ու տարածում, որ դրանով ապրելը զարգացած կապիտալիզմի ժամանակ դառնում է տնտեսական մշակույթ, նորմ: Եվ հենց վարկի զարգացումը, տնային տնտեսությունների ամրապնդվող ցանկությունը ընդլայնել իրենց սպառումը, հանգեցնում է շուկայական տնտեսության պարբերական ճգնաժամերի անխուսափելիությանը:

Նոր տնտեսական ցիկլի սկզբում ընթանում է կազմակերպությունների և տնային տնտեսությունների վարկային պարտավորությունների աճ: Պարտավորությունների աճը խթանվում է ընդհանուր լավատեսությամբ, որը ձևավորվում է ձեռքբերված վարկերի հիմքի վրա իրականացվող տնտեսական քաղաքականության համապատասխան քայլերով: Դրանք իրենց հերթին բարձրացնում են վճարունակ պահանջարկը և պարարտ հող են ստեղծում հաջորդ՝ նոր վարկերի ձեռքբերման համար: Ձևավորվում է վարկային պարույր:

Զարգացած ֆինանսական շուկայի պայմաններում այս գործընթացը էականորեն ուղեկցվում է կազմակերպությունների և տնային տնտեսությունների ֆինանսական ակտիվների արժույթային արժեքների աճով: Տնային տնտեսությունները հնարավորություն են ստանում ԱԹ-ի և անշարժ գույքի ապահովմամբ նոր փոխառություններ ներգրավվել: Ինչքան բարձրանում է դրանց գինը, այնքան աճում է նոր վարկերի ստացման հնարավորությունը: Ֆինանսական ոլորտում նորարարությունները թույլ են տալիս ընդլայնել վարկավորման գործիքակազմը և արագ կենտրոնացնել այդ նպատակի համար տնային տնտեսությունների և կազմակերպությունների ազատ ռեսուրսները: Վարկը գրավում է ողջ տնտեսությունը: Տնտեսական վերելքի գագաթնակետին վարկային բեռը հասնում է որոշակի ծայրահեղ մակարդակի և ամբողջ համակարգը փլուզվում է, վրա է հասնում ճգնաժամը: Պայթյունի դեռ խաղում են տնտեսավարող սուբյեկտները այն շուկայում, որտեղ ձևավորվել է ֆինանսական փուչիկը: Օրինակ, ինչպես նշվել է արժեթղթերի շուկայի կործանումը 1929թ. «ծագել է առևտրային բանկերի կողմից ներդրումային փաստաթղթերի վաճառքով այն նպատակով, որպեսզի ընդլայնվի անշարժ գույքի և ԱԹ-ի հետ կապված վարկավորման ծավալները»¹:

Այն գաղափարը, համաձայն որի տնտեսության զարգացման և ճգնաժամերի ցիկլայնության հիմքում ընկած է վարկը, նոր չէ: Մասնավորապես, այս դրույթը հանդիսանում է ավստրիական տնտեսական դպրոցի բիզնես-պարբերաշրջանի

¹ *St'u Sieron A. Disaggregating the Credit Expansion: The role of changes in Banks' Asset Structure in the Business Cycle. The Quarterly journal of Austrian Economics 2015. Vol 18. №3. P.247-271*

տեսական կարևոր հիմնադրույթ: Վարկի լայն զարգացումը խթանում է կենտրոնական բանկի մեղմ դրամավարկային քաղաքականությունը, որը հանգեցնում է տնտեսությունում տոկոսադրույքի բնական մակարդակից իջեցմանը: Արդյունքում տնտեսական հարաբերությունների մասնակիցները ստանում են ոչ ճիշտ գնային ազդակներ: Ձեռնարկատերերը սկսում են ակտիվորեն փոխառել միջոցներ և կատարել ներդրումներ: Այդ թվում ծագում են այսպես կոչված վատ ներդրումներ, որոնք հետագայում բարձր տոկոսադրույքի պայմաններում կդառնան ոչ շահութաբեր, երբ կենտրոնական բանկը սկսի պայքարել տնտեսական վերելքի դեմ (կոշտացնի դրամավարկային քաղաքականությունը): Տնային տնտեսությունները ևս կսկսեն ակտիվորեն միջոցներ փոխառել և ընդլայնել իրենց սպառումը: Ընդհանուր առմամբ ավստրիական դպրոցի բիզնես-պարբերաշրջանի տեսությունը ենթադրում է, որ կառավարության մոնետար ու ֆիսկալ ներարկումներն են կեղծում ներդրումները, սպեկուլյացիան ու հարաբերական գները:

Այսպիսով՝ ավստրիական դպրոցի բիզնես-պարբերաշրջանի տեսությունը ենթադրում է, որ եթե կենտրոնական բանկը թույլ տա տոկոսադրույքին համապատասխանել բնական տոկոսադրույքին և կառավարությունը չմիջամտի տնտեսության մեջ, կարելի է խուսափել ճգնաժամից: Կարծում ենք՝ տնտեսական ճգնաժամերը, սակայն, անխուսափելի են: Այս փաստը բացատրվում է նրանով, որ շուկայական տնտեսությունը հիմնված է վարկի վրա, որի ընդլայնումը պարտադիր կհանգեցնի ֆինանսական փուչիկների ձևավորմանն անգամ բնական տոկոսադրույքի գերակայության պայմաններում: Կենտրոնական բանկի գործողությունները կամ կառավարության տնտեսական այլ քայլերը կարող են խթանել կամ խաթարել վարկավորման սահմանային աստիճանի հասցված գործընթացը՝ դրանով ազդելով տնտեսական ցիկլի տևականության, հետագա անկման խորության և ռեցեսիայի վրա: Դրանք, սակայն, ի վիճակի չեն փոխելու մարդու լավ ապրելու մարդու ձգտումը, ինչն իր դրսևորումն է գտնում վարկավորման միջոցով օրվա սպառումն ընդլայնելու մեջ, մյուս կողմից հնարավոր չէ ֆինանսավորման նոր աղբյուրների և գործիքակազմի որոնման հարցում արգելափակել բանկերի ներդրումային ոգին:

Սույն վերլուծության շրջանակում վարկի տարբեր ձևերից կոդիտարկվի բնակչությանը և կազմակերպություններին տրվող վարկերը: Եթե բանկը կազմակերպությանը վարկ է տրամադրում, իսկ բնակչությունը վարկ չի վերցնում, այլ հավասար պայմաններում, տնտեսական համակարգը պետք է հարաբերականորեն կայուն լինի, քանի որ ապրանքների ու ծառայությունների վերջնական սպառողը՝ տնային տնտեսությունը, դրանք ձեռք է բերում առանց վարկի, ի հաշիվ իր աշխատանքային գործունեության: Տնտեսության հիմքը կսկսի խաթլվել, երբ տնային տնտեսությունների սպառումը գերազանցապես ստանա վարկավորումից կախվածություն: Խնդիրն այն է, որ վարկը հիմնվում է դեռևս չվաստակած միջոցների վրա: Ապագան հստակ չի կանխորոշված, ուստի եթե տնային տնտեսությունները ապագա եկամուտների հույսով են ավելացնում իրենց ներկա սպառումը, ապա հավանականությունը մեծ է, որ դրանք չեն իրագործվի: Եվ ինչքան աճում է ապագա եկամուտների ակնկալիքով ներկա սպառումն ընդլայնող տնային տնտեսությունների թիվը, այնքան ավելի շատ մարդիկ են սկսում ռիսկի ենթարկվել, և որպեսզի առանձին տնային տնտեսությունների տնտեսական գործունեության ձախողումը հանգեցնի տնտեսական անկման, անհրաժեշտ է վարկային բեռի որոշակի սահմանային մակարդակ:

Ներկայումս վարկը թափանցել է հասարակական կյանքի բազմաթիվ ոլորտներ՝ սկսած ուսանողական վարկերից մինչև պետական վարկավորում: Այստեղ կարելի է վկայակոչել այնպիսի «առաջանցիկի», ինչպիսին Իսլանդիան է, որի արտաքին պարտքը նախաճգնաժամային 2007թ. կազմել է ՀՆԱ-ի 550%-ը: 2004-2007թթ. երկիրը ունեցել է օտարերկրյա կապիտալի մեծ ներհոսք: Իսլանդական կրոնը ԱՄՆ դոլարի նկատմամբ թանկացել է 64%-ով: Երկրում վերելք է արձանագրվել, ինֆլյացիան զարգացած բոլոր երկրների ցուցանիշներից բարձր էր: Սակայն 2008թ. Իսլանդիան բախվել է լուծարայնության բարձր ճգնաժամի, իսլանդական կրոնը զգալիորեն արժեզրկվել է, նրա երեք խոշոր բանկերը սնանկացել են¹:

Վարկը շարունակում է նորանոր բնագավառներ գրավել, որոնք բավական հեռու էին թվում վարկային հարաբերություններից: Այսպես ձևավորվեցին միկրոֆինանսական կազմակերպություններ: Բիզնեսի այս բնագավառի վարկավորման հնարամտությունը դրսևորվեց նրանում, որ այն գտավ գոյատևելու և ընդլայնվելու նոր մեթոդ՝ փաստացի վարկավորելով անվճարունակ փոխառուների: Կարճաժամկետ վարկերի տոկոսադրույքի բարձր մակարդակը թույլ է տալիս փոքր քանակի վճարման հաճախականության հաշվին ծածկել նշանակալի փոխառությունների գծով վնասը, եթե դրանք չմարվեն:

Անհրաժեշտ է անդրադառնալ նաև վարկային քարտեզի միջոցով վարկավորման գործընթացին: Դրանց պայմանները առաջին հայացքից հակասում են ֆինանսական տրամաբանությանը, փոխառուն վարկից կարող է օգտվել անվճար, եթե բանկին վերադարձնի ծախսած գումարը ժամանակի որոշակի հատվածում, օրինակ 50 օրում: Այս փաստը կարծես թե հակասում է ֆինանսական գործունեության նպատակին՝ շահույթի ստացմանը: Սակայն, բանկը, թերևս, հույս ունի, որ հաճախորդը, տարվելով «հեշտ» վարկերով, ինչ որ պահ չի կարողանա վարկը վերադարձնել արտոնյալ ժամանակահատվածում: Այս դեպքում բանկն արդեն կգանձի բավական բարձր տոկոսադրույք:

Հայտնի է, որ նույն դեղը, կախված դրա օգտագործման չափաքանակից, կարող է օգուտ կամ վնաս տալ: Նմանօրինակ պնդումը տեղ ունի նաև վարկի առումով. դրա ստեղծարար շնորքին զուգահեռ, երբ կարճաժամկետում մասսայական նախագծերի ֆինանսավորման համար անհրաժեշտ են ռեսուրսներ, այն կարող է երկրի տնտեսական կայունության համար վտանգ ներկայացնել, եթե հասնի մեծ մասշտաբների:

Ըստ որում, պոտենցիալ վտանգը ծագում է անգամ, երբ վարկային գործունեությունը ժամանակին կարգավորվում է, իսկ առաջատար ֆինանսական կազմակերպությունները հաջողությամբ են հաղթահարել սթրես-թեստավորումը: Վառ օրինակ է հանդիսանում վերջին համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամը, որն անսպասելի էր ինչպես կազմակերպությունների ֆինանսական գործունեությունը կարգավորողների, այնպես էլ բազմաթիվ տնտեսագետների և փորձագետների համար: Վարկի հավանական վտանգը այն է նրանում, որ զարգացած տնտեսությունում վարկային հարաբերությունները միջնորդում են ամբողջ վերարտադրության գործընթացը: Ուստի դրա օղակներից մեկի գործունեության խաթարումը կարող է ծնել ամբողջ տնտեսության համար բացասական հետևանքներ: Փորձենք տեսնել օրինակի վրա: Ենթադրենք որևէ ձեռնարկատեր վարկ է վերցնում բանկից գործարանի կառուցման, վարձու

¹ *St'u* Doukas J. A., Zhang H. *The Performance of NDF Carry Trades*: Journal of International Money and Finance. 2013 vol. 36.P.172-190

աշխատողներին աշխատավարձ վճարելու համար: Վարձու աշխատողը, ունենալով աշխատատեղ, ձգտում է բարելավել իր նյութական կացությունը, և ինքը ևս վարկ է վերցնում բանկից: Բանկը նրան վարկ է տրամադրում աշխատավարձի գրավապահովվածությամբ: Սակայն վարկի փաստացի ապահովագրությունը այն փաստն է, որ մինչ այդ ձեռնարկատերն է վարկ վերցրել նրա աշխատավարձը տալու համար:

Ձեռնարկատերը վարկը ստացել է իր արտադրանքի ապագա իրացումից ստացվելիք եկամտի հիմքով, սակայն չմոռանանք, որ այդ արտադրանքի որոշակի մաս էլ կիրացվի վարկավորման միջոցով: Այսպիսով՝ և՛ ձեռնարկատիրոջ, և՛ վարձու աշխատողի վարկի փաստացի ապահովվածությունը այն բանի հույսն է, որ բանկն ապագայում նրանց արտադրանքի սպառողին վարկ կտրամադրի: Դատողությունների այս շղթան կարելի է անվերջ շարունակել:

Այսպես՝ արտադրանքի վարկավորման հիմքը աշխատավարձերն են, որոնք ապագա գնորդներին պետք է վճարեն ձեռնարկատերերը, որտեղ նրանք աշխատում են: Իրենց բիզնեսի զարգացման համար, սակայն, իրենց հերթին նրանք ևս վարկ են վերցնում: Դրանց վերադարձելիության հավանականությունը կախված կլինի այն հանգամանքից, թե այդ կազմակերպության արտադրանքի ապագա գնորդները կստանան վարկեր: Մեր օրինակում հարկ է նաև նշել, որ առաջին ձեռնարկատերը անհրաժեշտ սարքավորումներ է գնել այլ ձեռնարկատերից: Նրանք էլ իրենց հերթին են վարկ վերցրել իրենց արտադրության ընդլայնման համար:

Ստացվում է, որ վարկային հարաբերությունների լայն տարածման պայմաններում մի վարկի ապահովվածությունը ստանձնում են այլ վարկեր, այլ կերպ՝ արտադրանքի արտադրության ամբողջ գործընթացը՝ դրա արտադրության առաջին քայլից մինչև սպառումը, կապված է վարկավորման շղթայով: Ինչքան զարգացած է շուկայական տնտեսությունը, այնքան խորությամբ է գործում վարկավորման գործընթացը: Այլ կերպ՝ վարկն ինքն է վերաարտադրում իրեն՝ նոր վարկի ապահովվածության ձևավորումը իրականացնելով նախկինում տրված կամ ապագայում տրվելիք վարկերի հաշվին: Սակայն եթե այդ շղթան կտրվի, տնտեսությունում վրա կհասնի կոլապսը, ինչն էլ պարբերաբար դիտարկվում է տնտեսական ճգնաժամի պայմաններում:

Եթե համաձայնվենք ներկայացված դատողությունների հետ, այն կհանգեցնի հետաքրքիր եզրակացություն. վարկավորման ընդլայնման պայմաններում վարկառուի վարկունակության գնահատումը բանկի կամ վարկանիշային գործակալության կողմից իմաստազրկված է: Կարելի է «ստույգ» գնահատել ընկերության հուսալիությունը, որի վարկի ապահովվածությունը փաստորեն նրա արտադրանքի ապագա գնորդի վարկավորումն է, քանի որ վերջիններիս վարկի ստացման հնարավորությունը իր հերթին մեծ մասամբ կախված է ընկերության վարկերի տրամադրման հնարավորությունից, որտեղ նրանք աշխատում են, և այսպես շարունակ: Այստեղից էլ պարզ է, թե ինչու բարձր ներդրումային վարկանիշ ունեցող ընկերությունները կարող են հանկարծ սնանկանալ: Ըստ էության, վարկավորման ընդլայնված այսպիսի համակարգում հնարավոր չէ վստահությամբ գնահատել արտադրանքի ապագա գնորդների վարկունակությունը: Դրա վաղ օրինակներից է, ինչպես գրում է հայտնի ամերիկյան բանկային վերլուծաբան Մարկ Մայոն դիտարկելով 2007-2008թթ. ճգնաժամը

«ԱՄՆ-ի 13 հազար բանկերից 12-ը կսնանկանան, եթե կառավարությունը չմիջամտեր»¹:

Տնտեսության մեջ վարկավորման ներկայացված պատկերը իր բնույթով նման է այնպիսի գործիքի ինվեստիցիոն հուսալիությանը, ինչպիսին է CDO,² ինչն էլ իրենից ներկայացնում է ակտիվների **արժեթղթավորման** միջոցով ներգրավված ֆինանսական ռեսուրսներ: Այն ֆինանսական գործիք է, որի բազիսային ակտիվի դերում հանդես է գալիս նրա ապահովվածությունը: CDO-ն թողարկվում է հատուկ ընկերության կողմից՝ SPV ³: Այն բանկից ձեռք է բերում անվանական արժեքով վարկեր և թողարկում CDO: CDO-ի թողարկումը բաժանվում է մի քանի վարկային գծերի, որոնք վաճառվում են վերջնական տերերին: SPV-ի կողմից վարկերի ձեռքբերման գծով ստացված տոկոսները փոխանցվում են CDO վարկային գծերի սեփականատերերին: Վարկային գծերը տարբերվում են վարկավորման ռիսկի մակարդակով և, համապատասխանաբար, ԱԹ-ի գծով վճարումների եկամտաբերությամբ ու աստիճանով: Վարկերի գծով չվճարումների ժամանակ սկզբում տոկոսները չեն վճարվում ցածր վարկանիշով *траншеё*-ների սեփականատերերին:

CDO-ը կարող են միավորել տարաբնույթ վարկերի մեծ քանակություն, ուստի համարվում է, որ բարձր վարկերով վարկային գծերը ներկայացված են հուսալի թղթերով: Սակայն հաճախ **արժեթղթավորման** գործընթացը տվյալ էտապում չի ավարտվում: Թողարկվում են նոր CDO-ներ, որոնք ունենում են CDO-ի բազմապատկիչ: Որպես դրանց ապահովվածություն, հանդես են գալիս արդեն շրջանառվող CDO-ը: Բացի դրանից՝ թողարկվում են նաև սինթետիկ CDO-ներ, որոնց բազիսային ակտիվների դերում հանդես են գալիս այնպիսի գործիքներ, ինչպիսիք են CDS, CLN և TRN ⁴:

Բերված շղթայից պարզ է, որ օրինակ բազմապատկի CDO-ի ներդրումային հուսալիության գնահատումը խիստ պայմանական է, քանզի այն փաստացի կախված է վարկերի գծով վճարումներից, որոնք հանդիսանում են սկզբնական CDO-ի ապահովվածությունը: Ավելի բարձր աստիճանի CDO-ն վերաբաշխում է այլ CDO-ի վարկային ռիսկը, որոնք իրենց հերթին վերաբաշխել են այլ ակտիվների գծով վարկային ռիսկերը: Հնարավոր է իրավիճակ, երբ նույն վարկային ռիսկը պայմանականորեն կհայտնվի CDO-ի հերթական թողարկումներում՝ ի հաշիվ տարբեր ԱԹ-ում նմանօրինակ ռիսկերի հատման: Այսպիսով, կառուցվում է վարկային բուրգ, երբ մի CDO-ի գծով չվճարումը իր ետևից տանում է իրար հետ կապված CDO-ի գծով չվճարումների շղթան: Թվում էր, թե դիվերսիֆիկացումը կհանգեցնի ոչ շուկայական ռիսկերի նվազմանը, սակայն հայտնի է, որ այս սկզբունքը աշխատում է միայն նորմալ գործող շուկաներում:

Ճգնաժամի պայմաններում դիվերսիֆիկացիան չի աշխատում: Հերթական տնտեսական ցիկլի սկզբում տոկոսադրույքները ցածր են, իսկ տնտեսական հարաբերությունների մասնակիցները ակտիվորեն վարկեր են վերցնում: Բանկերը հաճույքով են վարկ տրամադրում, քանզի վարկավորման համընդհանուր աճի պայմաններում վարկի տրամադրումը տնային տնտեսություններին և

¹ *St'u Mayo M. Exilio en Wall Street. La lucha de un analista por salvar a los grandes bancos de si mismos* Madrid, Ediciones Anaya Multimedia, 2012 P.13

² Collateralized Debt Obligation-պարտքային գործիքով ապահովված պարտավորություն

³ Special Purpose Vehicle-հատուկ իրավաբանական անձ

⁴ CDS-credit default swap(своп кредитного дефолта, CLN-credit linked note (վարկային վերջնագիր), TRS-total return swap (լրիվ եկամտի սվոպ)

կազմակերպություններին հանգեցնում է համախառն պահանջարկի աճին, և որպես հետևանք, տնտեսական միջավայրի **բարելավմանն** ու ձեռնարկությունների շահութաբերության աճին: Ուստի, տնտեսական ցիկլի տվյալ էտապում մեկ կամ մի քանի վարկավորման շրթանների վնասումը չի կարող ունենալ ճակատագրական հետևանքներ: Եթե այս հարցում շարունակեն համեմատությունները CDO-ի հետ, ապա ինչպես նշում են Դ.Չամբերգը, Մ.Կելլին, Կին Լուն, Ա.Բեյսենբախը, Ա.Կինգը, մինչև նախաձգնաժամային 2007թ. ԱԹ-ի **հետզման** իրավունքից հրաժարման դեպքերի տարեկան տոկոսադրույքը 1-3% է կազմել¹:

Նոր վարկերով ապահովվող պահանջարկի աճն ու ընդհանուր լավատեսությունը հարթում է տնտեսական գործունեության առանձին հետևանքներն ու ձախողումները: Սակայն իրավիճակն արմատապես փոխվում է, երբ տնտեսությունը մոտենում է վերելքի շրջանին: Այս էտապում տնտեսության վարկավորման մակարդակը հասնում է մեծ մասշտաբների: Բացի այդ, վարկային շրթանները իսկական սարդոստայնի բնույթ են ստանում՝ խաչաձև ներթափանցելով ամբողջ տնտեսության օրգանիզմը: Եթե տնային տնտեսությունների վարկավորումն հասնում է այնպիսի մասշտաբների, երբ նրանց համար նոր վարկերի ձեռքբերումը դառնում է անհնար, ապա կարող է առաջանալ ամբողջ վարկային բուրգի կոլլապս, քանզի տնային տնտեսությունները հանկարծ զրկվում են հին պարտավորությունները մարելու համար վարկերի նոր հնարավորություններից: Եթե վարկերով ընդգրկված են բնակչության և գործարար հատվածի մեծ մասը, ապա տնտեսությունը կծածկվի սնանկացումների նոր ալիքով:

Միքայել Պանզները 2007-2008թթ., ճգնաժամին ընդառաջ նշել է. «...ԱՄՆ-ի անձնական խնայողությունների մակարդակը առաջին անգամ Մեծ դեպրեսիայի ժամանակներից ի վեր դարձել է բացասական, տնային տնտեսությունների ընդհանուր պարտքը տնօրինվող եկամուտը գերազանցել է 150%-ով: Ամերիկյան սպառողները ծախսել են ոչ միայն այն, ինչ վաստակել են, այլև չաշխատածի զգալի մասը»²: Նա նաև նշել է. «...ընդահնուր պարտքի հարաբերակցությունը համախառն ներքին արտադրանքին ԱՄՆ-ում 2005թ. աճել է ավելի քան 300%-ով, գերազանցելով ռեկորդը 290%-ով, որը վերջին անգամ դիտարկվել է 1929թ. ֆոնդային շուկայի փլուզումից անմիջապես առաջ»³:

Աշխարհի զարգացած և զարգացող երկրների նախաձգնաժամային և հետձգնաժամային իրավիճակը բնութագրող որոշ ցուցանիշներ ներկայացված են հավելվածներով: Ներկայացված իրավիճակը դիտարկելով տնային տնտեսությունների վարկային բեռի բարձր մակարդակի տեսանկյունից՝ ավստրիական դպրոցի տնտեսագետները այն բացատրում են որպես էժան վարկի հետևանք, որը խթանվել է ԱՄՆ **ՖՌՀ կողմից** ցածր տոկոսադրույքի քաղաքականությամբ: Այստեղից կարելի է եզրահանգել, որ եթե ընդունենք դրամավարկային քաղաքականության իրականացման համապատասխան կանոններ, որի շրջանակում տոկոսադրույքները պետք է համապատասխանեն բնական տոկոսադրույքի մակարդակին, տնտեսությունը կարող է զարգանալ առանց ճգնաժամի, ինչպիսիք դիտարկվեցին 1929թ. կամ 2007թ.: Սակայն խնդիրը

¹ *Sh'u Chambers D. R., Kelly M. A., Lu Q., Biesenbach A., King A., Natsuki K., Sun Q. CDO Squared: The Case of Subprime Mortgages. The Journal of Structured Finance. 2011. Summer P.96-113*

² *Sh'u Panzner M. J. Financial armageddon : Protecting your future from economic collapse. N.Y. Kaplan Publishing 2008 p.*

³ *Sh'u* նույն տնդում էջ 7-8

այն է, որ շուկայական տնտեսության կենտրոնում կանգնած են բանկերն ու ֆինանսական ընկերությունները, իսկ ֆինանսական բնագավառում ինովացիաները նախ և առաջ կախված են վարկային հարաբերություններից: Մյուս կողմից, կապիտալիզմը հասարակարգ է, որը խթանում է տնային տնտեսությունների սպառումը, իսկ ֆինանսական ինովացիաները դրա համար աճող պարզունակությամբ ու մասշտաբներով հնարավորություններ են բացում:

Այսպիսով, ինչպես տեսանք, արևմտյան երկրներում հասարակության զարգացման արդի էտապում տնային տնտեսությունների ավելցուկային վարկավորման խնդիրը ոչ տեսականորեն, ոչ գործնականորեն լուծման ենթակա չէ: Հակառակը, կարելի է պնդել, որ ֆինանսական շուկաներում ինովացիաների զարգացմամբ այն միայն կսրվի: Ուստի այսուհետև ևս համաշխարհային տնտեսությունը որոշակի պարբերականությամբ ֆինանսական կործանումներ կարձանագրի, երբ վարկավորման մակարդակը հասնի սահմանային ինչ որ կետի: Միակ առաջարկությունը թերևս, այն է, որ տնտեսական գիտության զարգացումը, տնտեսական պատմության վերլուծությունն ու գիտակցումը տնտեսական իշխանություններին թույլ տան որոշակիորեն ավելացնել տնտեսական պարբերաշրջանի տևողությունը և բարձրացնել վարկավորման սահմանային մակարդակը, որից հետո կործանումն անխուսափելի է: Կարելի է որոշակիորեն լավարկել ֆինանսական շուկաների գործունեությունը, եթե հաշվի առնենք այն թերությունները, որոնք ի հայտ են եկել նախորդ էտապներում:

Գոյություն ունեն այլ խնդիրներ ևս, որոնք կարելի է կարգավորել կարգավորող մարմինների կողմից համապատասխան փաստաթղթերի ընդունմամբ: Սակայն դժվար է հուսալ, որ ապագայում տնային տնտեսությունները կնվազեցնեն իրենց հակումը փոխառու միջոցներով սպառման աճ ապահովելու առումով, իսկ բանկերն ու ֆինանսական ընկերությունները կսահմանափակեն իրենց ձգտումը ինովացիաների ֆինանսավորման ուղղությամբ, ինչը մասսայական վարկավորման համար մատչելի ճանապարհ է բացում:

Ժամանակակից գիտության շրջանակում տնտեսության ապագա իրավիճակի կանխատեսման տարրական մոտեցումը հանգեցնում է նախորդ էտապների վիճակագրական տվյալների վերլուծությանը: Սակայն հարկ է խուսափել շատ վաղ շրջանի դիտարկումներից, քանզի այն կարող է պատկերը խեղաթյուրել այն առումով, որ արդի տնտեսությունը ձեռք է բերել նոր որակներ: Վերջին 30 տարում առավել լուրջ համաշխարհային տնտեսական ճգնաժամերը դիտարկվել են 1987թ., 1997-1998թթ. և 2007-2008թթ. այսինքն դրանց վրա հասնելու պարբերականությունը կազմել է մոտ 10 տարի: Եթե առավել խորը վերլուծության չենթարկենք, կարելի է գալ հետևյալ հետևության. արդի գլոբալ վարկային մեխանիզմը պետության մակրոտնտեսական քաղաքականության միջոցառումների ճշգրտումով գործում է այնպես, որ համաշխարհային տնտեսության վարկավորման սահմանային մակարդակը վրա է հասնում մոտավորապես նշված պարբերականությամբ: Հետևաբար, եթե կիսենք այս դատողությունների տրամաբանությունը, հերթական ճգնաժամը կարելի է սպասել 2017-2018թթ.:

Գրականության

1. Chambers D. R., Kelly M. A., Lu Q., Biesenbach A., King A., Natsuki K., Sun Q. CDO Squared: The Case of Subprime Mortgages. The Journal of Structured Finance. 2011. Summer P.96-113
2. Doukas J. A., Zhang H. The Performance of NDF Carry Trades: Journal of International Money and Finance. 2013 vol. 36. P.172-190
3. Mayo M. Exilio en Wall Street. La lucha de un analista por salvar a los grandes bancos de si mismos Madrid, Ediciones Anaya Multimedia, 2012
4. Panzner M. J. Financial armageddon : Protecting your future from economic collapse. N.Y. Kaplan Publishing 2008
5. Sieron A. Disaggregating the Credit Expansion: The role of changes in Banks' Asset Structure in the Business Cycle. The Quarterly journal of Austrian Economics 2015. Vol 18. N^o3. P.247-271

Հոդվածը տպագրության է նրաշխարհում խմբագրական կոլեգիայի անդամ, տ.գ.թ., դոցենտ Շ.Շ. Ասրյանը: