

# Պորտֆելի հաշվեկշռման մոդել

Պորտֆելի հաշվեկշռման մոդելը բաց տնտեսության համար հեղինակել են Մաքքինոնը և Բրենսոնը: Մոդելի էական առանձնահատկությունն այն է, որ տեղական և արտերկրյա պարտատոմսերը կատարյալ փոխարինիչներ չեն համարվում:

Ե՛վ Ֆրենկելի ձևով գների, և՛ Դորնբուշի կաշուն գների մոնետար մոդելներում համարվում էր, որ տեղական և արտերկրյա պարտատոմսերը կատարյալ փոխարինիչներ են, այսինքն՝ ունեն ռիսկի միևնույն բնութագիրը և տարբերվում են սոսկ գնանշման արժույթով: Արդյունքում՝ այդ մոդելներում տոկոսադրույքների համարժեքությունը մշտապես տեղի ունեւ:

Պորտֆելի հաշվեկշռման մոդելում, սակայն, տոկոսադրույքների համարժեքությունը ճշգտրվում է ռիսկի հավելավճարի չափով.

$$r - r^* = \delta + \rho$$

որտեղ  $\rho$  ռիսկի հավելավճարն է:

Մոդելում համարվում է, որ փոխարժեքի փոփոխության սպասումները ստատիկ են.

$$\delta = 0$$

Տնտեսությունը փոքր բաց է: Այսինքն՝ երկրի համար մնացյալ աշխարհի պարամետրերը տրված են: Բացի այդ, երկրի քաղաքականությունը մնացյալ աշխարհի քաղաքականության փոփոխության (պատասխան արձագանքի) չի հանգեցնում:

Մոդելում առկա են երեք ակտիվներ՝ փողը ( $M$ ), տեղական պարտատոմսերը ( $B$ ) և արտերկրյա պարտատոմսերը ( $F$ ): Տեղական պարտատոմսերը գնանշված են ազգային արժույթով, արտերկրյա պարտատոմսերը՝ արտարժույթով:

Տեղական ներդրողները կարող են տնօրինել և՛ տեղական, և՛ արտերկրյա պարտատոմսեր: Համարում ենք, որ օտարերկրյա ներդրողները տեղական պարտատոմսեր չեն տնօրինում:

Տեղական պարտատոմսերը տնօրինում են մասնավոր ներդրողները ( $B_{ij}$ ) և կենտրոնական բանկը ( $B_{cp}$ ).

$$B = B_{ij} + B_{cp}$$

Նմանապես, արտերկրյա պարտատոմսերը տնօրինում են մասնավոր ներդրողները ( $F_{ij}$ ) և կենտրոնական բանկը ( $F_{cp}$ ).

$$F = F_{ij} + F_{cp}$$

Փողի առաջարկը (փողի բազա) կազմված է կ<sup>Բ</sup> տնօրինած տեղական և արտերկրյա պարտատոմսերից.

$$M = B_{cp} + SF_{cp}$$

որտեղ  $S$  փոխարժեքն է:

Համախառն մասնավոր ֆինանսական հարստությունը՝  $W$ , բաղկացած է.

$$W = M + B_{ij} + SF_{ij}$$

Վերջինից և մոնետար բազայի հավասարումից հետևում է.

$$W = B_{լր} + SF_{լր} + B_{ւ} + SF_{ւ} = B + SF$$

Դրանով իսկ՝ համախառն մասնավոր ֆինանսական հարստությունը հավասար է մասնավոր հատվածի և ԿԲ-ի տնօրինած տեղական ու արտերկրյա պարտատոմսերի հանրագումարին:

Երեք ակտիվների նկատմամբ պահանջարկը կախված է տեղական տոկոսադրույքից ( $r$ ), փոխարժեքի փոփոխության ակնկալվող դրույքից ( $\dot{S}$ ) և հարստությունից ( $W$ ):

$$M = m(r, \dot{S}, W) \quad m_r < 0, \quad m_{\dot{S}} < 0, \quad m_W > 0,$$

$$B_{ւ} = b(r, \dot{S}, W) \quad b_r > 0, \quad b_{\dot{S}} < 0, \quad b_W > 0,$$

$$SF_{ւ} = f(r, \dot{S}, W) \quad f_r < 0, \quad f_{\dot{S}} > 0, \quad f_W > 0,$$

Հավասարակշռության պայմանները դուրս բերելու համար ընդհանուր դիֆերենցենք.

$$dM = m_r dr + m_{\dot{S}} d\dot{S} + m_W dW$$

$$dB_{ւ} = b_r dr + b_{\dot{S}} d\dot{S} + b_W dW$$

$$dSF_{ւ} = f_r dr + f_{\dot{S}} d\dot{S} + f_W dW = S dF_{ւ} + F_{ւ} d\dot{S}$$

$$dW = dM + dB_{ւ} + S dF_{ւ} + F_{ւ} d\dot{S}$$

Ըստ մոդելի նախապայմանի՝ քանի որ փոխարժեքի սպասումները ստատիկ են,  $d\dot{S} = 0$ :

Երբ երեք ակտիվի շուկաները հավասարակշռված են, ապա  $dM = 0$ ,  $dB_{ւ} = 0$ ,  $dF_{ւ} = 0$ : Հետևաբար.

$$m_r dr + m_W dW = 0$$

$$b_r dr + b_W dW = 0$$

$$f_r dr + f_W dW = F_{ւ} d\dot{S}$$

$$dW = F_{ւ} d\dot{S}$$

Վերոնշյալից հետևում է, որ  $r \leftrightarrow S$  (տոկոսադրույք-փոխարժեք) տարածությունում հավասարակշռության պայմաններն են.

$$\frac{dr}{dS} = -\frac{m_W}{m_r} F_{ւ} > 0 \quad \text{փողի շուկա}$$

$$\frac{dr}{dS} = -\frac{b_W}{b_r} F_{ւ} < 0 \quad \text{տեղական պարտատոմսերի շուկա}$$

$$\frac{dr}{dS} = \frac{1 - f_W}{f_r} F_U < 0 \text{ արտերկրյա պարտատոմսի շուկա}$$

Քանի որ հարստության հավելածը կարող է բաշխվել միայն երեք ակտիվների միջև, ապա

$$dW = m_W dW + b_W dW + f_W dW$$

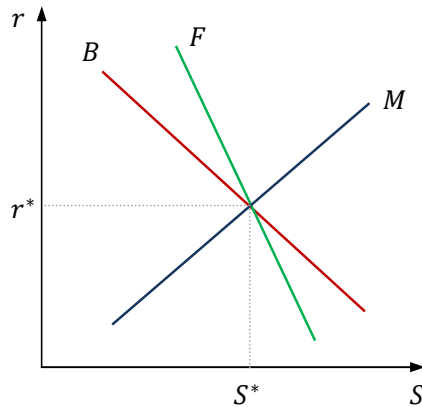
$$m_W + b_W + f_W = 1$$

Այսինքն՝  $f_W < 1$ , ինչից հետևում է՝  $1 - f_W > 0$ : Ահա թե ինչու  $dr/dS < 0$ :

Երեք ակտիվների հավասարակշռությունը բնութագրող գրաֆիկները պատկերել ենք գծ. 1-ում:

**Գծապատկեր 1:**

Ընդհանուր հավասարակշռությունը Պորտֆելի հաշվեկշռման մոդելում



B-ի գրաֆիկը նվազ ուղղաձիգ է, քան F-ը, քանի որ համարում ենք, որ տեղական պարտատոմսերի պահանջարկն ավելի առաձգական է տեղական տոկոսադրույքի փոփոխության նկատմամբ, քան արտերկրյա պարտատոմսերի պահանջարկը:

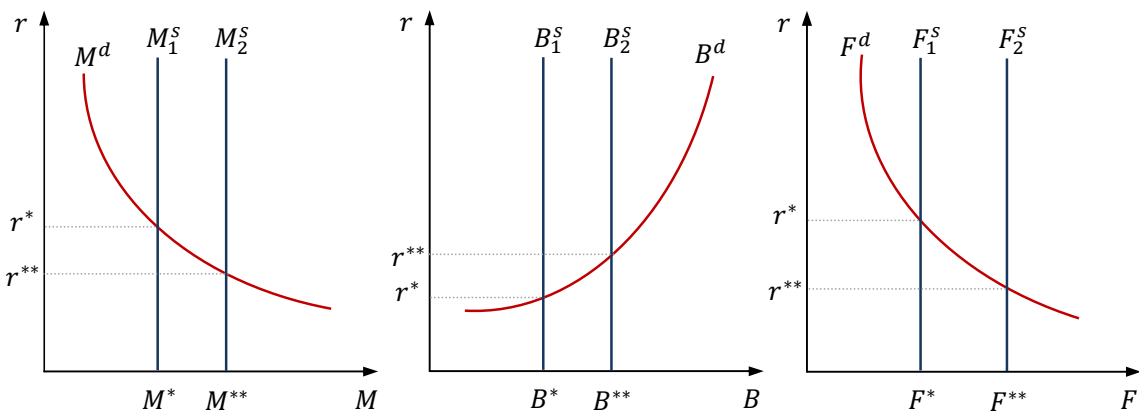
**Մոնետար ընդլայնման ազդեցությունը**

Վերլուծենք մոնետար ընդլայնման կարճաժամկետ ազդեցությունը փոխարժեքի և տոկոսադրույքի վրա: Կդիտարկենք քաղաքականության երեք գործիք՝ բաց շուկայի գործարքներ, արտարժույթային գործարքներ (արտարժույթային ներխուժում) և ստերիլացված արտարժույթային գործարքներ:

Քանի որ  $m_r < 0$ ,  $b_r > 0$ ,  $f_r < 0$ , ապա տոկոսադրույքից կախվածության առումով փողի պահանջարկի և արտերկրյա պարտատոմսերի պահանջարկի գրաֆիկները վարընթաց են, իսկ տեղական պարտատոմսերի պահանջարկի գրաֆիկը վերընթաց է (գծ. 2): Հետևաբար՝ փողի առաջարկի աճի և արտերկրյա պարտատոմսերի առաջարկի աճի դեպքում տոկոսադրույքը նվազում է, իսկ տեղական պարտատոմսերի առաջարկի աճի դեպքում տոկոսադրույքն աճում է:

**Գծապատկեր 2:**

Անկտիվների առաջարկի ընդլայնման ազդեցությունը տոկոսադրույքի վրա



Բաց շուկայի գործարքներ

Բաց շուկայի գործարքների դեպքում ԿԲ գնում կամ վաճառում է տեղական պարտատոմսեր:

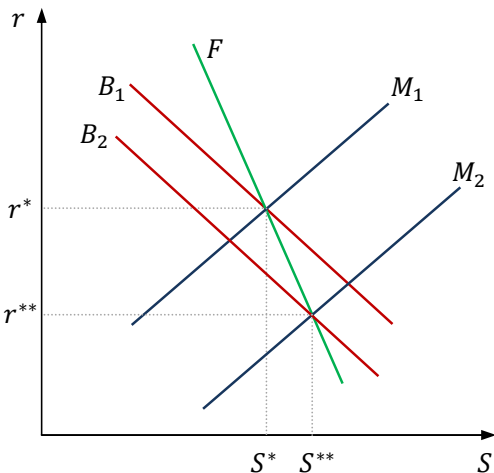
Դիցուք՝ ԿԲ իրագործում է ընդլայնող բաց շուկայի գործարքներ, այսինքն՝ մասնավոր հատվածից գնում է տեղական պարտատոմսեր և դրանով իսկ՝ ընդլայնում է դրամական բազան.

$$dM = -dB_{\text{վ}} = dB_{\text{դր}}$$

Փողի առաջարկի աճի արդյունքում տոկոսադրույքը, ինչպես պարզեցինք, նվազում է, ուստի՝  $r \leftrightarrow S$  (տոկոսադրույք-փոխարժեք) տարածությունում  $M$  ուղիղը տեղաշարժվում է աջ (գծ. 3):

**Գծապատկեր 3:**

Ընդլայնող բաց շուկայի գործարքների ազդեցությունը



Միևնույն ժամանակ, մասնավոր հատվածի տնօրինած տեղական պարտատոմսերի առաջարկի նվազման հետևանքով տոկոսադրույքը նվազում է, ուստի՝ գծ. 3-ում B ուղիղը տեղաշարժվում է ձախ:

Տոկոսադրույքի անկմանը զուգահեռ տեղի է ունենում ազգային արժույթի արժեզրկում: Արժեզրկումը հետևանք է նրա, որ տեղական տոկոսադրույքի նվազումը արտերկրյա պարտատոմսերը դարձնում է առավել գրավիչ, ինչն ընդլայնում է դրանց պահանջարկը:

Նկատենք՝ արտերկրյա պարտատոմսերի պահանջարկն աճում է նաև փողի բազայի ընդլայնման հետևանքով:

Փողի բազայի ընդլայնումից աճում է նաև տեղական պարտատոմսերի պահանջարկը, ինչը լրացուցիչ նպաստում է տեղական տոկոսադրույքի նվազմանը:

Վերջին հաշվով՝ տեղական տոկոսադրույքը նվազում է, իսկ արժույթն արժեզրկվում է:

**Արտարժույթային գործարքներ**

Արտարժույթային գործարքների դեպքում ԿԲ գնում կամ վաճառում է արտերկրյա պարտատոմսեր: Մասնավորապես՝ ընդլայնող արտարժույթային գործարքների դեպքում ԿԲ մասնավոր հատվածից գնում է արտերկրյա պարտատոմսեր և դրանով իսկ՝ ընդլայնում է դրամական բազան.

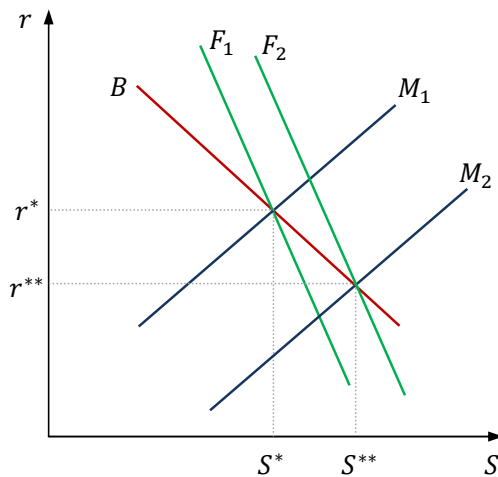
$$dM = -SdF_{\text{U}} = SdF_{\text{LP}}$$

Քանի որ փողի առաջարկն աճում է, ապա տոկոսադրույքը նվազում է, այն է՝ M ուղիղը տեղաշարժվում է աջ (գծ. 4): Նկատենք՝ տոկոսադրույքի նվազումն անհրաժեշտ է, որ մասնավոր հատվածը հոծարակամ տնօրինի փողի ընդլայնված քանակը:

Միևնույն ժամանակ, արտերկրյա պարտատոմսերի առաջարկի նվազման հետևանքով տոկոսադրույքը բարձրանում է, ուստի՝ F ուղիղը տեղաշարժվում է աջ:

**Գծապատկեր 4:**

Ընդլայնող արտարժույթային գործարքների ազդեցությունը



Համընթաց, ազգային արժույթն արժեզրկվում է: Արժեզրկումն անհրաժեշտ է, քանի որ մասնավոր ներդրողների պորտֆելում ձևավորվում է արտերկրյա պարտատոմսերի պակասորդ: Իսկ կարճաժամկետում այդ պակասորդը կարող է բավարարվել միայն արժեզրկման միջոցով, քանի որ այն բարձրացնում է պորտֆելում մնացած արտերկրյա պարտատոմսերի գինը՝ արտահայտված տեղական արժույթով:

Դրանով իսկ, ինչպես ընդլայնող բաց շուկայի գործարքների դեպքում էր, ընդլայնող արտարժույթային գործարքների դեպքում տեղական տոկոսադրույքը նվազում է, իսկ ազգային արժույթն արժեզրկվում է:

Սակայն ընդլայնող արտարժույթային գործարքների դեպքում արժույթի արժեզրկումն ավելի զգալի է, իսկ տոկոսադրույքի անկումը համեմատաբար փոքր է:

Տոկոսադրույքի նվազ չափով կրճատման պատճառը հետևյալն է: Ընդլայնող բաց շուկայի գործարքների դեպքում տոկոսադրույքը նվազում է և՛ փողի առաջարկի աճի, և՛ տեղական պարտատոմսերի առաջարկի նվազման հետևանքով: Այնինչ ընդլայնող արտարժույթային գործարքների դեպքում փողի առաջարկի ընդլայնման հետևանքով տոկոսադրույքի նվազումը մասամբ փոխհատուցվում է արտերկրյա պարտատոմսերի առաջարկի նվազման հետևանքով տոկոսադրույքի բարձրացմամբ:

Արժեզրկման ավելի բարձր դրույքի պատճառը հետևյալն է: Ընդլայնող արտարժույթային գործարքների դեպքում արժեզրկումը և՛ փողի առաջարկի աճի, և՛ արտերկրյա պարտատոմսերի առաջարկի նվազման հետևանք է:

Ստերիլացված արտարժույթային գործարքներ

Ստերիլացման նպատակը մոնետար բազան անփոփոխ մակարդակում պահելն է:

Դիտարկենք այն դեպքը, երբ ԿԲ իրագործում է ընդլայնող արտարժույթային գործարքների ստերիլացում (գծ. 5):

ԿԲ մասնավոր հատվածից գնում է արտերկրյա պարտատոմսեր, ինչի հետևանքով դրամական բազան ընդլայնվում է: Ուստի՝ դրամական բազան նախկին մակարդակում վերականգնելու համար ԿԲ իրագործում է սահմանափակող բաց շուկայի գործարքներ:

$$dM = -SdF_{\text{U}} = SdF_{\text{YF}}$$

$$-dM = dB_{\text{U}} = dB_{\text{YF}}$$

$$-SdF_{\text{U}} = dB_{\text{U}}$$

Վերջնարդյունքում՝ դրամական բազան չի փոխվում, բայց մասնավոր հատվածի տնօրինած արտերկրյա պարտատոմսերի առաջարկը նվազում է, իսկ տեղական պարտատոմսերի առաջարկն աճում է: Դրանով իսկ՝ այս քաղաքականության վերջնարդյունքը մասնավոր ներդրողների պորտֆելում արտերկրյա պարտատոմսերի փոխարինումն է տեղական պարտատոմսերով:

Տեղական պարտատոմսերի առաջարկի աճի հետևանքով BB ուղիղը տեղաշարժվում է աջ: Արտերկրյա պարտատոմսերի առաջարկի նվազման հետևանքով FF ուղիղը տեղաշարժվում է աջ:

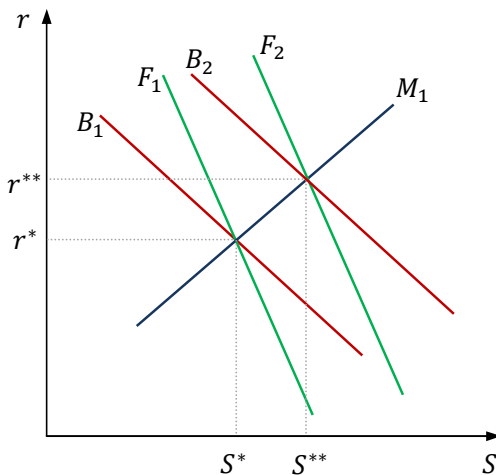
Արդյունքում՝ ազգային արժույթն արժեզրկվում է, իսկ տոկոսադրույքը բարձրանում է:

Արժեզրկումը հետևանք է նրա, որ մասնավոր ներդրողների պորտֆելում ձևավորվում է արտերկրյա պարտատոմսերի պակասորդ: Արժեզրկումը բարձրացնում է պորտֆելում մնացած արտերկրյա ակտիվների արժեքը:

Իսկ տոկոսադրույքի աճը հետևանք է նրա, որ այդ պորտֆելում առաջանում է տեղական պարտատոմսերի ավելցուկ, ինչը կրճատում է այդ պարտատոմսերի գինը: Նկատենք՝ պորտֆելում տեղական պարտատոմսերի կշռի աճը բարձրացնում է այդ պարտատոմսերի գնից պորտֆելի կախվածության ուսկը: Ուստի՝ տոկոսադրույքի աճը խաղում է ուսկի հավելաճը փոխհատուցող դեր:

**Գծապատկեր 5:**

Ընդլայնող արտարժույթային գործարքների ստերիլացման ազդեցությունը



Քաղաքականության համեմատական վերլուծությունը

Ընդլայնող արտարժույթային գործարքների (ԸԱԳ) ու ընդլայնող բաց շուկայի գործարքների (ԸԲՇԳ) համադրումից պարզեցինք, որ ԸԱԳ դեպքում արժույթի արժեզրկումն ավելի մեծ է, ԸԲՇԳ դեպքում (գծ. 6):

Պատճառն այն է, որ ԸԱԳ դեպքում ներդրողների պորտֆելում արտերկրյա պարտատոմսերը կրճատվում են, այնինչ ԸԲՇԳ դեպքում դրանք մնում են անփոփոխ: Արդյունքում՝ ԸԱԳ դեպքում ձևավորվում է արտերկրյա պարտատոմսերի ավելի նշանակալի ավելցուկային պահանջարկ, ինչն էլ բավարարվում է արժույթի ավելի նշանակալի արժեզրկմամբ:

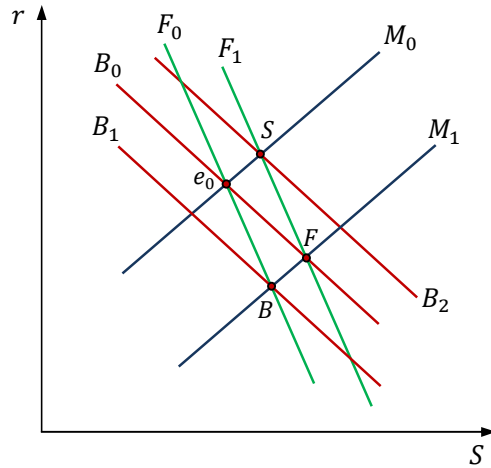
Միևնույն ժամանակ, ԸԲՇԳ դեպքում տոկոսադրույքն ավելի զգալի է նվազում, քան ԸԱԳ դեպքում:

Պատճառն այն է, որ ԸԲՇԳ դեպքում պորտֆելում տեղական պարտատոմսերը կրճատվում են, ինչն էլ ստեղծում է տեղական պարտատոմսերի ավելի նշանակալի ավելցուկային պահանջարկ, ինչն էլ բավարարվում է տեղական տոկոսադրույքի նվազմամբ:

Եվս մեկ անգամ շեշտենք, որ և՛ ԸԱԳ, և՛ ԸԲՇԳ դեպքում և՛ տեղական, և՛ արտերկրյա պարտատոմսերի նկատմամբ պահանջարկն ընդլայնվում է դրամական բազայի ընդլայնման շնորհիվ:

**Գծապատկեր 6:**

Մոնետար ընդլայնման տարբեր գործիքների ազդեցությունների համեմատումը



Ընդլայնող արտարժույթային գործարքների (ԸԱԳ) և ստերիլացված ընդլայնող արտարժույթային գործարքների (ՍԸԱԳ) համադրումից հետևում է, որ ԸԱԳ դեպքում արժեզրկումն ավելի մեծ է, քան ՍԸԱԳ դեպքում:

Այսպես: ԸԱԳ դեպքում դրամական բազան ընդլայնվում է, ինչը լրացուցիչ մեծացնում է արտերկրյա պարտատոմսերի պահանջարկը, ինչն էլ հանգեցնում է արժույթի արժեզրկման ավելի բարձր դրույքի: Այնինչ ՍԸԱԳ դեպքում ընդլայնվում է տեղական պարտատոմսերի առաջարկը, ինչը դառնում է տեղական տոկոսադրույքի աճի պատճառ, ինչն իր հերթին զսպում է արտերկրյա պարտատոմսերի պահանջարկի աճը և հետևաբար՝ արժեզրկումը նվազ չափով է լինում:

**Ազդեցությունն իրական եկամտի վրա**

Մինչ այժմ կատարված վերլուծությունը վերաբերում էր կարճատև ժամանակաշրջանին, և կանխավարկածն այն էր, որ իրական թողարկումը հաստատուն է:

Իսկ ինչպիսի՞ն կլինի նկարագրված քաղաքականության ազդեցությունն իրական եկամտի վրա:

Իրական թողարկման վրա ազդեցությունը դրսևորվում է հետևյալ փոխանցումային մեխանիզմների միջոցով: Տոկոսադրույքի անկումը հանգեցնում է ներդրումների ընդլայնմանը, իսկ արժեզրկումը՝ զուտ արտահանման աճին:

Քանի որ ԸԲՇԳ դեպքում տոկոսադրույքի անկումը ավելի նշանակալի է, քան ԸԱԳ դեպքում, ապա ԸԲՇԳ ազդեցությունը իրական թողարկման վրա ավելի մեծ է, եթե ներդրումները համեմատաբար զգայուն են տոկոսադրույքի փոփոխության նկատմամբ, և ներդրումների բազմարկիչը մեծ է:

Համապատասխանորեն, ԸԱԳ ազդեցությունն իրական թողարկման վրա ավելի մեծ է, եթե արտահանման կշիռը տնտեսությունում մեծ է, եթե արտահանումը զգայուն է արժեզրկման նկատմամբ, և եթե արտահանման բազմարկիչը մեծ է:

Ինչ վերաբերում է իրական թողարկման վրա ԸԱԳ և ՍԸԱԳ համեմատական ազդեցությանը, ապա, քանի որ ԸԱԳ դեպքում արժեզրկման դրույքն ավելի մեծ է, ու, բացի այդ, ՍԸԱԳ դեպքում

տոկոսադրույքը բարձրանում է, ապա ՀԱԳ դրական ազդեցությունը իրական թողարկման վրա անվիճարկելիորեն մեծ է:

Մոդելի դինամիկան

Երկարատև ժամանակաշրջանում ընթացիկ հաշիվը պետք է հավասարակշռվի:

Երբ ընթացիկ հաշիվը հավասարակշռված է, արտերկրյա պարտատոմսերի առաջարկը ո՛չ աճում է, ո՛չ նվազում:

Այսպես՝ արտերկրյա պարտատոմսերի առաջարկը հավասար է ընթացիկ հաշվի (CA) նախորդ ժամանակների (t) ավելցուկների հանրագումարին.

$$F = \int_0^{ներկա} CA(t)dt$$

Համանմանորեն, ընթացիկ հաշվի մնացորդը հավասար է արտերկրյա պարտատոմսերի պաշարի փոփոխությանը.

$$CA = \frac{dF}{dt} = NX + r^*(F_U + F_{HP})$$

որտեղ NX զուտ արտահանումն է:

Եվ այսպես, ժամանակի  $t_1$  պահին կԲ իրագործում է մոնետար ընդլայնում, որի արդյունքում ազգային արժույթն արժեզրկվում է՝  $S_1$ -ից բարձրանալով  $S_2$ :

Գների տրված մակարդակի դեպքում արժեզրկումը նշանակում է իրական փոխարժեքի նվազում, երկրի արտաքին մրցունակության բարելավում, զուտ արտահանման աճ, ընթացիկ հաշվի բարելավում և արտերկրյա պարտատոմսերի կուտակում:

Քանի որ ներդրողների պորտֆելում արտերկրյա պարտատոմսերի կշիռն աճում է, ապա այդ ակտիվից կախվածության ուսկը նվազեցնելու համար ներդրողները ընդլայնում են տեղական պարտատոմսերի պահանջարկը:

Վերջինը հանգեցնում է ազգային արժույթի արժևորմանը, ինչը չեզոքացնում արտաքին մրցունակության բարելավումը և ժամանակի ընթացքում կրճատում է ընթացիկ հաշվի ավելցուկն այնքան, մինչև ընթացիկ հաշիվը հավասարակշռվի:

Արժույթի արժևորումն ընթանում է այնքան, որ վերջնական փոխարժեքը սկզբնականի համեմատ ցածր է:

Այսպես: Արտերկրյա պարտատոմսերի կուտակումը հանգեցնում է տոկոսային եկամուտների ներհոսքի աճին: Դրանով իսկ՝ ընթացիկ հաշիվը բարելավվում է և՛ զուտ արտահանման աճի (ինչը արժեզրկման հետևանք է), և՛ զուտ գործոնային եկամուտների ներհոսքի (ինչը արտերկրյա ակտիվների կուտակման հետևանք է) շնորհիվ:

Ուստի հետագայում, որպեսզի ընթացիկ հաշվի ավելցուկը վերանա և ընթացիկ հաշիվը հավասարակշռվի, անհրաժեշտ է, որ փոխարժեքն ավելի շատ արժևորվի, քան ի սկզբանե արժեզրկվել է, որպեսզի զուտ արտահանումը այնչափ կրճատվի, որ հակակշռի զուտ եկամուտների ներհոսքի աճին:

Գնահատվող ռիսկի փոփոխության ազդեցությունը

Դիցուք ներդրողների մոտ տեղական պարտատոմսերի ռիսկի ընկալումը որևէ պատճառով բարձրանում է: Այսինքն՝ ներդրողները տեղական պարտատոմսերը որևէ պատճառով այժմ համարում են ավելի ռիսկային, քան նախկինում:

Քնական հետևանքը կլինի տեղական պարտատոմսերի պահանջարկի կրճատումը և արտերկրյա պարտատոմսերի պահանջարկի աճը: Գծ 2-ից հետևում է, որ երկու դեպքում էլ տեղական տոկոսադրույքը կբարձրանա:

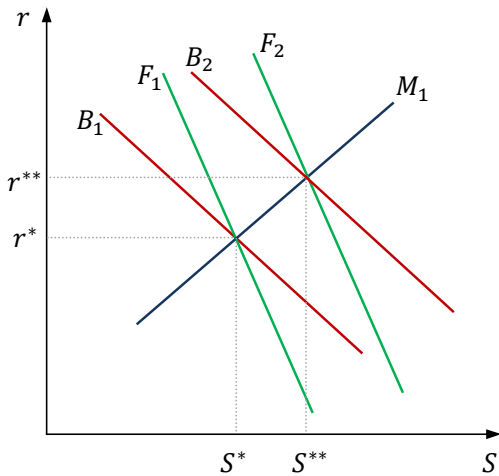
Հետևաբար՝ և  $BB$  ուղիղը, և՛  $FF$  ուղիղը կտեղաշարժվեն աջ: Այսինքն՝ տեղական պարտատոմսերի ռիսկայնության աճը կհանգեցնի և՛ տոկոսադրույքը բարձրացմանը, և՛ արժեզրկմանը:

Տոկոսադրույքի աճը անհրաժեշտ է տեղական պարտատոմսերի հավելյալ ռիսկը փոխհատուցելու համար: Ազգային արժույթի արժեզրկումն անհրաժեշտ է արտերկրյա պարտատոմսերի ավելցուկային պահանջարկը կարճատև ժամանակաշրջանում բավարարելու համար:

Արժեզրկումը կբարելավի երկրի արտաքին մրցունակությունը և կընդլայնի զուտ արտահանումը: Ընթացիկ հաշվի բարելավումը կուղեկցվի արտերկրյա պարտատոմսերի ներհոսքով, ինչը ներդրողների պորտֆելում կընդլայնի արտերկրյա պարտատոմսերի կշիռը՝ բավարարելով այդ պարտատոմսերի նկատմամբ ձևավորված պահանջարկը: Արտերկրյա պարտատոմսերի առքը ժամանակի ընթացքում կհանգեցնի արժույթի արժևորմանը և արտաքին հավելյալ մրցունակության չեզոքացմանը:

**Գծապատկեր 7:**

Տեղական պարտատոմսերի ռիսկի ընկալման աճի ազդեցությունը



## Ֆիսկալ ընդլայնման ազդեցությունը

Կառավարությունը ֆիսկալ ընդլայնման ֆինանսավորումը կդիտարկենք երկու տարբերակով՝ փողի էմիսիա և պարտատոմսերի թողարկում:

Ֆիսկալ ընդլայնման ազդեցությունն իրական թողարկման վրա կանտեսենք:

### Ֆիսկալ ընդլայնման ֆինանսավորումը էմիսիայի միջոցով

Փողի էմիսիայի միջոցով ֆիսկալ ընդլայնումը ֆինանսավորելու դեպքում ներդրողների պորտֆելում փողի կշիռը բարձրանում է, ինչի հետևանքով ներդրողներն ընդլայնում են տեղական և արտերկրյա պարտատոմսերի պահանջարկը:

Գծ. 8-ում MM կտեղաշարժվի աջ,  $BB'$ ՝ ձախ,  $FF'$ ՝ աջ: Հետևանքը տոկոսադրույքի նվազումն է և արժույթի արժեզրկումը:

Համեմատենք  $x$  մլն. դրամ ընդլայնող բաց շուկայի գործարքների և նույնքան էմիսիոն ֆիսկալ ընդլայնման ազդեցությունը MM ուղղի տեղաշարժի վրա:

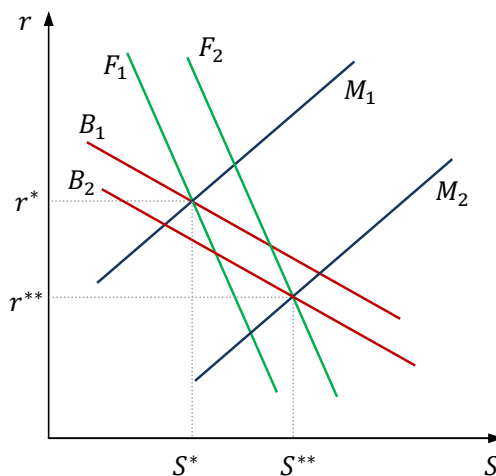
Առաջին դեպքում մասնավոր հատվածի ֆինանսական հարստությունը չի փոխվում, քանի որ հարստության կառուցվածքում տեղական պարտատոմսերը նվազում են  $x$  մլն. դրամով և նույնքանով ընդլայնվում է փողի քանակը:

Այնինչ երկրորդ դեպքում հարստությունն ընդլայնվում է  $x$  դրամով, ինչը հանգեցնում է, այդ թվում, փողի նկատմամբ պահանջարկի աճին:

Արդյունքում՝ երկրորդ դեպքում MM ուղիղն ավելի փոքր չափով է աջ տեղաշարժվում, քան առաջին դեպքում:

### **Գծապատկեր 8:**

էմիսիոն ֆիսկալ ընդլայնման ազդեցությունը



### Ֆիսկալ ընդլայնման ֆինանսավորումը պարտատոմսերի միջոցով

Ֆիսկալ ընդլայնումը, որը ֆինանսավորվում է պարտատոմսերի թողարկման միջոցով, նույնպես մեծացնում է մասնավոր հատվածի ֆինանսական հարստությունը: Այսպես՝  $x$  մլն. դրամ պարտատոմսերի թողարկման դեպքում մասնավոր հատվածի հարստությունը՝ ի դեմս տեղական պարտատոմսերի, ընդլայնվում է  $x$  մլն. դրամով:

Ինչ վերաբերում է փողին, թեպետ թողարկման պահին փողի առաջարկը  $x$  մլն. դրամով կրճատվում է, բայց քանի որ կառավարությունն այնուհետև այդքանով ընդլայնում է ծախսերը, ապա վերջին հաշվով դրամական բազան չի փոխվում:

Հարստության աճը և նաև այն, որ ներդրողների պորտֆելում ընդլայնվում է տեղական պարտատոմսերի կշիռը, հանգեցնում է փողի ու արտերկրյա պարտատոմսերի պահանջարկի աճին:

Փողի պահանջարկի աճի հետևանքով  $MM$  ուղիղը տեղաշարժվում է ձախ (զծ. 9):

Տեղական պարտատոմսերի առաջարկի աճի հետևանքով  $BB$  ուղիղը տեղաշարժվում է աջ: Ընդ որում, քանի որ հարստության աճն ընդլայնում է տեղական պարտատոմսերի պահանջարկը, ապա  $BB$ -ի աջ տեղաշարժը մասամբ սահմանափակվում է:

Ինչ վերաբերում է արտերկրյա պարտատոմսերի պահանջարկի փոփոխությունը, ապա դրանում առկա է անորոշություն:

Այսպես: Հարստության աճն ընդլայնում է արտերկրյա պարտատոմսերի պահանջարկը, բայց, միևնույն ժամանակ, տոկոսադրույքի աճը կրճատում է արտերկրյա պարտատոմսերի պահանջարկը: Արդյունքում՝ արտերկրյա պարտատոմսերի պահանջարկը զուտ հաշվով աճում է, եթե հարստության էֆեկտը գերակշռում է, և զուտ հաշվով նվազում է, եթե գերակշռում է տոկոսադրույքի էֆեկտը:

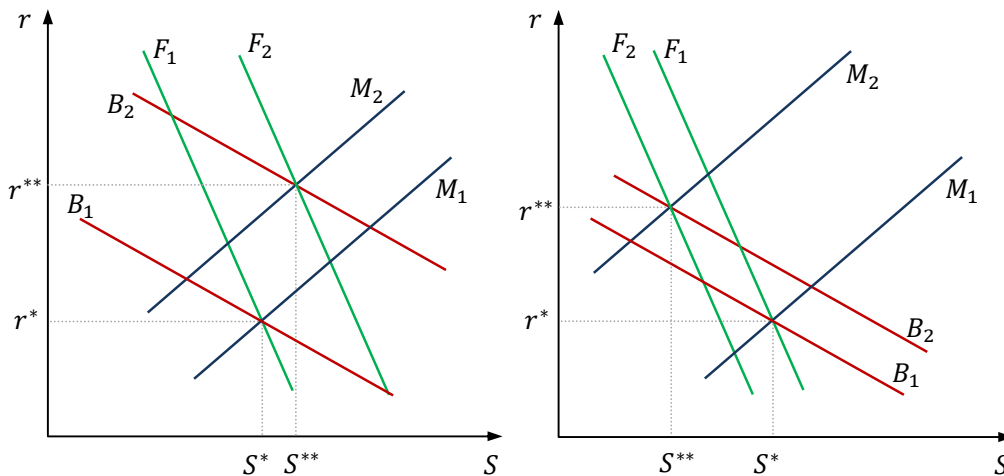
Գծ. 9-ի ձախ կողմում պատկերված է այն դեպքը, երբ գերակշռում է հարստության էֆեկտը, և  $FF$  ուղիղը տեղաշարժվում է աջ: Այս դեպքում տոկոսադրույքը բարձրանում է, և արժույթն արժեզրկվում է:

Գծ. 9-ի աջ կողմում պատկերված է այն դեպքը, երբ տոկոսադրույքի էֆեկտն է գերակշռում, և  $FF$  ուղիղը տեղաշարժվում է ձախ: Արդյունքում՝ դարձյալ տոկոսադրույքը բարձրանում է, սակայն արժույթն արժեզրկվում է:

Դրանով իսկ փոխարժեքի վրա ֆիսկալ քաղաքականության ազդեցությունը միարժեք չէ:

**Գծապատկեր 9:**

Պարտատոմսերով ֆինանսավորվող ֆիսկալ ընդլայնման ազդեցությունը



Այսպիսով, երբ ֆիսկալ ընդլայնումն իրականացվում է փողի էմիսիայի միջոցով, ապա կարճատևում տեղի է ունենում արժույթի արժեզրկում և տոկոսադրույքի անկում:

Սակայն, եթե ֆիսկալ ընդլայնումը ֆինանսավորվում է պարտատոմսերի վաճառքի միջոցով, ապա կարճաժամկետում անվերապահորեն տեղի է ունենում տոկոսադրույքի աճ:

Վերջինը բնական է, քանի որ կառավարությունը ֆինանսական շուկայում փողի նկատմամբ հավելյալ պահանջարկ է ներկայացնում:

Ինչ վերաբերում է փոխարժեքի կարճաժամկետ փոփոխությանը, ապա արժույթը կարող է ինչպես արժեզրկվել, այնպես էլ արժևորվել՝ կախված նրանից, թե արտերկրյա պարտատոմսերի պահանջարկի վրա ո՞ր էֆեկտի ազդեցությունն է գերակշռում՝ հարստության, թե տոկոսադրույքի:

Եվս մեկ անգամ շեշտենք, որ նկարագրվածը վերաբերում է կարճաժամկետ ազդեցություններին:

Երկարաժամկետում էմիսիոն ֆիսկալ ընդլայնման դեպքում առավել հավանական է գների բարձրացումը, քանի որ և՛ արժեզրկումը, և՛ տոկոսադրույքի անկումը նպաստում են դրան:

Պարտատոմսերով ֆինանսավորվող ֆիսկալ ընդլայնման ազդեցությունը գնաճի վրա, սակայն, կլինի անհամեմատ մեղմ, քանի որ տոկոսադրույքի աճը զսպում է ամբողջական պահանջարկը: Այդ զսպումը առանձնապես նշանակալի կլինի այն դեպքում, երբ ի լրումն տոկոսադրույքի աճի՝ ազգային արժույթն արժևորվի: