

**ՍՈՒՐԵՆ ՊՈՂՈՍՅԱՆ**

*տնտեսագիտության թեկնածու ԵՊՀ միջազգային տնտեսական  
հարաբերությունների ամբիոնի դոցենտ  
Էլ.փոստ՝ surenpoghosyan@mail.ru*

**ՎԱՊԻՏԱԼԻ ՄԻՋԱԶԳԱՅԻՆ ՇՈՒԿԱՅԻ ԱՐԴԻ ԶԱՐԳԱՑՈՒՄՆԵՐԸ**

Տնտեսական և ֆինանսական գլոբալացման դարաշրջանում ֆինանսական շուկաները, այդ թվում կապիտալի շուկան ազգային և համաշխարհային տնտեսությունների ֆինանսական կարիքները սպասարկող ինստիտուտից վերափոխվել է ազգային և համաշխարհային տնտեսական զարգացումները պայմանավորող գլոբալ ուժի և մեխանիզմի: Դրա լավագույն վկայությունը համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնաժամն է, որն իր ազդեցության գլոբալ բնույթի և խորության համար զգալի չափով պարտական է կապիտալի շուկային: Կապիտալի միջազգային շուկայի արդի զարգացումների հետազոտումը թույլ է տալիս բացահայտել կապիտալի գլոբալ շարժի պատճառները, շարժառիթները և միտումները, ազգային տնտեսությունների վրա ազդեցության ուղիները և հնարավոր հետևանքները:

Կապիտալի միջազգային շուկան նվազագույն տրանզակցիոն ծախքերով միջնաժամկետ և երկարաժամկետ ֆինանսական ռեսուրսների միջազգային պահանջարկի ու առաջարկի համապատասխանեցման և ֆինանսական ակտիվների միջազգային առևտրի մեխանիզմ է: Կապիտալի միջազգային շուկայի հիմնական գործառույթներից է երկրների և տարածաշրջանների միջև ֆինանսական ռեսուրսների վերաբաշխումը, միջազգային ակտիվների գների սահմանումը, իրացվելիության ապահովումը, ներդրումային քաղաքականության միջազգային ընդլայնումը և ռիսկերի վերաբաշխումը:

1980-ական թվականների սկզբից համաշխարհային ՀՆԱ-ի համեմատ ֆինանսական շուկաների առաջանցիկ աճը 1990-ին հանգեցրեց ինստիտուցիոնալ և կառուցվածքային լուրջ փոխակերպումների՝ գործընթացների, որոնք ավել կամ պակաս ինտենսիվությամբ շարունակվում են: 2007 թվականին համաշխարհային ֆինանսական ակտիվների ընդհանուր արժեքը հասավ իր բարձրակետին՝ 202 տրլն. դոլար: Գնաժամի հետևանքով այդ ցուցանիշը անկում ապրեց, սակայն արդեն 2010 թ. գերազանցեց 2007 թ. մակարդակը, կազմելով 212 տրլն. դոլար: 2009 թ. համեմատ ավելի քան 11 տրլն. դոլար ավելացումից 6 տրիլիոնը բաժին էր ընկնում բաժնետոմսերի արժեքի աճին, իսկ 4,4 տրիլիոնը պետական պարտքային թղթերի թողարկումներին, գերազանցապես զարգացած երկրներում:

Համաշխարհային ֆոնդային շուկայի զարգացման ազդեցացված ցուցանիշները պատկերացում չեն տալիս ըստ երկրային խմբերի զգալի տարբերությունների մասին: 2010թվականին և նախորդ տասնամյակում բաժնետոմսերի նետոտ-թողարկումների հիմնական մասը բաժին էր ընկնում զարգացող երկրներում:

րին<sup>1</sup>: Ձարգացած երկրների համար բնորոշ էր «ապաբաժնետիրացման» միտումը, երբ հետ զգնված բաժնետոմսերի գումարային արժեքը գերազանցում էր նոր թողարկումների արժեքը, ինչը պայմանավորված էր ընկերությունների ֆինանսական կառուցվածքը փոփոխելու, ճգնաժամային կլանումները և միաձուլումները խթանելու անհրաժեշտությամբ:

Համաշխարհային ֆինանսական շուկայի և դրա գործիքային հատվածների զարգացման մասին պատկերացում են տալիս ֆինանսական խորության (financial depth) հետևյալ ցուցանիշները (աղյուսակ 1):

### Աղյուսակ 1

#### Համաշխարհային ֆինանսական շուկայի և հիմնական գործիքների ֆինանսական խորությունը (% , համաշխարհային ՀՆԱ-ի նկատմամբ)

	1990	1995	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Բաժնետոմսերի շուկայի կապիտալացումը	53	62	101	97	111	121	60	85	91
Պետական և պետականին հավասարեցված պարտքային թղթեր	44	47	45	54	56	56	57	66	69
Ֆինանսական ինստիտուտների պարտքային թղթեր	39	40	54	62	70	76	71	78	71
Ոչ ֆինանսական ինստիտուտների պարտքային թղթեր	10	15	17	15	14	15	14	16	18
Արժեթղթավորված վարկեր	10	11	17	24	28	28	28	28	25
Չարժեթղթավորված վարկեր	106	88	87	82	80	80	79	83	82

Աղյուսակը. հաշվարկված է ըստ McKinsey Global Institute 2008-2011 թթ. տվյալների:

Աղյուսակ 1-ի տվյալների համաձայն 1990-2007թթ. համաշխարհային ֆինանսական շուկայի հիմնական գործիքային հատվածներում, բացառությամբ չարժեթղթավորված վարկերի, գրանցվել է ֆինանսական խորության էական առաջընթաց: Ճգնաժամով պայմանավորված 2008 թ. անկումից հետո, 2009-2010 թթ. շուկան վերականգնեց իր խորությունը, բացառությամբ բաժնետոմսերի շուկայի: Պետական և կորպորատիվ պարտքային թղթերի ծավալների աճը պայմանավորված էր պարտքային ճգնաժամի հաղթահարմանը միտված պարտքի վերակառուցման միջոցառումներով, հատկապես Եվրամիության երկրներում: Իր հերթին արժեթղթավորված վարկերի շուկայի զարգացմանը մեծապես նպաստեցին ՌԵՊՈ վարկերի արժեթղթային ապահովման թույլտվության Եվրոպայի կենտրոնական բանկի և Անգլիայի բանկի որոշումները:

Ֆինանսական շուկայի խորության ցուցանիշը շրջանառության մեջ է դրվել ՎՋՄՔ փորձագետների կողմից, ֆինանսական ռեսուրսներով երկրների խմբերի

<sup>1</sup> Հետազոտության մեջ «զարգացող երկիր» համարվում են ձևավորվող շուկաներով երկրների այն խումբը, որոնք 1990-ական թվականներից լուրջ առաջընթաց են արձանագրել ֆինանսատնտեսական ցուցանիշների առումով: Ձարգացող երկրների առաջատարը BRICS երկրներն են:

ապահովվածությանը նվիրված հետազոտություններում<sup>1</sup>: Ամերիկացի գիտնականներ Ն. Լոյազի և Ռ. Ռանայեյի կարծիքով ֆինանսական շուկայի խորությունը, երկարաժամկետ հատվածում, ավելի մեծ կայունություն է հաղորդում ֆինանսական համակարգին, քանի որ բարձրանում են կապիտալի հոսքերը առանց ակտիվների գների և փոխարժեքի կտրուկ տատանումների սպասարկելու ունակությունը<sup>2</sup>: Աղյուսակ 1-ի տվյալները չեն հաստատում այդ տեսակետը: Չնայած տևական ժամանակահատված ֆինանսական խորության էական զարգացմանը, մասնավորապես ԱՄՆ-ում ավելի քան երկու անգամ, 2007-2009 թթ. արձանագրվեց ակտիվների գների և փոխարժեքների կտրուկ տատանումներ: Ֆինանսական խորությունը, անկասկած, ֆինանսական համակարգի կայունության և ֆինանսական միջնորդության զարգացվածության կարևոր ցուցիչ է, սակայն եթե համաչափվում է իրական տնտեսության զարգացման և ֆինանսական շուկաների կողմից նրա պահանջների բավարարման հետ:

Ֆինանսական շուկաների խորությունը էականորեն տարբերվում է ըստ երկրային խմբերի, երկրների և ֆինանսավորման մոդելների: ԱՄՆ-ի, ճապոնիայի, Արևմտյան Եվրոպայի և այլ զարգացած երկրների շուկաների խորության գործակիցը 4,0 և բարձր է, Չինաստանում՝ 2,8, իսկ ձևավորվող շուկաներով երկրների մեծ մասում 2,0 և ցածր: Բաժնետոմսերի, կորպորատիվ պարտատոմսերի և արժեթղթավորված ակտիվների խոշորագույն շուկան ԱՄՆ-ինն է, իսկ Եվրոպայում և ճապոնիայում գերակշռում են ֆինանսավորման վարկային գործիքները և բանկային ինստիտուտները: ճապոնիայում շուկայի ֆինանսական խորության գրեթե կեսը բաժին է ընկնում պետական պարտատոմսերին, իսկ բանկային փոխառություններով՝ ավելի քան երկու երրորդը (աղյուսակ 2):

*Աղյուսակ 2*

**Երկրների և ռեգիոնների ֆինանսական խորության գործիքային և ամփոփ ցուցանիշները (% , ռեգիոնալ ՀՆԱ-ի նկատմամբ)**

	Բաժնետոմսերի շուկայի կապիտալացում	Պետական արժեթղթեր	Ֆին. ինստ-ի պարտքային արժեթղթեր	Ոչ ֆին. ինստ. պարտքային արժեթղթեր	Արժեթղթավորված վարկեր	Չարժեթղթավորված վարկեր	Ցիս ընդ
ԱՄՆ	119	75	116	31	77	44	462
Ճապոնիա	72	220	31	18	10	106	457
Արևմտյան Եվրոպա	69	72	115	10	15	110	400
Այլ զարգացած երկրներ	152	40	47	20	29	91	388
Չինաստան	97	28	16	10	2	127	280
Հնդկաստան	93	44	7	4	1	60	209

<sup>1</sup> Dimitris K. Christopoulos, Efthymios G. Tsionasb. Financial development and economic growth: evidence from panel unit root and cointegration tests // Journal of Development Economics. Vol. 73 (2004), pp. 55-74.

<sup>2</sup> Norman Loayza, Romain Renciere. Financial Development, Financial Fragility, and Growth / Washington, DC: World Bank. Development Research Group, 2004.

Ասիայի այլ երկրներ	62	34	7	1	10	54	168
Միջին և Մերձ. Արևելք	96	15	5	6	2	66	190
Լատինական Ամերիկա	52	38	20	3	2	27	142
ԱՊՀ և Արևել. Եվրոպա	48	24	6	2	-	62	142

Աղբյուրը. Հաշվարկված է McKinsey Global Institute 2008-2011 թթ. գեկույցների տվյալների հիման վրա:

Վերազգային գործառնությունների և կապիտալի միջազգային շուկայի զարգացումը պահանջեց ֆինանսական խորության հասկացության ընդլայնված մեկնարանություն և համապատասխան ցուցանիշների փոփոխություն: Ֆինանսական խորության ամփոփ (գլոբալ) ինդեքսը (index of financial depth, IFD) ներառում է ոչ միայն ազգային շուկայի ցուցանիշները, այլև երկրի արտաքին ակտիվները և պարտավորությունները, ինչը թույլ է տալիս ավելի լիարժեք պատկերացում կազմել համաշխարհային ֆինանսական համակարգում երկրի ինտեգրացվածության աստիճանի մասին: ԱՄՆ հաշվարկներով վերջին երկու տասնամյակներին գլոբալ ֆինանսական խորության աստիճանի բարձրացումը զգալի չափով տեղի է ունեցել արտաքին ակտիվների և պարտավորությունների հաշվին, որոնց բաժին է ընկել այդ ցուցանիշի հավելաճի շուրջ մեկ երրորդը<sup>1</sup>:

Համաշխարհային ֆինանսական շուկայի ընդարձակման հիմքում կապիտալի վերազգային հոսքերի արագ աճն է և ֆինանսական միասնական տարածքում ազգային շուկաների ինտեգրումը: Գլոբալացումը, ներդրումների և ֆինանսական գործիքների դիվերսիֆիկացումը, կապիտալի շարժի և նորանվճարումների ազատականացումը, ազգային տնտեսությունների և արտաքին տնտեսական կապերի զարգացումը նպաստեցին կապիտալի միջսահմանային հոսքերի կտրուկ ավելացմանը: 1990-ական թվականների սկզբից կապիտալի միջազգային հոսքերը ավելացել են 28-30 անգամ կազմելով համաշխարհային ՀՆԱ-ի շուրջ 15%-ը:

Կապիտալի հիմնական արտահանողները և ներմուծողները զարգացած երկրներն են: Ընդ որում ուղղակի ներդրումային հոսքերի շուրջ 80 տոկոսը իրականացվում է այդ երկրների միջև: Կապիտալ արտահանող տասը խոշորագույն երկրներից ինն այդ խմբին պատկանող երկրներ են, որը պայմանավորված է ավելի տարողունակ շուկայի, որակյալ բանվորական ուժի, զարգացած ֆինանսական ենթակառուցվածքի առավելություններով: ԱՄՆ-ից և ճապոնիայից հետո կապիտալահոսքերի խոշորագույն կենտրոնը Եվրամիությունն է, դրան մեծապես նպաստում է Եվրագոտու ձևավորումը և ներռեգիոնալ ներդրումների կտրուկ աճը: Զարգացած երկրների ներդրումային հոսքերում գերակշռում են վերազգային ընկերությունների կողմից միաձուլումների և կլանումների ձևով իրականացվող ներդրումները: Նոր արդյունաբերական երկրների և ձևավորվող, այդ թվում զարգացող շուկաների, բաժինը կապիտալի միջազգային հոսքերում չի գերազանցում 20%, թեև նկատվում է աճի ակնհայտ միտում<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> IMF Staff Discussion Note, SDN/11/16, October, 19, 2011.

<sup>2</sup> Finance and Development, September 2011, p.57.

Վերջին տասնամյակի ընթացքում կապիտալի վերազգային հոսքերի զգալի մասը բաժին է ընկնում օտարերկրյա արժեթղթերի շուկաների միջոցով ներգրավված միջոցներին: Ընդ որում և՛ զարգացած և՛ զարգացող երկրների ներգրավված վերազգային ռեսուրսների ընդհանուր ծավալում դրանց տեսակարար կշիռը գրեթե նույնն է՝ 71% և 69%: Միաժամանակ այդ միջոցների կառուցվածքը ըստ երկրային խմբերի զգալիորեն տարբերվում է: Չարգացած երկրներում գերակշռում են տարբեր ձևերով պարտքային փոխառությունները (համախառն ծավալի 35%), այնուհետև ուղղակի ներդրումները (21%) և բաժնային արժեթղթերում պորտֆելային ներդրումները (13%): Չարգացող երկրներում միջոցների ավելի քան կեսը բաժին է ընկնում ուղղակի ներդրումներին (53%,) մինչդեռ պորտֆելային ներդրումներին և պարտքային գործիքներին համապատասխանաբար 10% և 8%:

Միջազգային ֆինանսական հոսքերի ավելացմամբ և ազգային շուկաների ֆինանսական փոխկախվածության աճով բնութագրվող ֆինանսական գլոբալացումը, միաժամանակ նպաստում է ճգնաժամային երևույթների արագ զենեացմանը և գլոբալ դրսևորմանը: 1990-ի սկզբից կարելի է առանձնացնել օտարերկրյա ներդրումների ճգնաժամային անկման չորս փուլեր. 1990-1991 թթ., 1997-1998 թթ., 2000-2002 թթ. և 2007-2009 թթ.: Առավել ուժգինը 2007-2009թթ. անկումն էր, երբ օտարերկրյա ներդրումները կրճատվեցին շուրջ 85%՝ 2007 թվականին 10,9 տրլն. դոլարից մինչև 1,6 տրլն. դոլար 2009 թվականին: Գլոբալ ճգնաժամից հսկայական ֆինանսական կորուստներ կրեցին ոչ միայն ձևավորվող շուկաները, այլև զարգացած երկրները՝ բանկային ինստիտուտների սնանկացում, միջսահմանային բանկային վարկավորման կրճատում, կապիտալի ուղղակի և ներդրումային հոսքերի նվազում: Գնաժամի հարուցած ֆինանսական կորուստներին դիմակայելու համար զանգվածային բնույթ ստացավ օտարերկրյա ակտիվների վաճառքը և կապիտալների հայրենադարձումը:

Շարունակվող անկայունությունը և զարգացած երկրներում ներդրումների ցածր եկամտաբերությունը, ներդրողների մոտ որոշակի հետաքրքրություն առաջացրեց զարգացող երկրների արժեթղթերի, հատկապես պարտքային թղթերի նկատմամբ: Կապիտալի միջսահմանային հոսքերը մասամբ վերականգնվեցին 2010 թվականին, մնալով սակայն 1998 թվականի (4,4տրլն. դոլար) մակարդակին<sup>1</sup>:

Վերջին տարիներին կապիտալի միջազգային հոսքերի համար բնութագրական է նաև մեծ տատանողականությունը, ընդ որում զարգացած երկրների միջև ավելի (առանձին տարիներին մինչև 4 տրլն. դոլար), քան զարգացող երկրներում: McKinsey խորհրդատվական ընկերության Գլոբալ հիմնախնդիրների ինստիտուտի գնահատմամբ, միջին տարեկան ցուցանիշներով զարգացած երկրների միջև հոսքերի վալատիությունը շուրջ մեկ հինգերորդով գերազանցում էր զարգացող երկրների ցուցանիշները: Ընդ որում տատանումների մեծ մասը միջսահմանային վարկավորման հետ էր կապված, որը գրեթե չորս անգամ ավելի էր ՕՈՒՆ-ի տատանողականությունից<sup>2</sup>:

<sup>1</sup> UNCTAD, World Investment Report 2011, pp. 64-65.

<sup>2</sup> Debt and Deleveraging: uneven progress on the path to growth / McKinsey Global Institute, January 2012, p.42.

Կապիտալի միջազգային շարժի արդի փուլի համար բնութագրական է նաև զարգացող շուկաներով երկրների որպես միջազգային ներդրողների դերի բարձրացումը: Նախորդ տասնամյակում այդ երկրների ներդրումների բաժինը կապիտալի գլոբալ հոսքերում ավելացել է 6%-ից մինչև 20%: Թեև միջոցների մեծ մասը զարգացած երկրների արժեթղթերում կենտրոնական բանկերի ներդրումներն են, աճում են նաև պետական ներդրումային ֆոնդերի, ընկերությունների, ֆիզիկական անձանց միջազգային ներդրումները: Մասնավորապես 2010 թվականին զարգացող երկրների ՕՈՒՆ կազմել է 327,7 մլրդ. դոլար, ավելի քան երկու անգամ գերազանցելով 2005 թվականի ծավալները: Հատկապես աճել են Չինաստանի (ներառյալ Հոնկոնգի) և Ռուսաստանի օտարերկրյա ներդրումները<sup>1</sup>:

Վճարային հաշվեկշռի խոշոր դեֆիցիտ ունեցող երկրները, որոնց թվում գերակշռում են զարգացած երկրները, կամա թե ակամա, դառնում են կապիտալի նետոտ-ներմուծող երկրներ, ի տարբերություն կապիտալի հաշվի դրական սալդո ունեցող նետոտ-արտահանող երկրների (տես աղյուսակ 3):

### Աղյուսակ 3

#### 2010 թվականին կապիտալի նետոտ-արտահանող և նետոտ-ներմուծող հիմնական երկրները (% ընդհանուրի նկատմամբ)

Նետոտ-արտահանող երկիր	Տեսակարար կշիռը	Նետոտ-ներմուծող երկիր	Տեսակարար կշիռը
Չինաստան	20,1	ԱՄՆ	39,7
Ճապոնիա	12,9	Մեծ Բրիտանիա	6,0
Գերմանիա	12,3	Իտալիա	5,7
Շվեյցարիա	5,5	Իսպանիա	5,4
Ռուսաստան	4,7	Կանադա	4,2
Սաուդյան Արաբիա	4,4	Թուրքիա	4,1
Նիդերլանդներ	3,7	Բրազիլիա	4,0
Նորվեգիա	3,4	Այլ երկրներ	30,9
Սինգապուր	3,3		
Թայվան	2,6		
Քուվեյթ	2,4		
Քաթար	2,1		
Շվեդիա	1,9		
Այլ երկրներ	20,7		

Աղյուսակը. *Global Financial Stability Report, IFM, Statistical Appendix, September 2011.*

2010 թվականին, չնայած նախորդ տարիների նվազ արտահայտված աճին, օտարերկրյա ներդրումների ակտիվները հասան պատմական բարձրակետին՝ 96 տրլն. դոլարի, ինչը գրեթե տասն անգամ գերազանցում էր 1990 թ. մակարդակը: Օտարերկրյա ակտիվների առավել արագ աճող մասը՝ կենտրոնական բանկերի արժուքային պահուստները, 2010 թ. վերջին հասավ 8,7 տրլն. դոլարի (ակտիվների 9%-ը): Ռեկորդային 21 տրլն. դոլար կազմեց արտասահմանյան պարտքա-

<sup>1</sup> UNCTAD, World Investment Report 2011, pp. 188-190.

յին թղթերի ձեռքբերումը ինստիտուցիոնալ և մասնավոր ներդրողների կողմից, գրեթե հավասարվելով ուղղակի ներդրումների մակարդակին: Ճգնաժամային կրճատումից հետո, միջազգային վարկավորման ընդարձակման շնորհիվ, չմարված միջսահմանային վարկավորման ընդհանուր ծավալը վերադարձավ 2007 թվականի մակարդակին՝ 31 տրլն. դոլար<sup>1</sup>: Գլոբալ ակտիվների ավելի, քան 36%-ը ներկայացված է պարտքային թղթերով և բաժնետոմսերում պորտֆելային ներդրումներով, իսկ ուղղակի ներդրումների հաշվառումով ավելի շատ:

2010 թվականին օտարերկրյա ֆինանսական ակտիվների 87%-ը բաժին էր ընկնում զարգացած երկրների ներդրողներին: 2010 թվականի դրությամբ խոշորագույն ներդրողն Ամերիկայի Միացյալ Նահանգներն էր՝ 15,3 տրլն. դոլար օտարերկրյա ակտիվներով, այնուհետև Մեծ Բրիտանիան (10,9 տրլն. դոլար) և Գերմանիան (7,3 տրլն. դոլար):

Այդուսակ 3-ում բերված տվյալներով ճապոնիան կապիտալի նետոտ-արտահանմամբ զիջում է Չինաստանին, սակայն տևական ժամանակ շարունակում է մնալ խոշորագույն վարկատուն աշխարհում, ավելի քան 3 տրլն. դոլար նետոտ-ակտիվներով: Թեև ճապոնիան խոշորագույն պետական պարտք ունեցող երկրներից է (ՅՆԱ-ի 200%-ը,) դրա հիմնական մասը տիրում են ռեզիդենտ բանկերը, ընկերությունները և մասնավոր ներդրողները:

Չինաստանը երկրորդ խոշորագույն վարկատուն է 2,2 տրլն. դոլար արտաքին նետոտ-ակտիվներով: Գերմանիան որպես վարկատու երրորդն է՝ 1,2 տրլն. դոլար ակտիվներով: Թվարկված երկրների վճարային հաշվեկշիռների ընթացիկ հաշիվները ևս պրոֆիցիտային է, առանձին տարիներին կազմելով զգալի մեծություններ:

Աշխարհում խոշորագույն օտարերկրյա զուտ փոխառուն Միացյալ Նահանգներն է, որի պարտավորությունները 3,1 տրլն. դոլարով գերազանցում են ակտիվները: Այդ ցուցանիշի անընդհատ աճը վճարային հաշվեկշռի ընթացիկ հաշվի մշտական դեֆիցիտի հետևանք է, որը ֆինանսավորվում է ամերիկյան արժեթղթերում օտարերկրյա ներդրումների և վարկերի ներգրավման միջոցով: Իսպանիան աշխարհում երկրորդ խոշորագույն օտարերկրյա փոխառուն է 1,3 տրլն. դոլար (ՅՆԱ-ի 91%) նետոտ-պարտքային պարտավորությամբ:

2000 թվականից խնայողությունների բարձր մակարդակ ունեցող զարգացող երկրների օտարերկրյա ակտիվները կրկնակի անգամ արագ են աճել, քան զարգացած երկրների արտաքին ակտիվները: Մի կողմից դա զարգացող երկրների կառավարությունների, ընկերությունների, մասնավոր ներդրողների իրենց պորտֆելների դիվերսիֆիկացման ակտիվ քաղաքականության արդյունք է, մյուս կողմից միջազգային ֆինանսական շուկաներին այդ երկրների խորը ինտեգրման վկայություն: Աճում են նաև ռիսկերը, ինչպես արժույթային կուրսերի տատանումների, այնպես էլ շուկայի խոշոր խաղացողների քաղաքականությունների փոփոխության հետ կապված: Այդ գործոնների բացասական ազդեցության աստիճանը կախված է զարգացող երկրների օտարերկրյա ակտիվների և պարտավորությունների կառուցվածքից, կապիտալի հայրենադարձման հնարավորությունից: Ավելի կայուն են ուղղակի ներդրումների գերակայությամբ պորտֆելները, որոնք

<sup>1</sup> The Bank of England, Financial Stability Paper, No. 12, December 2011, pp. 15-17.

նեցիպիենտ երկրում հետապնդում են երկարատև շահեր, նվազ կայուն՝ պարտքային և պորտֆելային ներդրումներով պորտֆելները:

Կապիտալի միջազգային շուկայում առանձին երկրների ներդրումային գործունեության արդյունքների մասին որոշակի պատկերացում է տալիս այդ երկրների միջազգային ներդրումային դիրքը (աղյուսակ 4):

#### Աղյուսակ 4

##### Ձարգացած, նոր արդյունաբերական և առաջատար զարգացող երկրների միջազգային զուտ ներդրումային դիրքը 2005-2010 թթ. (% ՋՆԱ-ի նկատմամբ)

Երկրներ	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ԱՄՆ	-15,3	-16,4	-12,8	-22,8	-17,2	-17,0
Անգլիա	-20,1	-29,0	-23,0	-7,0	-21,8	-13,7
Ճապոնիա	36,0	42,4	48,5	44,7	56,5	52,5
Գերմանիա	21,1	27,9	26,5	25,0	34,6	37,9
Ֆրանսիա	1,1	1,1	-1,5	-12,9	-9,1	-10,6
Իտալիա	-15,7	-20,6	-24,6	-24,2	-25,8	-24,6
Իսպանիա	-55,6	-65,9	-78,1	-79,3	-94,1	-89,8
Հարավային Կորեա	-20,0	-19,1	-22,0	-7,2	-11,3	-13,2
Հոնկոնգ		273,1	233,6	287,8	344,2	309,3
Սինգապուր		221,3	193,0	158,9	216,5	224,2
Չինաստան	17,8	22,5	32,7	32,5	30,3	29,8
Հնդկաստան	-5,8	-6,2	-5,9	-7,5	-9,4	-12,7
Բրազիլիա	-34,5	-33,3	-36,0	-21,8	-32,3	-30,3
Ռուսաստան	-4,2	-3,8	-11,2	17,9	7,9	1,0
ՉԱՀ	-13,7	-16,2	-23,1	-4,6	-12,4	-16,2
Թուրքիա	-36,3	-38,4	-43,7	-32,3	-42,9	-49,9
Եվրոյի գոտի	-8,6	-11,4	-13,5	-16,7	-16,2	-13,9

Աղբյուրը. OECD/IFM Statistics, 2011.

Աղյուսակ 4-ի տվյալներից դատելով, ըստ զուտ միջազգային ներդրումային դիրքի հարաբերական ցուցանիշի երկրային խմբերի առանձնացումը բավական պայմանական բնույթ է կրում: Ե՛վ զարգացած, և՛ նոր արդյունաբերական, և՛ առաջատար զարգացող երկրներում կան ինչպես խիստ բացասական ներդրումային դիրքով, չափավոր բացասական, այնպես էլ դրական դինամիկայով երկրներ: Դիրքերը առավել հավասարակշռված են նոր արդյունաբերական երկրների խմբում, որտեղ չափավոր բացասական ներդրումային դիրք ունեցող Հարավային Կորեային լրացնում են խիստ դրական դիրք ունեցող Հոնկոնգը և Սինգապուրը:

Ձարգացած երկրների խմբում ՋՆԱ-ի նկատմամբ խիստ բացասական ներդրումային դիրքով առանձնանում են Իսպանիան և Իտալիան, որոնք լուրջ խնդիրներ ունեն պետական պարտքի կառավարման առումով: Եվրոգոտու երկրների մեծ մասին, և՛ տոկոսային և՛ հատկապես ծավալային առումով գերազանցում է ԱՄՆ-ը: 2008-2010 թթ. արտաքին աշխարհի հետ ԱՄՆ-ի բավական բարձր (-19,0%) բացասական ներդրումային մնացորդը, միաժամանակ այդ երկրի նկատմամբ օտարերկրյա ներդրողների բարձր վստահության վկայություն է:



Այդ իրողությամբ պետք է բացատրել արժութային շուկայում, չնայած հսկայական էմիսիայի, ԱՄՆ դոլարի ամուր դիրքերը, ցածր գնաճը և ամերիկյան արժեթղթերի ցածր եկամտաբերության պահպանումը, ինչը բարենպաստ պայմաններ է ստեղծում պետական պարտքի կառավարման համար:

Ջարգացող երկրների խմբում (BRICS+Թուրքիա) համապատասխանաբար -49,9% և -30,3% ցուցանիշներ ունեն Թուրքիան և Բրազիլիան, ընդ որում Թուրքիայի պարագայում ցուցանիշի դինամիկան արտահայտված բացասական է: Սակայն նկատի ունենալով վերջին տարիներին այդ երկրների տպավորիչ տնտեսական ձեռքբերումները, արտաքին ակտիվների և պարտավորությունների, ի մասնավորի կապիտալի արտահոսքի և ներհոսքի նման բացասական հարաբերակցությունը (տե՛ս աղյուսակ 3), կարող է բացատրվել նաև այդ երկրների ներդրումային գրավչությամբ և տնտեսական զարգացման հեռանկարայնությամբ: Նկատենք, որ Թուրքիայի պարագայում չի գործում իսլամական երկրի և զարգացման անհամատեղելիության կամ զարգացման իսլամական մոդելի անհեռանկարայնության թեզը: Ավելին, տնտեսական զարգացման թուրքական մոդելը ուսանելի կարող է լինել նաև Հայաստանի համար:

Ջարգացած և զարգացող երկրների վերջին երկու տասնամյակների միջազգային ներդրումային դիրքի ակտիվների և պարտավորությունների կառուցվածքի ուսումնասիրությունը, թույլ է տալիս սահմանել հիմնական կանոնը. այն ինչ պարտավորություն է զարգացած երկրների համար, միաժամանակ ակտիվ է զարգացող, նախ և առաջ, BRICS խմբի երկրների համար, և հակառակը: Ջարգացած երկրներում պարտավորությունների գերակշիռ մասը ներկայացված են պետական և կորպորատիվ պարտքային թղթերով, ինչպես նաև բանկային վարկերով, մինչդեռ ուղղակի և պորտֆելային ներդրումները շատ ավելի համեստ տեղ են զբաղեցնում: 2010 թվականի դրությամբ զարգացած երկրների արտաքին պարտավորությունների կառուցվածքում ուղղակի ներդրումները 14,9%, իսկ պորտֆելային ներդրումները 13,6% էին կազմում: Դատելով ձևավորվող շուկաներով երկրների պարտավորություններում ուղղակի ներդրումների 46,4% ցուցանիշից (Չինաստանում 63,2%), զարգացած երկրների արտաքին ակտիվների զգալի մասը ներկայացված է ուղղակի ներդրումներով: Նկատենք, որ արժեթղթերի շուկայի թերզարգացվածության պատճառով ձևավորվող շուկաներով երկրներում պորտֆելային ներդրումները չեն գերազանցում 15%-ը կամ ավելի, քան երեք անգամ զիջում են ուղղակի ներդրումներին: Ուղղակի և պորտֆելային ներդրումների հետ կապված արժույթային ռիսկերը համեմատաբար ցածր են, քանի որ գերազանցապես իրականացվում են տվյալ երկրի ազգային արժույթով: 2010 թվականին ձևավորվող շուկաներով երկրների ակտիվների 52,7%-ը (Չինաստանում 69,0%)<sup>1</sup> բաժին էր ընկնում արժույթային պահուստներին, ինչը նրանց կողմից պահուստային ֆոնդերի ձևավորման և ազգային արժույթի փոխարժեքի իջեցմանը միտված արժույթային ինտերվենցիաների ակտիվ քաղաքականության հետևանք է:

2011 թվականին համաշխարհային ֆոնդային կապիտալացման ավելի քան 12% անկումը և 2011-2012 թթ. բազմաթիվ երկրներում ռեցեսիոն միտումների առկայությունը վկայում են, որ համաշխարհային ֆինանսատնտեսական ճգնա-

<sup>1</sup> Finance and Development, December 2011, p. 21.

ժամի բացասական ներուժը չի սպառվել: Մասնավորապես, Ռուսաստանում 2012 թ. սպասվածից ավելի ցածր՝ շուրջ 2% տնտեսական աճը և ըստ երևույթի ավելի ցածր ցուցանիշը 2013 թվականին, ռուսաստանցի շատ վերլուծաբաններ որպես լճացում են բնութագրում: Այնուամենայնիվ, աշխարհի խոշորագույն՝ ԱՄՆ-ի և Չինաստանի տնտեսությունների բարձր կենսունակությունը, վերջին տարիներին ճապոնիայի տնտեսությունում նկատվող դրական միտումները, 2013 թվականի առաջին և երկրորդ եռամսյակներում եվրամիության առաջատար՝ Գերմանիայի և Ֆրանսիայի տնտեսություններում սպասվածից բարձր աճի ցուցանիշները, Պորտուգալիայի և Իսպանիայի բյուջետային լավ արդյունքները լավատեսության որոշակի հույսեր են ներշնչում:

Կիպրոսի բանկային ճգնաժամից և ահագնացող դոլարային էքսպանսիայից դատելով, համաշխարհային ֆինանսատնտեսական, ի մասնավորի ամերիկյան էլիտան, չի բացառում նաև փոքր ֆինանսական ցնցումների և դոլարից համաշխարհային տնտեսության կախվածության չարաշահման միջոցով, հնարավոր մեծ ճգնաժամի կանխման սցենարի ընտրությունը: Համաշխարհային տնտեսության և ֆինանսական շուկաների հետագա զարգացումները զգալի չափով կախված են միջազգային և ռեգիոնալ ֆինանսատնտեսական կազմակերպությունների, առաջատար տնտեսությունների և պարտքային ճգնաժամում հայտնված երկրների համաձայնեցված գործողություններից, կարգավորման նոր գործիքների արդյունավետությունից, ինչպես նաև միջազգային ֆինանսական ինստիտուտների պատասխանատու գործողություններից:

Կապիտալի շուկայի կայացումը շատ ավելի բարդ խնդիր է Հայաստանում, որը ՀՆԱ-ի մոնետարացման, արժեթղթերի կապիտալիզացիայի, վարկեր/ ՀՆԱ հարաբերակցությամբ, ավանդների և վարկերի տոկոսադրույքների սփրեդի և այլ ֆինանսական ցուցանիշներով միայն մեծ վերապահումով կարող է ձևավորվող շուկա համարվել: Մասնավորապես բաժնետոմսերի կապիտալիզացիան չի գերազանցում ՀՆԱ-ի 1,5 %-ը, որը ամենացածր ցուցանիշներից մեկն է աշխարհում: Հայաստանում կապիտալի շուկայի զարգացմանը խոչընդոտող պատճառներից կարելի է առանձնացնել 1) խնդրահարույց խորհրդային ժառանգությունը, 2) 1991-1994 թթ. ֆինանսական ճգնաժամը և կոշտ հակաինֆլյացիոն քաղաքականությունը, 3) ազգային խնայողությունների ցածր մակարդակը և կապիտալի փախուստը, 4) անարդյունավետ սեփականաշնորհումը, 5) պրոբանկային ֆինանսական զարգացման մոդելը, 6) պետական պարտքային շուկայի արտամղման էֆեկտը:

ՀՀ կապիտալի շուկայի արդի նկարագրի հիմնական բնութագրիչներն են.

- թերզարգացված վիճակը,
- կառուցվածքային անհամամասնությունները, մասնավորապես փոխառվական կապիտալի շուկայի ակնհայտ գերակայությունը,
- կապիտալի շուկայի արժեթղթային հատվածում պետական պարտատոմսերի շուկայի դոմինանտ կարգավիճակը,
- «երկար փողերի» նկատմամբ սակավ և ոչ որակյալ պահանջարկը,
- գերազանցապես առևտրային բանկերի կողմից միջնորդության իրականացումը:

Նման բնութագրիչներով կապիտալի շուկան չի կարող լուրջ գործընկեր լինել միջազգային շուկաների և ինստիտուտների համար: Պատահական չէ, որ գլոբալ ֆինանսական ճգնաժամը իր իրացվելիության և պարտքային փուլերով,

զգալի բացասական ազդեցություն չունեցավ ՀՀ ֆինանսական շուկաների և ինստիտուտների վրա: Հասկանալի է սակայն, որ ճգնաժամի տիրույթում թերզարգացվածության առավելությունը, լուրջ թերություն է դառնում ոչ ճգնաժամային ժամանակաշրջանում, քանի որ տնտեսությունը զրկվում է «երկար փողեր» ձևավորելու և իրական ներդրումների ձևով վերաբաշխելու ներքին ֆինանսական մեխանիզմից:

ՀՀ կապիտալի շուկայի կայացման և զարգացման համար լուրջ խթան կարող է լինել պարտադիր կուտակային կենսաթոշակային համակարգի ներդրումը, երկարաժամկետ ներդրումային հորիզոն ունեցող կենսաթոշակային ֆոնդերի ակտիվների պորտֆելների ձևավորումը: Կենսաթոշակային բարեփոխումների հաջողությունը զգալի չափով կախված է երկրի քաղաքական և տնտեսական զարգացումներից, միջազգային շուկաների կայունությունից, Մաքսային միության հեռանկարից, տնտեսության արդիականացումից, շահառուների սպասումներից, և բնականաբար կառավարիչ ֆիրմաների գործունեության արդյունավետությունից:

## ԱՄՓՈՓՈՒՄ

Հոդվածում վերլուծվում են կապիտալի միջազգային շուկայի արդի զարգացումները, հիմնական ուշադրությունը հատկացնելով հետճգնաժամային զարգացման միտումներին: Կապիտալի միջազգային շուկայի վերլուծությունը իրականացվել է առանձնացնելով ուղղակի և պորտֆելային հոսքերը: Որպես կապիտալի միջազգային շուկայի հիմնական սուբյեկտներ դիտարկվել են զարգացած երկրները և տնտեսական զարգացման տպավորիչ արդյունքներ գրանցած զարգացող երկրները՝ Չինաստանի գլխավորությամբ:

## АННОТАЦИЯ

### ПОГОСЯН С. О. – СОВРЕМЕННЫЕ ТЕНДЕНЦИИ РАЗВИТИЯ МЕЖДУНАРОДНОГО РЫНКА КАПИТАЛА

В статье анализируются современные тенденции развития международного рынка капитала, основное внимание уделяя посткризисным тенденциям развития. Анализ международного рынка капитала проводится на основе разграничения прямых и портфельных потоков. В качестве основных субъектов международного рынка капитала рассмотрены развитые страны и продемонстрировавшие впечатляющие результаты экономического развития развивающиеся страны, во главе с Китаем,.

## SUMMARY

### POGHOSYAN S. H. – RECENT DEVELOPMENTS OF THE INTERNATIONAL CAPITAL MARKET

In the article the recent developments of the international capital market are analyzed paying much attention to the trends of the post-crisis development. The analysis of the international capital market is implemented separating the direct and portfolio flows. Developed countries and developing countries wich made spectacular results in the economic development headed by China are considered as the main subjects of the international capital market.