

կանում չէին կարող, այդ իսկ պատճառով հավելվածի ձևով ներկայացրել են «Համաշխարհային տնտեսության տեսլականի» հիմնական ցուցանիշները, որոնք այդ ոլորտում տեսական եւ հետազոտական աշխատանքներով զբաղվողների կարող են ծառայել որպես վիճակագրական ցուցանիշների հսկայական բազա:

Համաշխարհային տնտեսության միտումների բացահայտման համատեքստում հեղինակներն առավել խորությամբ փորձել են բացահայտել ՀՀ մակրոտնտեսական հիմնական ցուցանիշների փոփոխության միտումները 2000-09թթ.: Այս ցուցանիշների ուսումնասիրությունն առավել խորությամբ է քննարկվել 2008թ. հուլիսից մինչև 2009թ. տարեվերջ ընկած ժամանակահատվածը, եւ ցուցանիշներն ուսումնասիրվել են ամսական կտրվածքով ու, նպատակ ունենալով բացահայտել տնտեսական ճգնաժամի պայմաններում անկման միջակայքը, տնտեսության անկման ստորին կետերն ու տնտեսության վերականգնման նախնական փուլը: Այս հարցի ուսումնասիրության առանձնահատկությունն այն է, որ կան տնտեսական ընդհանուր միտումների բանաձեւային բացահայտումներ, եռամսյակային եւ ամսական կտրվածքով վերլուծություններ, ինչպես նաեւ վերլուծություններն ընդգրկում են ազգային հաշիվների համակարգի մակրոտնտեսական հիմնական ցուցանիշները:

Երրորդ գլխի շրջանակներում համադրական վերլուծվել են ԱՊՀ երկրների զարգացման միտումները՝ հիմնականում շեշտը դնելով տնտեսության իրական հատվածում տեղ գտած տեղաշարժերի վրա: Առանձին հարցով հեղինակներն անդրադարձել են նաեւ ՀՀ ֆինանսական համակարգի հիմնական ցուցանիշների փոփոխության միտումներին 2000-09թթ.:

Վերջում ամփոփ ներկայացվել են Հայաստանի եւ աշխարհի մի շարք երկրների մակրոտնտեսական ցուցանիշների փոխառնչությունները՝ դրանք քննարկելով եւ՝ տնտեսությունների զարգացման, եւ՝ կանխատեսումների համատեքստում: Հետաքրքիր երկու կատեգորիաներ են բացահայտում հեղինակները, այն է՝ «հակադարձ տնտեսական քաղաքականությունների բացասական ազդեցությունը» եւ «կոմպլեմենտար տնտեսական քաղաքականության անհրաժեշտությունը», որոնք, կարծում ենք, յուրահատուկ ըմբռնումներ են տնտեսական համահունչ քաղաքականությունն ունենալու ասպարեզում:

Լոգարիթմական եւ գծային միտումների մաթեմատիկական գործիքակազմի կիրառության միջոցով փորձ է արվել նաեւ կանխատեսել ՀՀ տնտեսության սցենարային զարգացումները մինչև 2013թ., բացահայտումների թվին է պատկանում նաեւ ՀՆԱ-ի հնարավոր կամ ներուժային աճի բանաձեւի բացահայտումը, ըստ որի՝ ՀՀ տնտեսական աճի հնարավորություններն առաջիկա տարիներին կլինեն 6%-ին մոտ միջակայքում: Բավական մեծ հետաքրքրություն են ներկայացնում նաեւ վարկերի, ավանդների, ՊԿՊ-ների տոկոսադրույթների, ինչպես նաեւ պետական բյուջեի պակասորդի համադրական եւ տրամաբանական փոխկապակցված վերլուծությունները:

«ՀՀ մակրոտնտեսական ցուցանիշների կանխատեսման միտումները եւ տնտեսության զարգացման գերակայությունները» հարցի շրջանակներում հեղինակները ներկայացնում են արդեն 2010թ. հունվար ամսվա դրությամբ կրճատված միջազգային հիմնադրամի ու Վերակառուցման եւ զարգացման եվրոպական բանկի թարմացված կանխատեսումները, այնուհետ այդ համատեքստում ամփոփ ներկայացնում են այն հետևություններն ու առաջարկները, որոնք կարող են ֆինանսատնտեսական ճգնաժամի դեմ պայքարի պայմաններում արժեքավոր ուղեցիկների դեր կատարել:

**Սերգեյ
ՂԱԶԱՐՅԱՆ**
**Տնտեսագիտության
դոկտոր, պրոֆեսոր,
ՀՀ բարձրագույն դպրոցի
վաստակավոր գործիչ**

Ս ouseй видимости, у нас у всех выработалось интуитивное представление о том, что цены на дома будут только расти. Люди настолько уверены в этом, что не хотят слушать экономистов, утверждающих обратное. Но вразумительно объяснить свою позицию никто не в состоянии: обычно принято говорить, что земли больше не становится, цены на недвижимость росли всегда, а демографический и экономический рост неизбежно подталкивают цены вверх. Эти аргументы в высшей степени несостоятельны.

Люди не всегда думают так, особенно если цены на недвижимость в течение нескольких лет или десятилетий не меняются. Но, когда цены быстро растут, история про прямую связь между ценами на недвижимость, ростом населения и экономики обречена на популярность.

Все эти привлекательные аргументы сопровождают историю про бумы, поддерживая эти самые бумы. Заразность довода о постоянно растущих ценах на недвижимость увеличивается за счет интуитивной убежденности в его верности.

Эксперименты показали, что интуиция может искажать восприятие даже самых элементарных физических явлений. В 1980 г. психолог Майкл Мак-Клоски с коллегами показали группе старшекурсников тонкую кривую металлическую трубу и спросили, по какой траектории полетит металлический шар, выпущенный из этой трубы с большой скоростью. Почти половина (49%) студентов, не изучавших физику, сказали, что шар продолжит кривую, описываемую трубой. Такому же заблуждению были подвержены и 19% тех, кто прослушал курс физики.

Казалось бы, такой элементарный принцип физики, как склонность объектов двигаться по прямой, должен был быть усвоен из повседневного опыта. Почему же тогда многие допустили эту ошибку? Более того, студенты пытались объяснить свои заблуждения в рамках логики теории импульса, сформулированной в XIV веке ученым Жаком Буриданом [1]. Возможно на них, как и на средневекового ученого, повлиял опыт из реальной жизни, но какой именно, Мак-Клоски и коллеги так и не смогли выяснить.

Похоже, люди так же странно и необъяснимо прогнозируют цены на недвижимость. Соблазнительно думать, что цены всегда будут расти и что вложения в недвижимость – лучший вид инвестиций. Однако такая точка зрения не всегда считается верной.

Отчасти впечатление, что дома – прекрасная инвестиция, обусловлено денежной иллюзией [2]. Люди склонны помнить, сколько они заплатили за дом, даже если это произошло пятьдесят лет назад. Но они забывают о ценах на другие товары той поры. Если сегодня кто-то говорит, что заплатил за свой дом \$12000, когда вернулся со Второй мировой, создается впечатление, что это было невероятно прибыльное вложение денег. Но ведь с тех пор потребительские цены выросли десятикратно, притом что реальная цена дома за это время, возможно, лишь удвоилась, так что росла всего на 1,5% в год.

Из вышесказанного следует: за редким исключением нет рациональных оснований думать, что недвижимость в целом – хороший объект инвестиций. Тем не менее людям, похоже, доставляет удовольствие думать, что, поскольку земля – ресурс конечный, цены на недвижимость со временем обязательно вырастут. Сама по себе склонность так думать – еще не повод для того, чтобы действовать. Взрывное распространение этих представлений в начале XXI века – это и есть история про бум.

На протяжении нескольких лет – с конца 1990-х по 2006 г. – цены на жилье резко росли, особенно в Бостоне, Лас-Вегасе, Лос-Анджелесе, Майами и Вашингтоне [3]. Этот пузырь на рынке жилой недвижимости был связан

со значительным увеличением объемов высокорискового ипотечного кредитования – с 5% до примерно 20% ипотечного рынка, т. е. до \$625 миллиардов [4].

В этой сфере бизнеса отсутствовало надлежащее регулирование. Высокорисковые кредиты пришли на смену государственным программам Федерального управления жилищного строительства и Управления по делам ветеранов, по которым получали ссуды заемщики с низким уровнем доходов. Под воздействием свойственной эпохе Рейгана веры в безграничную эффективность частного рынка, эти государственные программы, которые очень четко регулировались и защищали права домовладельцев, постепенно сворачивались, а частным компаниям, предлагавшим те же услуги только под высокий процент или с плавающей процентной ставкой был дан зеленый свет [5].

К сожалению, многие компании, занимающиеся высокорисковым кредитованием, предлагали условия, не подходящие для заемщиков. Они открыто и активно рекламировали свои изначально невысокие ежемесячные выплаты, нередко скрывая последующее повышение ссудного процента. Им удавалось разместить свои кредиты в том числе среди самых незащищенных, малообразованных и плохо информированных слоев населения.

Как правило, организаторы подобных ссуд сами не верили в свой продукт и хотели как можно быстрее сбыть его с рук. Это, в свою очередь, стало возможным благодаря происходящим в это же время изменениям в порядке формирования ипотеки и владения закладными. В прежние времена тот, кто выдавал ипотечный заем, например ссудно-сберегательные ассоциации (ССА), и был владельцем закладной. Но теперь кредиторы по ипотеке – будь то ипотечные брокеры, банки или иные сберегательные учреждения – оставляли закладные в своей собственности лишь в редких случаях. Закладные стали продаваться; более того, выплаты по ним частенько объединялись и продавались на бирже “внарезку”. Финансовые рынки открыли для себя возможность продавать закладные по частям – точно так же, как когда-то смекалистые владельцы продуктовых магазинов обнаружили, что можно распродавать курицу по частям. В итоге заимодавцами, и, как правило, не видящими никакого смысла в том, чтобы выяснять качество каждой закладной в своем портфеле. Все прибыли и убытки они разделяют с большим количеством других покупателей.

Но если ипотечные закладные или, по крайней мере, высокорисковые транши крайне ненадежны, возникает законный вопрос: зачем, собственно, их покупать? Оказы-

вается, стоило собрать закладные в пакеты, как произошло финансовое чудо. Пакеты получили одобрение рейтинговых агентств, причем высокорисковые были оценены наиболее высоко – у 80% из них рейтинг был на уровне AAA, а у 95% - А и выше. Благодаря этому их покупатели холдинговые компании, банки, инвестиционные фонды, работающие на денежном рынке, страховые компании, иногда даже депозитарные банки, которые и не притронулись бы к таким закладным, если бы их продавали по отдельности.

Согласно Чарльзу Каломирису, рейтинговые агентства смогли проделать этот трюк с помощью двух приемов. Они оценивали риск дефолта этих ценных бумаг – приблизительно в 6%, опираясь на данные периода, когда цены на жилую недвижимость быстро росли. Хотя и тогда этот показатель был выше – от 10% до 20% [6].

Ничто не заставляло покупателей этих бросовых пакетов с высокими рейтингами повнимательнее присмотреться к ним. Приобретая высокорисковые и высокодоходные закладные, они просто стремились добиться большой текущей прибыли [7]. А чтобы усомниться в верности рейтинга AAA, нужно быть весьма искушенным человеком. Те же, кто формировал эти бросовые пакеты, стремились, естественно, получить свои комиссионные. И никто не хотел брать на себя ответственность и прекратить эту игру. Если бы кто-то из оценщиков дал менее благоприятный рейтинг, “фасовщики” закладных просто обратились бы к другому. Таким образом, установилось экономическое равновесие, включавшее в себя всю цепочку: покупателей недвижимости; организации, выдающие ипотечные кредиты; компании преобразующие эти активы в ценные бумаги на основе закладных. У каждого из них были свои мотивы. Однако и те, кто стоял в начале цепочки, т. е. брал ипотеку для покупки дома, явно превосходящего их финансовые возможности, и те, кто оказывался окончательным держателем таких бумаг, тоже оказались покупателями современной версии “чудодейственного эликсира”.

Рынки недвижимости почти столь же переменчивы, как фондовые рынки. На рынках земель сельскохозяйственного назначения, коммерческой недвижимости, жилых домов неоднократно возникали колоссальные пузыри. Такого рода события, в особенности грандиозный пузырь на рынке жилья в начале XXI века, вызваны проявлениями иррационального начала, которое отражается и на других отраслях экономики.

По какой-то причине в конце 1990-х и в начале 2000-х представление о том, что дома и квартиры – великоле-

ВОЗНИКНОВЕНИЕ МИРОВОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО КРИЗИСА КАК СЛЕДСТВИЕ ИПОТЕЧНОГО КРИЗИСА В США

Тема диссертации:

***Поведенческая экономика в действии:
источники кризиса на рынке
недвижимости РА***

Научный руководитель:

***Армен ДАРБИНЯН
Доктор, профессор
экономических наук***

***Гурген
ПОГОСЯН
Аспирант
Российско-
Армянского
(Славянского)
Университета***



ный объект вложения средств, овладело умами населения США и многих других стран. Цены взлетели, воцарился всеобщий ажиотаж по поводу инвестиций в этот рынок. Иррациональное начало в действии можно было наблюдать повсеместно.

Это был величайший взлет цен на недвижимость в истории США. Начавшись в конце 1990-х, он завершился в 2006 г., и за это время цены почти удвоились [8]. Этот феноменальный бум способствовал росту мировой экономики и фондовых рынков, но привел к величайшему с 1930-х кризису недвижимости получившему название "кризиса высокорисковых ипотечных кредитов", а также к глобальной финансовой рецессии.

Финансовый кризис начавшийся в США и ставший уже мировым привел к кредитным убыткам, списаниям долгов, шокам ликвидности, обесценению имущества и сокращению в реальном секторе экономики. Масштабы и глубина последствий кризиса отличаются в разных государствах, в том числе и в странах СНГ. Среди важных факторов, определяющих вектор влияния мирового кризиса на экономику той или иной страны, - национальная модель реформ, темпы либерализации экономики, структура экспорта. Мировой кризис, взбудоражил финансовые системы мира и поднял как новые, так и старые вопросы развития и регулирования финансового сектора и рынка ценных бумаг.

Согласно докладу Международного валютного фонда (МВФ) в мире самые негативные социально-экономические перемены ожидаются в большинстве стран СНГ¹. Это станет следствием сразу трех сильных шоков: финансовых потрясений, резко ограничивших доступ к внешнему финансированию, падения спроса на товары и услуги в странах с развитой экономикой, снижения цен на сырьевые товары. Начало кризиса совпало с сокращением экспорта и падением цен на товары в развитых странах, что добавило давления на страны СНГ с открытым банковским сектором и способствовало сокращению товарного экспорта таких стран, как Россия, Азербайджан и Украина. На остальные страны СНГ, такие как Киргизия, Таджикистан и Узбекистан, кризис окажет влияние опосредованно через сокращение частных трансфертов мигрантов в России. Среди стран СНГ Узбекистан имеет наиболее высокий показатель роста ВВП и промышленного производства: 108.1% и 109.0% соответственно². Положительные темпы роста ВВП в 2009 году удалось также сохранить Азербайджану (109.3%), Казахстану (101.0%), Кыргызстану (102.3%), Таджикистану (103.4%) и Беларуси (100.2%), тогда как наиболее низкий показатель темпа роста ВВП у Армении (85,6%) и Украины (84.1%)³. Украина, наряду с Молдовой также демонстрируют самые низкие показатели по промышленному производству: -21,9% и -22.2% соответственно. По темпу роста инфляции самые низкие показатели были отмечены в Беларуси (113.0%) и Украине (115.9%).

Несмотря на то, что кризис не коснулся непосредственно Армянского фондового рынка, вследствие его неликвидности и неинтегрированности в мировую финансовую систему, однако влияние мирового экономического кризиса сказалось на сырьевой отрасли Армении. В целом, можно выделить следующие направления воздействия кризиса на экономику Армении:

- Понизились мировые цены на добываемые в стране и экспортируемые медь и молибден, сократились объемы алмазной отрасли, что сказалось не только на сокращении экспорта и соответственно доходов экспортеров, но и на работниках заводов, попавших под сокращения или приостановку производства.

- Падение цен на рынке недвижимости, который достаточно интенсивно развивался в докризисный период, и как следствие, многочисленные незавершенные строительные проекты и увеличение безработицы. Это в свою очередь привело к приостановлению ипотечного кредитования и кредитования строительства со стороны банковской системы.

- Сокращение трансфертов из-за рубежа: согласно данным ЦБ РА, приток частных трансфертов в Армению сократился на 25% в период с января 2009 г. по январь 2010 г., достигнув своего минимального значения за последние три года⁴.

Антикризисное регулирование в странах СНГ. Наиболее проработанной и доступной антикризисной программой среди стран СНГ является программа **Казахстана**,

Литература

1. McCloskey Michael, Alfonso Caramazza, and Bert Green, 1980, *Curvilinear Motion in the Absence of External Forces: Naive Beliefs about the Motion of Objects*, *Science* 210 (4474): 1139-1141.
2. Brunnermeier Markus K. and Christian Julliard, 2006, *Money Illusion and Housing Frenzies*, *National Bureau of Economic Research Working Paper 12810, December*.
3. Case Karl E. and Robert J. Shiller, 2003, *Is There a Bubble in the Housing Market?*, *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 299-362.
4. Mason Joseph R. and Josh Rosner, 2007, *How Resilient are Mortgage Backed Securities to Collateralized Debt Obligation Market Disruptions?*, *Hudson Institute*.
5. Shiller Robert J., 2008, *The Subprime Solution: How Today's Global Financial Crisis Happened, and What to Do about It*, *Princeton University Press, Princeton, New York*.
6. Calomiris Charles W., 2008, *The Subprime Turmoil: What's Old, What's New and What's Next*, P 19, *Paper prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Maintaining Stability in a Changing Financial System, Jackson Hole, Wyoming*.
7. Kashyap Anil K., Raghuram G. Rajan, and Jeremy C. Stein, 2008, *Rethinking Capital Regulation*, P 9, *Paper prepared for the Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, Maintaining Stability in a Changing Financial System, Jackson Hole, Wyoming*.
8. Case Karl E., 2008, *The Central Role of House Prices in the Current Financial Crisis: How Will the Market Clear?*, P 4, *Paper prepared for the Brookings Panel on Economic Activity, Washington, D. C.*