



## ԱՐԱՔՍ ԱՐԱՀԱՄՅԱՆ

ՀՊՏՀ միջազգային տնտեսական հարաբերությունների  
ամբիոնի ասպիրանտ

### ԶԱՐԳԱՑՈՂ ԵՐԿՐՆԵՐԻ ՏՆՏԵՍՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ՎՐԱ ԿԱՊԻՏԱԼԻ ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՀՈՍՔԵՐԻ ԱԶԴԵՑՈՒԹՅԱՆ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄԸ

Կապիտալի վերազգային հոսքերը նպաստում են երկարաժամկետ տնտեսական աճին, բայց զուրկ չեն կարճաժամկետ ռիսկերից: Աշխարհի մակարդակով երկարաժամկետ դրական արդյունքներ են արձանագրվում, երբ կապիտալը արդյունավետորեն է տեղաբաշխվում՝ դրա ավելցուկն ունեցող երկրների խնայողություններից վերածվելով պակասն ունեցող երկրներում ներդրումների: Այնուամենայնիվ, կապիտալի մեծ հոսքերը կարճաժամկետում կարող են ապակայունացնել կապիտալն ընդունող ու հատկապես զարգացող ֆինանսական շուկաներով երկրների տնտեսությունը՝ դրանք դարձնելով խոցելի արտաքին շոկերի, «տաք փողերի» ներթափանցման, հոտային վարքագծի դրսևորման և տնտեսության գերտաքացման նկատմամբ: Այդ հոսքերի հանկարծակի դադարի կամ փախուստի պարագայում մեծանում է ճգնաժամների առաջացման հավանականությունը՝ հատկապես երբ երկրի ազգային արժույթի փոխարժեքը ազատ լողացող չէ: Այս տեսանկյունից համաշխարհային ֆինանսական հոսքերը պայմանավորում են համընդհանրացման (գլոբալացում) բացասական հետևանքները և պահանջում պետական կարգավորում՝ կապիտալի հոսքերի կառավարում կամ ռիսկային մենեջմենթի վրա կենտրոնացում:

**Հիմնաբառեր.** ֆինանսական համընդհանրացում, ֆինանսական ճգնաժամ, ՕՈՒՆ, արժույթի փոխարժեք, միջազգային պահուստներ, կապիտալի հոսքերի կառավարում

JEL: F3, E44, G15

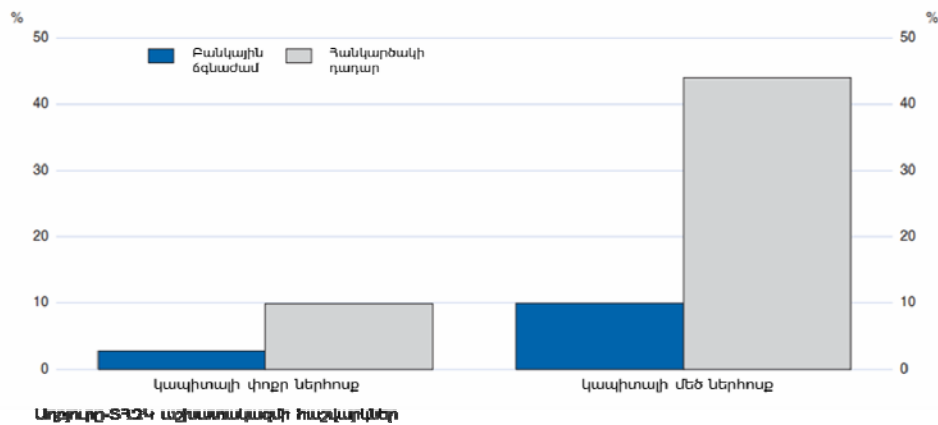
Ֆինանսական համընդհանրացման արդյունքում ցանկացած երկրում ներքին ներդրումները ավելի պակաս կախվածության մեջ են հայտնվում ներքին խնայողություններից: Կապիտալի միջազգային հոսքերը շատ երկրների թույլ են տալիս ներդնել և սպառել ավելի շատ, քան արտադրում

են՝ ներմուծելով կապիտալ այլ երկրներից: Մյուսներն էլ ավելի շատ կապիտալ ունեն, քան կարող են կլանել և դա ներդնում են օտարերկրյա ակտիվներում: Տնտեսագիտության տեսությունը ևս հաստատում է, որ համընդգրկուն բարեկեցությունը մաքսիմալացվում է, երբ կապիտալը ազատ շարժվում է սահմաններով, իսկ այդ շարժը պահանջում է ընդունող երկրներում բարենպաստ միջավայրի ձևավորում: Արդյունքում՝ ներդրողը կամ փոխառուն, որոշում կայացնելով, կարող է աշխարհի բոլոր ֆինանսական շուկաները դիտարկել որպես մեկ ամբողջության: Բայց միջազգային մակարդակով փողերի այս շարժը հանգեցնում է նաև երկրների ու տարածաշրջանների տնտեսությունների անկայունացմանը, արժութային պատերազմների, զարգացող տնտեսությունների գերտաքացմանը, ֆինանսական ճգնաժամների ի հայտ գալուն: Այս տեսանկյունից, համաշխարհային ֆինանսական հոսքերը պայմանավորում են համընդհանրացման բացասական հետևանքները: Միջազգային ֆինանսական հոսքերի այն մասը, որը կապված է ապրանքների ու ծառայությունների միջազգային շարժի սպասարկման, ինչպես նաև ՕՌԻՆ-ների հետ, դրականորեն է անդրադառնում ազգային տնտեսությունների զարգացման վրա: Բայց գոյություն ունի նաև այս փողերի այլ՝ ոչ պակաս կարևոր մաս, որը շրջանառվում է վերազգային մակարդակով: Ղա, այսպես կոչված, «արագ կապիտալն» է կամ «տաք փողերը»: Ղրանց են վերաբերում կարճաժամկետ բանկային վարկերը, արժեթղթերում պորտֆելային ներդրումները, ընկերության արժեթղթերում կարճաժամկետ ներդրումները (պարտատոմսեր, մուրհակներ):

Այս «տաք փողերը», մեծ ծավալով շրջանառվելով երկրների միջև, կարճաժամկետ ներդրման արդյունքում գրեթե չեն ենթարկվում ստույգ վիճակագրական գնահատման, միևնույն ժամանակ, իրենց ծավալով 2,5–3 անգամ գերազանցում են կապիտալի շարժի երկարաժամկետ ձևերը: Անկայունության ցանկացած նշանի առկայության դեպքում «տաք փողերը» ներդրման օբյեկտը լքում են այնպիսի արագությամբ, ինչպիսի արագությամբ ձեռք են բերվում: Արդյունքում ավելի ակնհայտ է դառնում համաշխարհային ֆինանսական համակարգի փխրունությունը, որից, բնականաբար, առավել տուժում են թույլ տնտեսությամբ երկրները: Միջազգային ֆինանսական հատվածի անկայունությունը գլոբալացման պայմաններում առաջին անգամ դրսևորվեց 1980-ական թթ. Լատինական Ամերիկայում: Արտաքին կարճաժամկետ վարկավորման ու փաթեթային (պորտֆելային) ներդրումների բույնը հանգեցրեց Բրազիլիայի, Մեքսիկայի, Արգենտինայի, Վենեսուելայի արտաքին պարտքի աճին: Պարտքի սպասարկման վճարներն ավելացան 3 անգամ, և ակնհայտ դարձավ, որ պարտքի վճարումից հրաժարումը հարցականի տակ է դնում զարգացող վարկառու երկրների տնտեսությունների կայունությունը:

1990-ական թթ. Արևելյան Ասիայի երկրների տնտեսությունները ևս անպաշտպան էին մնացել միջազգային ֆինանսական հոսքերի դեմ, ինչի հետևանքով 1997–1998 թթ. բռնկվեց Ասիական ֆինանսական ճգնաժամը, որի առաջացման գործում մեծ դեր խաղաց նաև արտասահմանյան «տաք փողերի» փախուստը՝ դրսևորվելով արժութային անկայունության առաջին իսկ նշանների ի հայտ գալուն պես: Ավելի ուշ ճգնաժամի էպիկենտրոնում հայտնվեց Ռուսաստանը, որը, անշուշտ, պայմանավորված էր ոչ այնքան ասիական երկրների ճգնաժամով, որքան ներքին խնդիրներով. դրանց թվում էին պետության հսկայական պարտքերը և «պարտքային բուրգը», իրական տնտեսությունում ներդրումների բացակայությունը, բանկային համակարգի

չկայացած լինելը և այլն: Այս իրադարձությունները ակնհայտորեն ցույց տվեցին, թե ինչի է հանգեցնում «արագ փողերի» շարժը, և թե ինչպես է դա համաշխարհային տնտեսության անկայունությունների պատճառ դառնում: 2007–2012 թթ. համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամը ևս ցույց տվեց, որ ֆինանսական շուկերի տարածումը այժմ ավելի արագ է տեղի ունենում և էլ ավելի վտանգավոր հետևանքներ է թողնում տնտեսության վրա, քան նախկինում: Եվ թեպետ տնտեսագիտական գրականության մեջ ֆինանսական համընդհանրացման ու ճգնաժամերի միջև կապը միանշանակ չի ներկայացված, ՏՀԶԿ տնտեսական զարգացման բաժանմունքի մի շարք տնտեսագետներ իրենց հետազոտության մեջ հաշվարկել են 1970–2007 թթ. ընթացքում կապիտալի փոքր ու խոշոր հոսքերի հետևանքով ճգնաժամերի առաջացման հավանականությունը<sup>1</sup>: Համաձայն վերոնշյալ հետազոտության՝ կապիտալի խոշոր ներհոսքի 268 դեպքերի (կապիտալի զուտ հոսքեր/ՀՆԱ հարաբերակցության պատմական միտումից կտրուկ շեղումներ) մոտ 60%-ն ավարտվել է դրանց հանկարծակի դադարով, և տասը դեպքից մոտ մեկն ավարտվել է բանկային կամ արժութային ճգնաժամով<sup>2</sup>: Կապիտալի փոքր ներհոսքի համեմատությամբ, մեծ հոսքերի դեպքում բանկային ու արժութային ճգնաժամի կամ այդ հոսքերին հաջորդող հանկարծակի դադարի հավանականությունը մեծանում է 4 անգամ:



**Գծապատկեր 1. Բանկային ու արժութային ճգնաժամի և ֆինանսական միջոցների ներհոսքին հաջորդող դադարի հավանականությունը<sup>3</sup>**

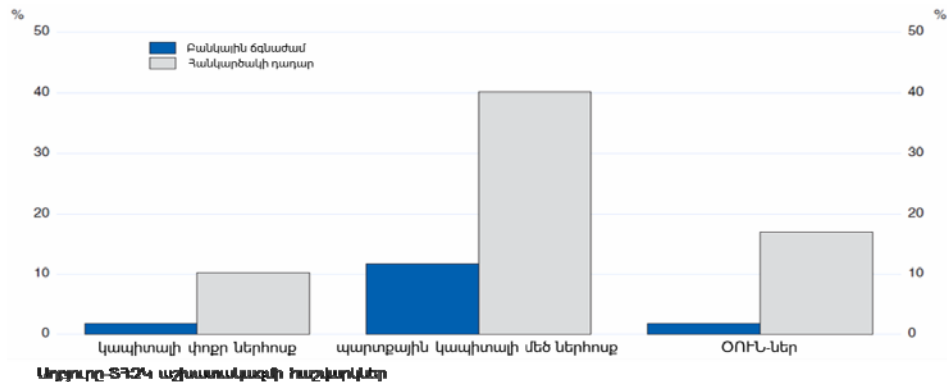
Ցանկացած երկիր, որը եթե նույնիսկ մասնակիորեն է ազատականացրել իր ֆինանսական հաշիվը, բախվում է կապիտալի հոսքերի անկայունության խնդրին: Ըստ գծապատկեր 1-ի՝ կապիտալի մեծ ներհոսքի դեպքում բանկային ճգնաժամի առաջացման հավանականությունը 10% է, իսկ այն, որ այդ ներհոսքը կավարտվի հանկարծակի դադարով՝ 45%: Կապիտալի մեծ ներհոսքին հաջորդող հանկարծակի դադարը կամ կապիտալի փախուստը հարցականի տակ են դնում ցանկացած երկրի մակրոտնտեսական և ֆինանսական կայունությունը. կապիտալի հոսքերի հանկարծակի դադարը կարող է

<sup>1</sup> Տե՛ս **Furceri D., Guichard S. and Rusticelli E.**, Episodes of Large Capital Inflows and the Likelihood of Banking and Currency Crises and Sudden Stops, OECD Economics Department, 2011, Working Paper, No. 865:

<sup>2</sup> Տե՛ս Getting the most out of International Capital flows, OECD Economic Outlook, 2011, էջ 301:

<sup>3</sup> Տե՛ս OECD Economic Outlook, Volume 2011/1, Getting the Most out of International Capital Flows, էջ 301:

պատճառ դառնալ ազգային արժույթի արժեզրկման, վարկավորման ծավալների կրճատման, ակտիվների գների նվազման՝ անկայունացնելով ազգային տնտեսությունը:



**Գծապատկեր 2. Բանկային ու արժույթային ճգնաժամների առաջացման հավանականությունը՝ կախված կապիտալի ներհոսքի բնույթից<sup>4</sup>**

Գծապատկեր 2-ից երևում է, որ ճգնաժամների առաջացման հավանականությունը մեծապես կախված է նաև կապիտալ հոսքերի բնույթից: Կապիտալի պարտքային հոսքերի կապը ֆինանսական ճգնաժամների հետ ավելի ամուր է, քան ՕՈՒՆ-ինը և փաթեթային ներդրումներինը: Դրանով է բացատրվում այն հանգամանքը, որ 2007–2012 թթ. ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի ընթացքում դեպի զարգացող շուկաներով երկրներ թե՛ կապիտալի ներհոսքի կրճատումը և թե՛ դրա փախուստը լուրջ հարված չհասցրին վերջիններին, քանզի վերջին տասնամյակում այս հոսքերի մոտ 60%-ը եղել են բաժնետոմսերում ներդրումներ, այլ ոչ թե փաթեթային: Միևնույն ժամանակ, ի տարբերություն պարտքային կապիտալի ներհոսքի և պորտֆելային ներդրումների, ՕՈՒՆ-ները աչքի են ընկնում ավելի բարձր կայունությամբ և, վերջինների համեմատությամբ, զուգորդվում են կապիտալի սխալ տեղաբաշխման ավելի ցածր ռիսկերի հետ, քանզի դրանք նվազեցնում են արտասահմանցիների և տեղացիների միջև տեղեկատվության անհամաչափությունը:

Նման դեպքերում մեծ է նաև ազգային արժույթի ձկունության դերը: Ըկուն ազգային արժույթը նվազեցնում է տնտեսական շրկերի հետևանքները և ճգնաժամի ժամանակ կապիտալի հոսքերի կարգավորման անհրաժեշտությունը: Ազգային արժույթի լողացող փոխարժեքը չի կարող կանխել կապիտալի ներհոսքի հանկարծակի դադարը կամ դրա արտահոսքը, բայց կարող է մեղմել կապիտալի ներհոսքով պայմանավորված վարկավորման բունը: Երբ ճգնաժամի ժամանակ ազգային արժույթի փոխարժեքը նվազում է, ազգային ակտիվների՝ արտարժույթով արտահայտված արժեքը ևս նվազում է, ինչն էլ, իր հերթին, նպաստում է կապիտալի նոր հոսքերի ներգրավմանը և մասամբ փոխհատուցում է արտահոսքի հասցրած վնասը: 2007–2015 թթ. ընթացքում դեպի զարգացող երկրներ կապիտալի զուտ հոսքերի նվազմանը զուգահեռ նկատվեց այդ երկրների ազգային արժույթի արժեզրկում հատկապես դոլարի նկատմամբ: Մեր դիտարկած երկրներում 2015 թ., 2007 թ. համե-

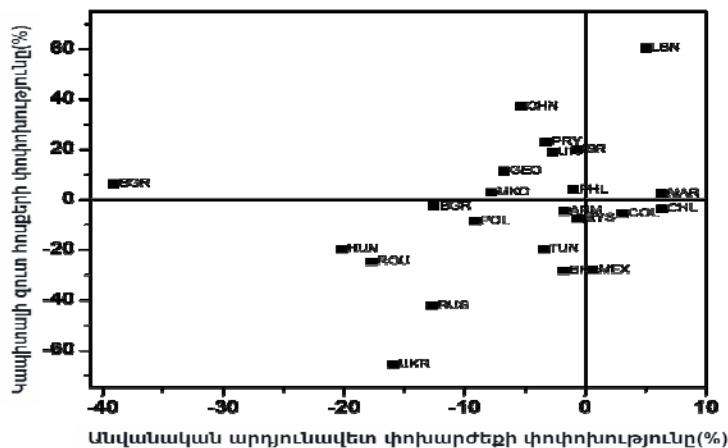
<sup>4</sup> Տե՛ս նույն տեղը, էջ 303:

մատույթամբ, ազգային արժույթը դոլարի նկատմամբ ամենաշատը արժեզրկվեց Բելառուսում՝ մոտ 8 անգամ, Ուկրաինայում՝ 5, Ռուսաստանում և Ղազախստանում՝ 3, Թուրքիայում 2,5, Հայաստանում՝ 1,5 անգամ: Նույն ժամանակահատվածում դոլարի նկատմամբ ազգային արժույթի արժևորման ամենաբարձր ցուցանիշն արձանագրվեց Չինաստանում՝ մոտ 11%:

Ազգային արժույթի փոխարժեքի դինամիկայի առավել իրատեսական պատկեր ստանալու համար դիտարկենք անվանական արդյունավետ փոխարժեքի փոփոխությունը նույն ժամանակահատվածում: 2007–2015 թթ. ընթացքում 24 զարգացող երկրներից 14-ի ազգային արժույթն արժեզրկվեց առևտրային գործընկերների արժույթների գամբյուղի նկատմամբ (Հայաստանում՝ 5%, Հունգարիայում՝ 20%, Ռուսաստանում՝ 42%, Մեքսիկայում՝ 60%, Ուկրաինայում՝ 66%), իսկ մնացածի դեպքում արժևորվեց (Չինաստանում՝ 37%, Վրաստանում՝ 12%, Իսրայելում՝ 20%, Լիբանանում՝ 60%, Ուրուգվայում՝ 19%): Ֆինանսական ճգնաժամի պայմաններում մեր ընտրած երկրների ազգային արժույթների փոխարժեքի և կապիտալի զուտ հոսքերի փոփոխության միջև կապը գտնելու համար կատարենք ռեգրեսիոն վերլուծություն: Ստորև ներկայացված են վերլուծության արդյունքները՝ հաշվարկված Minitab ծրագրային փաթեթով:

Source	Coefficient	P-value	
Constant	-5.75	0.013	
NEER	0.1141	0.172	
Regression Model	NA	0.172	
Model Summary			
S	R-sq	R-sq(adj)	R-sq(pred)
10.0606	8.70%	4.35%	0.00%
<b>Model Equation</b>	<b>NCF-GDP = -5.77 + 0.1141*NEER</b>		

Մոդելը տալիս է միայն 4.35% ճշգրտված R քառակուսու արժեք, ինչը նշանակում է, որ չկա պարբերական կապ ընտրված երկրների ազգային արժույթների փոխարժեքի դինամիկայի և կապիտալի զուտ հոսքերի միջև:



**Չճապատկեր 3.** *Զարգացող երկրների ազգային արժույթների փոխարժեքի և կապիտալի զուտ հոսքերի միջև կապը (2007–2015 թթ.)<sup>5</sup>*

<sup>5</sup> Ռեգրեսիոն վերլուծությունը կատարել է հեղինակը՝ IMF Balance of Payment and International Investment Position Statistics, IMF International Financial Statistics տվյալների բազայի հիման

Գործոնային վերլուծության ստույգության ապահովման համար ավելացվել են նաև հետևյալ պարամետրերը՝ որպես կապիտալի զուտ հոսքերի փոփոխության վրա ազդող գործոններ:

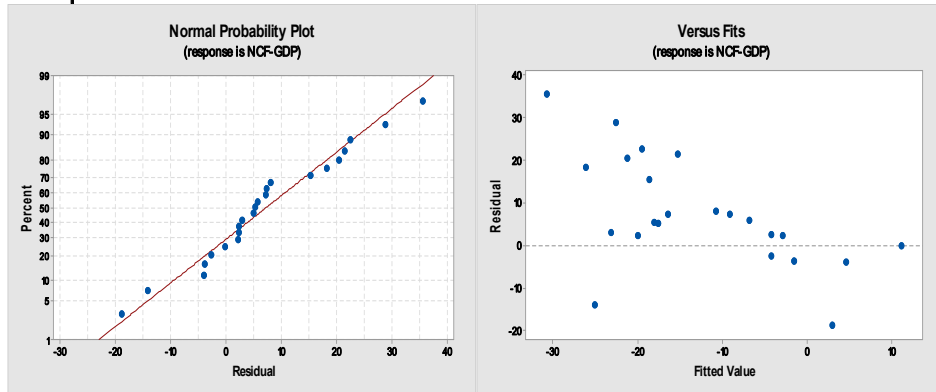
Անվանական արդյունավետ փոխարժեք (Nominal Effective Exchange Rate)	NEER
Պետական պարտատոմսերի տոկոսադրույք (government bonds rate)	GBR
Բանկային ավանդների տոկոսադրույք (deposit rate)	DR
Բանկային փոխառության տոկոսադրույք (lending rate)	LR
Գնաձ (Inflation/consumer prices %)	ICP
Կապիտալի հաշվի բացության ինդեքս (Capital openness index (KAOPEN))	COI
Տնտեսության բացության ինդեքս (Openness index (% of GDP))	OI
Հարկերի ընդհանուր մակարդակ (Total tax rate (% of commercial profit))	TTR
Բիզնես հիմնելու համար անհրաժեշտ ժամանակահատված (Time required to start a business (days))	TRSB
Մաքսատուրքերի միջին մակարդակ (Tariff rate, weighted mean, all products (%))	TRW
Տնտեսության ազատության ինդեքս (Economic freedom index)	EFI

Source	Coefficient	P-value	
Constant	-22.12	0.002	
ICP	0.0612	0.004	
OI	0.243	0.125	
OI*OI	0.02892	0.011	
Regression Model	NA	0.014	
Model Summary			
S	R-sq	R-sq(adj)	R-sq(pred)
7.42229	81.03%	71.55%	54.11%
Model Equation		NCF-GDP = -22.12 + 0.0612*ICP + 0.243*OI + 0.02892*OI*OI	

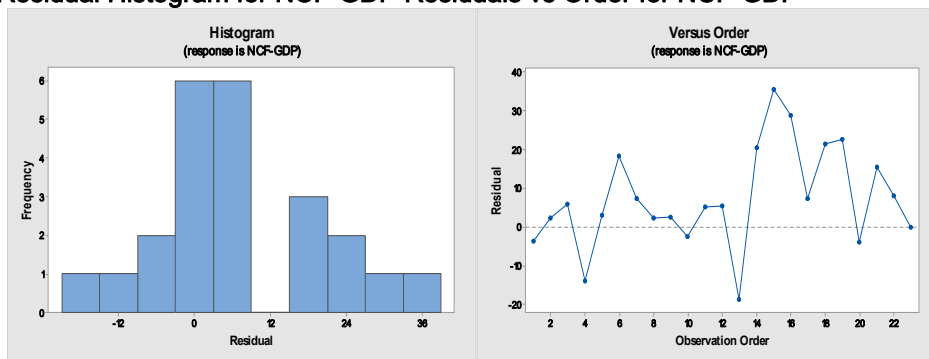
Սողելը ենթադրում է, որ տնտեսական բացության (OI) ինդեքսը և գնաձը (ICP) այն երկու հիմնական գործոններն են, որոնք պայմանավորում են զարգացող երկրներում կապիտալի հոսքերի փոփոխությունը: Չնայած ընդունված է կարծել, որ կապիտալի միջազգային շարժը ամենից առաջ պայմանավորում են երկրներում տոկոսադրույքների տարբերությունը, ինչպես նաև տնտեսական շահույթի չափը, սակայն մեր կազմած մոդելը ցույց է տալիս, որ միջազգային ներդրողի համար առավել կարևոր են երկրի վարկանիշը, տնտեսական և քաղաքական մթնոլորտը, ինչպես նաև գնաձի տեմպերը: Սողելը տալիս է 71.55% ճշգրտված R քառակուսու արժեք, ինչը նշանակում է, որ վարիացիաների 71.55%-ը կարելի է բացատրել այս մոդելով: Բոլոր փոփոխականների և հաստատուն արժեքի համար p արժեքը փոքր է 0,05-ից (այսինքն՝ բավարարում է 95% վստահության միջակայքը), բացի OI-ից, որի p արժեքը 0,125 է: Սողելի ճշտության թեստավորումը ներկայացված է ստորև.

վրա. ընտրված երկրներն են՝ Չինաստան, Մալայզիա, Ֆիլիպիններ, Բուլղարիա, Հունգարիա, Մակեդոնիա, Լեհաստան, Ռումինիա, Հայաստան, Կրաստան, Մոլդովա, Ռուսաստան, Ուկրաինա, Իսրայել, Լիբանան, Մարոկո, Թունիս, Բրազիլիա, Չիլի, Կոլումբիա, Մեքսիկա, Պարագվայ, Ուրուգվայ, Վենեսուելա:

**Normplot of Residuals for NCF-GDP Residuals vs Fits for NCF-GDP**



**Residual Histogram for NCF-GDP Residuals vs Order for NCF-GDP**



Ջարգացող երկրի համար ֆինանսական ճգնաժամերից պաշտպանվելու հաջորդ կարևոր քայլը միջազգային պահուստների պահպանումն է, թեպետ ներկայումս միջազգային պահուստները համարվում են ոչ միայն առևտրի ֆինանսավորման և կապիտալի արտահոսքից առաջացած ռիսկերից ապահովագրվելու միջոց, այլ նաև զարգացող երկրներից դեպի զարգացած երկրներ կապիտալի արտահանման շարժիչ ուժ: Միջազգային պահուստներն աճել են՝ 1999 թ. համաշխարհային ՀՆԱ 6%-ից մինչև 2009 թ. 15%: Միայն 2016 թ. Չինաստանի արտարժույթային պահուստները կազմում էին 3,5 տրիլիոն դոլար կամ ՀՆԱ մոտ մեկ երրորդը: 2016 թ. առաջին եռամսյակի դրությամբ միջազգային պահուստների մեծությամբ 7-րդ տեղում Ռուսաստանն է՝ 403 միլիարդ դոլար ծավալով, Թուրքիան 20-րդն է՝ 114 միլիարդ դոլար, իսկ Ղազախստանը 40-րդը՝ 28 միլիարդ դոլար: Հայաստանը 2016 թ. սկզբի դրությամբ իր միջազգային պահուստների մեծությամբ 82 երկրների շարքում 76-րդն է՝ 1,6 միլիարդ ԱՄՆ դոլար ծավալով՝ հետ մնալով նաև Վրաստանից, Ղրղզստանից և Մոլդովայից<sup>6</sup>: Ջարգացող երկրների միջազգային պահուստների մեծացումը կարելի է համարել արտահանմանը կողմնորոշված տնտեսական աճի ապահովման քաղաքականության արդյունք, որի պարագայում ինտերվենցիաների միջոցով ցածր է պահվում ազգային արժույթի փոխարժեքը: Պահուստները նաև արժույթի փոխարժեքի կարճաժամկետ տատանումները կարգավորելու, արտասահմանյան փոխա-

<sup>6</sup> Տե՛ս IMF International Reserves and Foreign Currency Liquidity Database:

ռությունների հանկարծակի դադարից, կապիտալի ներհոսքի անկանոն տատանումներից ապահովագրելու նպատակ ունեն:

Տարբեր տեսակետներ են շրջանառվում այն խնդրի շուրջ, թե ինչպես երկրները կարող են առավելագույն օգուտ ստանալ ֆինանսական շուկաների համընդհանրացումից և չեզոքացնել ֆինանսական ճգնաժամերի առաջացման ռիսկը: Ճգնաժամերի և երկրների՝ ֆինանսական ուղիներով վարական վերջին փորձը մակրոտնտեսական քաղաքականության այլընտրանքների քննարկման առիթ է դարձել: Որոշ տնտեսագետներ կարծում են, որ թերզարգացած ֆինանսական շուկաներով երկրները ֆինանսական ազատականացումից կարող են շահել պետական նվազագույն միջամտությամբ, և որ պետական միջամտությունների որոշ ձևեր ստեղծում են շուկայական աղավաղումներ, որոնք էլ կարող են առաջ բերել բարոյական ռիսկի դրսևորումներ և ճգնաժամեր<sup>7</sup>: Մյուսներն էլ համարում են, որ կապիտալի հոսքերի կարգավորման գործառույթը պետք է ստանձնեն առանձին երկրների կառավարությունները: Ինչպես այնպես են հեղինակավոր տնտեսագետներ Պոլ Կրուգմանը և Նորբեյան մրցանակակիր Ջեյմս Թոբինը, կապիտալի վերագալին հոսքերին պետական միջամտությունը հաճախ սոցիալապես բարենպաստ է այդ երկրների համար<sup>8</sup>: Ավելին, մեկ այլ Նորբեյան մրցանակակիր (Ջոզեֆ Ստիգլից) զարգացող երկրներին առաջարկում է որոշակի սահմանափակումներ դնել կապիտալի ներհոսքի հետ կապված՝ խուսափելու դրանց տատանումների վտանգավոր հետևանքներից: 2010 թ. նույնիսկ Արժույթի միջազգային հիմնադրամն ընդգծեց երկրների կողմից կապիտալի միջազգային շարժի կարգավորման կարևորությունը և կոչ արեց համագործակցության՝ առաջարկելով երկրների միջև երկկողմանի և բազմակողմանի համաձայնությունների ձեռքբերման հարցում իր օգնությունը: Հայտնի չէ՝ ԱՄՆ-ն կարդարացնի՞ իրեն վերապահված դերը, թե՞ հետագայում նոր միջազգային կազմակերպությունների ստեղծման անհրաժեշտություն կառաջանա:

Կապիտալի հոսքերի վրա վերահսկողության իրականացման տեսակետի համաձայն՝ կապիտալի վերագալին հոսքերը պետք է սահմանափակվեն՝ օտարերկրյա կապիտալի հանկարծակի տատանումների հավանականությունը փոքրացնելու կամ դրանց բացասական հետևանքները նվազեցնելու նպատակով: Միջազգային ֆինանսական շուկաների անկանոնությունները, ինչպիսիք են անհամաչափ տեղեկատվությունը, բարոյական վտանգը, ակտիվների պղպջակները, սպեկուլյատիվ հարձակումները, հոտային բնագղները և վարակումը, արագ տարածվում են մյուս երկրներում: Կապիտալի հոսքերի նկատմամբ հսկողության վերաբերյալ տեսակետները ևս միանշանակ չեն: Հարվարդի համալսարանի պրոֆեսոր Ջեֆրի Ֆրանկելը առանձնացնում է կապիտալի հոսքերի նկատմամբ վերահսկողության հետևյալ տեսակները.<sup>9</sup>

- կապիտալի արտահոսքի նկատմամբ, որը սահմանափակում է կապիտալը երկրից դուրս հանելու ներդրողների հնարավորությունը,
- կապիտալի համախառն ներհոսքի նկատմամբ,

<sup>7</sup> Տե՛ս **Schmukler S.**, Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries, 2008, էջ 54:

<sup>8</sup> Տե՛ս **Krugman P.**, Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises. Manuscript, Massachusetts Institute of Technology, 1999. **Tobin J.**, Financial Globalization. World Development, 28/6, 2000.

<sup>9</sup> Տե՛ս **Frankel J.**, Proposals regarding restrictions on capital flows. African Finance Journal 1, 1999 (May), 92–104:



- կապիտալի կարճաժամկետ ներհոսքի նկատմամբ,
- արտարժութային գործարքների նկատմամբ:

Կապիտալի հոսքերին առնչվող սահմանափակումները կարելի է բաժանել 2 հիմնական խմբի՝ վարչական կամ ուղղակի սահմանափակումներ և շուկայամետ կամ անուղղակի սահմանափակումներ: Վարչականի դեպքում կապիտալի հոսքերը սահմանափակվում են ընդհանրապես, քանակապես կամ պահանջվում է անցնել վավերացման գործընթացով: Դրա վառ օրինակն է բանկային համակարգում փողի միջազգային շարժի վրա դրվող վարչական սահմանափակումները: Անուղղակի կամ շուկայամետ սահմանափակումները կրճատում են կապիտալի հոսքերը կամ դրանց հետ առնչվող գործարքները՝ դրանք դարձնելով առավել ծախսատար: Այդպիսի սահմանափակումները կարող են ընդունել այնպիսի ձևեր, ինչպիսիք են արժույթի փոխարժեքի երկակի կամ բազմակի ռեժիմների սահմանումը (կապիտալի շարժն ուղեկցող տարբեր գործարքների ժամանակ կիրառվում են արժույթի տարբեր փոխարժեքներ), կապիտալի հոսքերի կամ դրանցից ստացվող եկամուտների հարկումը և այլն: Արժույթի երկակի կամ բազմակի ռեժիմների կիրառման նպատակն է բարձր տոկոսադրույթի միջոցով կանխել սպեկուլյատիվ գործարքների ֆինանսավորումը՝ ստեղծելով կարճաժամկետ արժութային դիրք և թույլ չտալով սպեկուլյատիվ պահանջարկի՝ շուկայական տոկոսադրույթներով ֆինանսավորումը: Նման սահմանափակումներ չեն կիրառվում այն կապիտալ հոսքերի նկատմամբ, որոնք ուղեկցում են միջազգային առևտուրը, օտարերկրյա ուղղակի ներդրումները, արժեթղթերում ներդրումները:

Կարևոր է տարբերակել նաև կապիտալի ներհոսքին և արտահոսքին վերաբերող սահմանափակումները: Ներհոսքին են առնչվում արժութային սահմանափակումները, կապիտալի՝ երկրում մնալու նվազագույն ժամկետի սահմանումը (մասնակիորեն կիրառվել է Հնդկաստանում և Չինաստանում), վերջնական օգտագործման սահմանափակումները, կապիտալի ներհոսքի հարկումը (Մալայզիա), կապիտալի շարժն ուղեկցող գործարքների վավերացումը և այլն: Կապիտալի արտահոսքին են վերաբերում ռեզիդենտների կողմից արտասահմանյան ֆինանսական ակտիվներում կատարվող ներդրումների սահմանափակումները (Իսլանդիա), ոչ ռեզիդենտների կողմից ներդրումների հետկանչման և ռեպատրիացիայի ժամանակ դրամական միջոցների փոխանցման որոշակի ժամանակային լագի սահմանումը (Ուկրաինա), ոչ ռեզիդենտների կողմից փոխառություն ստանալու սահմանափակումները, արժութային փոխարկելիության սահմանափակումները, կապիտալի արտահոսքի հարկումը (Բրազիլիա), ոչ ռեզիդենտների կողմից ավանդների խզման սահմանափակումները և այլն<sup>10</sup>: 2008–2012 թթ. ֆինանսական ճգնաժամի ժամանակ կապիտալի արտահոսքի սահմանափակումներ է կիրառել Ուկրաինան (ոչ ռեզիդենտների կողմից ներդրումային գործարքներից ստացվող մուտքերի՝ արտարժույթի վերածման 5-օրյա սպասման ժամկետի գործադրում): Ի տարբերություն վերջինիս՝ Ռուսաստանը չդիմեց կապիտալի արտահոսքը սահմանափակող միջոցների, թեպետ, 2007 թ. համեմատությամբ, 2008 թ. կապիտալի արտահոսքն ավելացավ մոտ երկու անգամ՝ հասնելով

<sup>10</sup> Տե՛ս **Lina al Khilani**, The dynamics of international capital flows and financial crises, International Review of research in Emerging Markets and the Global Economy, Online International Research Journal, 2015, vol. 1, issue 3, էջ 406:

240 միլիարդ ԱՄՆ դոլարի: Այնուամենայնիվ, փորձը ցույց է տալիս, վերահսկողությունը նպատակային է գործում միայն որոշ ժամանակ, որից հետո դառնում է անարդյունավետ, քանի որ շուկայի մասնակիցները գտնում են դրանք շրջանցելու եղանակներ:

Համաձայն Արժույթի միջազգային հիմնադրամի Արժութային կարգավորումների և սահմանափակումների տարեկան զեկույցի (2014 թ.)՝ կապիտալի հոսքերի կառավարմանն ուղղված գործողությունների 67%-ը նպատակ է ունեցել դյուրացնելու կապիտալի հոսքերը, 27%-ը՝ խստացնելու դրանք, մնացած 6%-ի ազդեցությունը գնահատվել է չեզոք<sup>11</sup>: Ընդ որում, կապիտալի շարժին նպաստող միջոցառումները հիմնականում միտված են եղել կապիտալի արտահոսքի դյուրացմանը, ինչի հետևանքով հատկապես ձգնաժամից հետո մեծացել են դեպի զարգացող շուկաներով երկրներ փաթեթային ներդրումների տեսքով կապիտալի հոսքերը: Համաձայն ԱՄՀ վերոնշյալ զեկույցի՝ անդամ երկրները շարունակում են կիրառել կապիտալի շարժի սահմանափակումների հետևյալ ձևերը. սահմանափակումներ ածանցյալ արժեթղթերի, փոխառության, ուղղակի ներդրումների, անշարժ գույքի ձեռքբերման հետ կապված գործարքների մասով: Եթե առաջնորդվենք կապիտալի ազատ շարժի որոշիչ համարվող KAOPEN ինդեքսով, ապա Հայաստանի Հանրապետությունում կապիտալի ներհոսքի կամ արտահոսքի վրա որևէ սահմանափակում չի կիրառվում<sup>12</sup>: 1996 թ. ՀՀ ֆինանսական շուկաների համար հաշվարկված KAOPEN-ի արժեքը կազմել է 0.17, այսինքն՝ Հայաստանն ունեցել է կապիտալի հաշվի փակ ռեժիմ, այնուհետև աստիճանաբար ազատականացվել է՝ 1997-ին կազմելով 1.67, 1999-ին՝ 2.2, 2000 թ. սկսած՝ 2.48, ապա կապիտալի հաշվի բոլոր սահմանափակումները հանվել են:

Փորձը ցույց է տվել, որ թույլ ներքին ֆինանսական համակարգը արտասահմանյան խոշոր կապիտալի առաջ բացելը ռիսկային է: Կարևոր է հասկանալ, թե որոնք են կապիտալի վերազգային հոսքերի որոշիչները՝ մշակելու համար համապատասխան տնտեսական քաղաքականություն: Այդ տնտեսական քաղաքականությունը կարող է ընդգրկել կառուցվածքային բարեփոխումներ, որոնք կներառեն կապիտալի ազգային շուկաների տարողունակության որոշումը՝ կլանելով այդ կապիտալի հոսքերը, ինչպես նաև մակրոտնտեսական գործիքներ, որոնցից են համապատասխան ֆինանսական պահուստների պահպանումը, ազգային արժույթի ձկունության ապահովումը, կապիտալի տարբեր հոսքերի նկատմամբ սահմանափակումների կիրառումը: Եթե տնտեսագետների մեծ մասը համաձայն է, որ ամուր ֆինանսական համակարգ ունենալը միջազգային ֆինանսական շուկաների հետ հաջողությամբ միավորվելու բանալին է, ապա ֆինանսական ազատականացման հետևանքների դրական կամ բացասական լինելու հարցը առավել վիճելի է: Արժութային ու ֆինանսական ձգնաժամերի բազմամյա փորձը ցույց է տալիս, որ չպետք է ամբողջովին սուզվել գլոբալացում կոչվող երևույթի մեջ. հարկ է ազատականացնել կապիտալի հաշիվը աստիճանաբար՝ սկսելով ՕՌՆ-ի ազատականացումից, այնուհետև հասանելիություն ապահովել դեպի արժեթղթերի ու պարտատոմսերի շուկաներ, միայն վերջում թույլ տալ օֆշորային

<sup>11</sup> Տե՛ս IMF Annual report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014, էջ 43:

<sup>12</sup> Այս ինդեքսը հաշվարկվում է ԱՄՀ Արժութային կարգավորումների ու արժութային սահմանափակումների տարեկան զեկույցի (AREAR) 4 երկակի փոփոխականների հիման վրա, որն ավելի բարձր արժեք է ընդունում առավել բաց ռեժիմների դեպքում:

կապիտալի մուտքը երկիր: Ֆինանսական ազատականացումից և կապիտալի միջազգային հոսքերից միայն դրական արդյունքներ քաղելու համար առաջարկվում է նաև բարելավել ներքին ֆինանսական ինստիտուտների գործունեությունը, թեպետ փորձը ցույց է տվել, որ հակառակն առավել իրատեսական է. ինստիտուցիոնալ բարեփոխումները հաջորդում են ֆինանսական ազատականացմանը<sup>13</sup>:

Թվում է՝ ճգնաժամերն ու ֆինանսական վարակումն այն գինն է, որ որոշ երկրներ ստիպված են վճարել համաշխարհային ֆինանսական համակարգին ինտեգրվելու համար:

#### Օգտագործված գրականություն

1. Jos Antonio Ocampo, Joseph Stiglitz, Capital market liberalization and Development, OXFORD, 2008.
2. Furceri D., Guichard S. and Rusticelli E., Episodes of Large Capital Inflows and the Likelihood of Banking and Currency Crises and Sudden Stops, OECD Economics Department, 2011, Working Paper, No. 865.
3. Getting the most out of International Capital flows, OECD Economic Outlook, 2011.
4. IMF Balance of Payment and International Investment Position Statistics.
5. IMF International Financial Statistics.
6. IMF Annual report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014.
7. IMF International Reserves and Foreign Currency Liquidity database
8. Schmukler S., Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries, 2008.
9. Frankel Jeffrey, Proposals regarding restrictions on capital flows. African Finance Journal 1 (May), 1999.
10. Tobin J., Financial Globalization. World Development, 28/6, 2000.
11. Krugman P., Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises. Manuscript, Massachusetts Institute of Technology, 1999.
12. Lina al Khilani, The dynamics of international capital flows and financial crises, International Review of research in Emerging Markets and the Global Economy, Online International Research Journal, 2015, vol. 1, issue 3.
13. Schmukler S., Zoido P., Financial Globalization, Crises and Contagion, 2008.

<sup>13</sup> Տե՛ս **Schmukler S., Zoido P.**, Financial Globalization, Crises and Contagion, 2008, էջ 23, 24:

**АРАКС АБРААМЯН**

Аспирант кафедры Международных  
экономических отношений АГЭУ

**Оценка влияния международных потоков капитала на экономику развивающихся стран.** – Международные потоки капитала способствуют долгосрочному экономическому росту, но не лишены краткосрочных рисков. На мировом уровне долгосрочные положительные результаты видны, когда капитал эффективно распределен, превращаясь из сбережений в странах с ее избытком в инвестиции в странах с недостатком. Тем не менее большие краткосрочные потоки капитала могут дестабилизировать страны, принимающие капитал, и в особенности, экономики стран с развивающимся рынком, что делает их уязвимыми к внешним потрясениям, к притокам горячих денег, к появлению стадного поведения и к перегреву экономики. В случае внезапной остановки или выхода этих потоков, вероятность возникновения кризисов возрастает, в особенности, когда обменный курс национальной валюты фиксированный. Глобальные финансовые потоки определяют негативные эффекты глобализации и требуют государственного регулирования в виде управления потоками капитала или управлением рисками.

**Ключевые слова:** финансовая глобализация, финансовый кризис, ПИИ, валютные курсы, международные резервы, управление потоками капитала.

JEL: F3, E44, G15

**АРАКС АБРАХАМЯН**

Post-graduate at the Chair of  
International Economic Relations at ASUE

**Measuring the Efficiency of International Capital Flows for Developing Countries.** – International capital flows contribute to long-term economic growth of developing economies, but don't lack short-term risks. On the global scale, long-term positive results are recorded when the capital is allocated effectively, turning the savings of the capital in rich countries into investments in those, which lack it. Nevertheless, big capital flows can destabilize the economies of hosting developing countries in the short run, making them vulnerable to external shocks, "hot money" inflows, herding behavior and overheating of the economy. In case of a sudden stop or run of these flows, the probability of financial crises grows, especially when the country doesn't have a freely floating exchange rate regime. In that context international capital flows determine the negative impact of globalization and require government regulation in terms of capital flows management or risk management.

**Key words:** financial globalization, financial crisis, FDI, foreign exchange rates, international reserves, capital flow management.

JEL: F3, E44, G15