



## ՀԱՅԿ ԲԵԶԱՆՅԱՆ

ՀՊՏՀ բանկային գործի և ապահովագրության ամբիոնի  
դասախոս, տնտեսագիտության թեկնածու

### «ԻՐԱԾՎԵԼԻՈՒԹՅԱՆ ԹԱԿԱՐԴ» ՑԱԾԻ ՏՈԿՈՍԱԴՐՈՒՅՔԻ ՊԱՅՄԱՆՆԵՐՈՒՄ ԵՎ ԱՄՆ-Ի ՄԵԾ ՌԵՑԵՍԻԱՆ

Տնտեսագիտական գրականության մեջ գոյություն ունի «իրացվելիության թակարդ» անվանվող երևույթ, ըստ որի ցածր տոկոսադրույքները ոչ միայն չեն խթանում տնտեսական ակտիվությունը, այլև ընդհակառակը՝ տնտեսության զարգացման լուրջ խոչընդոտ են դառնում: 20-րդ դարավերջին կապիտալիստական երկրներում, ֆինանսական համակարգի զարգացմանը զուգընթաց, ի հայտ եկան նաև իրացվելիության թակարդի դրսևորումներ, որոնցից առանձնակի ուշադրության է արժանի ԱՄՆ-ի օրինակը, որը տնտեսագիտական գրականության մեջ առավել հայտնի է «ԱՄՆ-ի մեծ ռեցեսիա» անվանումով:

Հոդվածում ներկայացվել են արտասահմանյան մի շարք հեղինակների՝ երևույթին առնչվող վերլուծություններն ու ուսումնասիրությունները:

**Հիմնաբառեր.** *իրացվելիության թակարդ, տոկոսադրույք, ֆինանսական միջնորդություն, դրամավարկային քաղաքականություն, ինֆլյացիոն սպասումներ, անվանական տոկոսադրույք, իրական տոկոսադրույք, տնտեսական աճ*

JEL: E5, E31, E52

Տնտեսագիտական բազմաթիվ հետազոտություններ և տեսական աշխատանքներ հնարավորություն են տալիս եզրակացնելու տոկոսադրույքների և տնտեսական աճի տեմպերի միջև բացասական կապի առկայության մասին՝ դրանով իսկ վկայելով, որ ցածր տոկոսադրույքները խթանում են ներդրումներն ու նպաստում տնտեսության զարգացմանը:

Այնուհանդերձ, տնտեսագիտական գրականության մեջ գոյություն ունի «իրացվելիության թակարդ» անվանվող երևույթ, ըստ որի ցածր տոկոսադրույքները ոչ միայն չեն խթանում տնտեսական ակտիվությունը, այլև ընդհակառակը՝ լուրջ խոչընդոտ են դառնում: «Իրացվելիության թակարդ» եզրույթն առաջին անգամ ներածվել է Քեյնսի կողմից «Զբաղվածության, տոկոսի և գումարների ընդհանուր տեսություն» աշխատանքում և նկարագրում է որոշակի հիպոթետիկ իրավիճակ, որում կարող է հայտնվել տնտեսությունը<sup>1</sup>: Իրացվելիության թակարդը սերտորեն առնչվում է Քեյնսի մշակած փողի պահանջի տեսությանը<sup>2</sup>: Վերջինս դիտարկում է տնտեսությունը կարճաժամկետում, որտեղ գները կամ հաստատուն են, կամ էլ, առնվազն, ձկուն չեն: Նման իրավիճակում արժեզրկումը (ինֆլյացիա) կարելի է անտեսել և տարբերություն չդնել իրական ու անվանական տոկոսադրույքների միջև:

Տնտեսագիտության տեսության դրույթների համաձայն՝ պահանջարկի հաշվին տնտեսական աճի խթանումը հնարավոր է իրականացնել դրամավարկային քաղաքականության հիմնական գործիքների՝ փողի զանգվածի ավելացման և/կամ տոկոսադրույքների բարձրացման միջոցով: Սակայն ցածր տոկոսադրույքի պայմաններում, երբ փողի նկատմամբ պահանջարկը, տոկոսադրույքից կախված, դառնում է բացարձակ ձկուն, նման քաղաքականությունը չի տա սպասվող արդյունքը:

Տնտեսական նորմալ պայմաններում, երկարաժամկետ հատվածում փողի զանգվածի ավելացումը հանգեցնում է գների մակարդակի բարձրացման, իսկ կարճաժամկետում ավելացնում է թողարկման ծավալները: Սակայն, երբ տնտեսությունը գտնվում է իրացվելիության թակարդում, փողի զանգվածի ցանկացած աճի ազդեցությունը տնտեսության վրա կանխվում է փողի ավելցուկային պահանջարկով (կարճաժամկետ իրացվելիություն): Արդյունքում՝ ներդրողները ավելցուկային դրամական միջոցները ծախսելու փոխարեն կսկսեն դրանք կուտակել, քանի որ փողի պահպանման այլընտրանքային ծախսերը, այսինքն՝ չստացված տոկոսագումարը, ցածր անվանական տոկոսադրույքի պայմաններում, մոտ է զրոյին:

Տնտեսագիտական գրականության մեջ կարելի է հանդիպել իրացվելիության թակարդի հաղթահարմանը վերաբերվող տարբեր առաջարկությունների: Մոնետարիստական ուղղության կողմնակիցները մատնացույց են անում ակտիվների գնման և քանակական մեղմման ծրագիրը: Այս պարագայում կենտրոնական բանկը գնում է բանկերի և այլ կազմակերպությունների ֆինանսական ակտիվները, ինչը հնարավորություն է տալիս բանկային պահուստները հասցնելու պահանջված մակարդակից ավելիի (*excess reserves*), բարձրացնելու ձեռք բերված ֆինանսական ակտիվների արժեքը՝ նվազեցնելով դրանց եկամտաբերությունը<sup>3</sup>:

Ի տարբերություն մոնետարիստների, քեյնսականությունը ենթադրում է, որ ավելցուկային իրացվելիությունը կկլանվի դրամական պահանջարկի կողմից և չի հանգեցնի ապրանքների ու ծառայությունների համախառն աճին, ուստի առաջարկում է անմիջականորեն ազդել դրա բաղադրիչներից մեկի՝

<sup>1</sup> Տե՛ս **Keynes J. M.**, *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New York: Macmillan Cambridge University Press, 1936:

<sup>2</sup> Տե՛ս **Дробышевский С.** и др., *Моделирование спроса на деньги в российской экономике в 1999–2008. М.*, 2010:

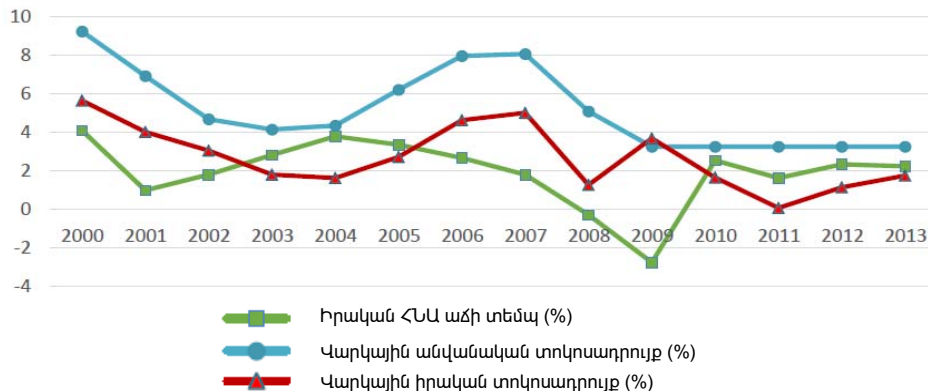
<sup>3</sup> Տե՛ս **Larry E.**, *Guardian Business Glossary: Quantitative Easing*, London: The Guardian, 8 January 2009:

պետական ծախսերի վրա՝ իրականացնելով խթանող ֆիսկալ քաղաքականություն:

Ամերիկացի տնտեսագետ Փոլ Կրուգմանը կարծում է, որ իրացվելիության թակարդից ելքի համար կենտրոնական բանկը կամ կառավարությունը պետք է փոփոխեն տնտեսական գործակալների ինֆլյացիոն սպասումները՝ ստեղծելով ինֆլյացիոն բարձր սպասումներ<sup>4</sup>:

20-րդ դարավերջին, կապիտալիստական երկրներում ֆինանսական համակարգի զարգացմանը զուգընթաց, ի հայտ եկան նաև իրացվելիության թակարդի դրսևորումներ, որոնցից առանձնակի ուսումնասիրության կարիք ունի ԱՄՆ-ի օրինակը:

Իրացվելիության թակարդի ժամանակակից օրինակները, երբ ցածր անվանական տոկոսադրույքները խթանիչ ազդեցություն չունեն տնտեսության վրա, ծագեցին համաշխարհային ֆինանսական ճգնաժամից հետո, և դրանց ցայտուն օրինակներից են ԱՄՆ-ը և Մեծ Բրիտանիան: Գծապատկեր 1-ում ներկայացված են 2000–2013 թթ. ԱՄՆ-ի տնտեսական աճի տեմպերը, ինչպես նաև անվանական և իրական վարկային տոկոսադրույքները: 2009–2013 թթ. ներկայացնում են իրացվելիության թակարդ: Ուշադրություն դարձնենք, որ այս շրջանում ցածր էին ինչպես իրական, այնպես էլ անվանական տոկոսադրույքները, ինչը, սակայն, չհանգեցրեց թողարկման աճի, ինչպես դա սովորաբար կանխատեսվում է տեսական մոդելներով:



**Գծապատկեր 1. Իրական ՀՆԱ իրական և անվանական տոկոսադրույքների շարժընթացը ԱՄՆ-ում (2000–2013 թթ.)**

Ինչպես նշվում է Արիասի և Ուենի աշխատանքում, 2009–2013 թթ., այսինքն՝ 5 տարիների ընթացքում ԱՄՆ-ի դաշնային պահուստային համակարգը (ԴՊՀ) աճել է մոտ 3.5 տրլն դոլարով՝ քանակական մեղմացման քաղաքականության իրագործման արդյունքում<sup>5</sup>: Այս քաղաքականության շնորհիվ փոխառության շուկայում բարձրացավ վարկային հասանելիության մակարդակը, սակայն, ինչպես ցույց տվեցին հետագա տարիները, այդ միջոցները բավարար չէին ԱՄՆ-ի ՀՆԱ աճի տեմպերի էական բարձրացում ապահովելու համար:

Միևնույն ժամանակ, դրամական զանգվածի վրա սպառողական գների ինդեքսի (ՍԳԻ) արժեզրկման ազդեցության գծային ռեգրեսիան ցույց է տա-

<sup>4</sup> Տե՛ս **Krugman P.**, Default In A Liquidity Trap (Very Wonkish), The New York Times, 25 July 2011:

<sup>5</sup> Տե՛ս **Arias M.A., Wen Y.**, The Liquidity Trap: An Alternative Explanation for Today's Low Inflation, The Regional Economist, 2014:

լիս, որ նախաձգնաժամային (1960–2007 թթ.) շրջանում դրամական զանգվածի աճի տեմպերի 1%-ով ավելացումը հանգեցրել է ինֆլյացիայի 0,54% աճի: Սակայն 2009–2013 թթ. դրամական զանգվածի միջին տարեկան 8% աճը չհանգեցրեց գների մակարդակի տարեկան 4,3% աճի: Ընդհակառակը՝ այս ժամանակահատվածում արժեզրկումը գրեթե աննշան էր: Հարց է ծագում, թե ինչու փողի առաջարկի աճը չհանգեցրեց գնաճի սպասվող մակարդակին: Վերլուծելով իրավիճակը՝ կարելի է առանձնացնել 2009–2013 թթ. ԱՄՆ-ի տնտեսության աճի տեմպերի վրա բացասական ազդեցության հետևյալ պատճառները.

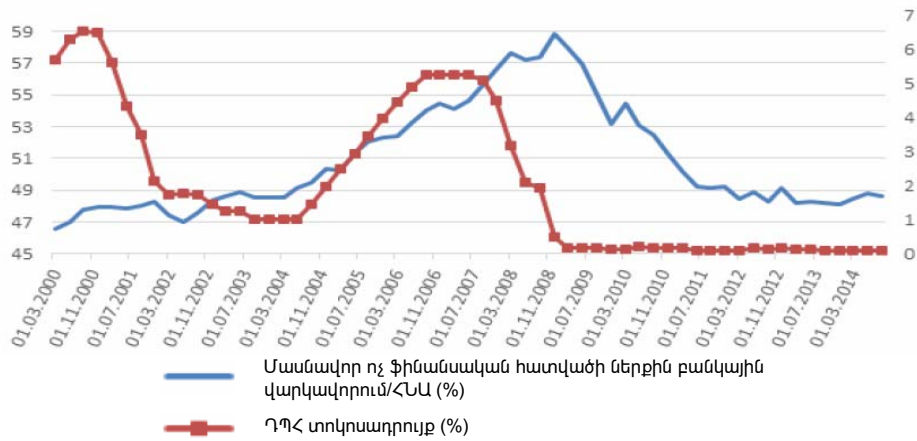
1. Տնտեսական ռեսուրսների ոչ լիարժեք կիրառում, ինչը ենթադրում է այնպիսի իրավիճակ, երբ տնտեսությունը գտնվում է թողարկման ավելի ցածր մակարդակում, քան հավանական արտադրական հզորություններն են<sup>6</sup>:
2. Ցածր տոկոսադրույքների արդյունքում դրամական բազմարկչի էֆեկտի նվազեցում, քանի որ բանկերը տնտեսության վարկավորում իրականացնելու փոխարեն ավելցուկային միջոցները պահում էին ԴՊՀ իրենց հաշիվներում<sup>7</sup>:
3. ԴՊՀ հայտարարությունը ապագա ինֆլյացիոն սպասումների նվազեցման նպատակով:
4. Շուկայի մասնակիցների այն համոզմունքը, որ պարտատոմսերի թողարկման ծրագրերը, ի վերջո, կդադարեցվեն, այսինքն՝ իրացվելիության փաստացի շոկը ժամանակավոր բնույթ է կրում:
5. Իրացվելիության թակարդը, ակտիվների գնման, ԴՊՀ ցածր տոկոսադրույքների և պահուստների դրական տոկոսի միջոցով մեղմման քաղաքականության արդյունքում աստիճանաբար ավելի է խորանում: Այսպես օրինակ՝ տնտեսագետ Յի Ուենի աշխատանքում բերված հաշվարկները ցույց են տալիս, որ ակտիվների գնման ծրագրի արդյունքում իրական տոկոսադրույքի նվազումը փոքր-ինչ կխթանի զբաղվածությունը և ներդրումները, սակայն ակտիվների և կանխիկի միջև պորտֆելային վերաբաշխման հետևանքով էականորեն կնվազի գնի և արժեզրկման մակարդակը, այսինքն՝ գործակալները կգերադասեն առձեռն պահել մնացորդային դրամական միջոցները, քան ներդնել դրանք այլ ակտիվներում<sup>8</sup>: Այդ իսկ պատճառով հեղինակը կարծում է, որ սպասվող արժեզրկման մակարդակի բարձրացման նպատակով, հնարավոր է, անհրաժեշտ լինի բարձրացնել տոկոսադրույքը, ինչը կարելի է իրականացնել տարբեր մեխանիզմներով, այդ թվում՝ ԴՊՀ ակտիվների, գանձապետական և այլ պարտատոմսերի վաճառքի միջոցով: Այս քայլերը, իրենց հերթին, պետք է հանգեցնեն տոկոսադրույքի աճին և իրացվելիության թակարդից տնտեսության ելքին, քանի որ դա դրդում է գործակալներին իրենց սեփական ֆինանսական միջոցները կանխիկ ձևով կուտակելու փոխարեն ներդնել ֆինանսական շուկայի տարբեր ոլորտներում:

<sup>6</sup> Տե՛ս **Yellen J.L.**, A view of the economic crisis and the Federal Reserve's response // FRBSF Economic Letter, 2009, էջ 22:

<sup>7</sup> Տե՛ս **Fawley B.W., Wen Y.**, Low inflation in a world of securitization // Economic Synopses, 2013:

<sup>8</sup> Տե՛ս **Wen Y.**, Evaluating Unconventional Monetary Policies — Why Aren't They More Effective? // FRB of St. Louis Working Paper, 2013:

Վերլուծության ամբողջականության համար առանձնակի հետաքրքրություն են ներկայացնում նաև ԴՊՀ տոկոսադրույքների և վարկավորման ցուցանիշների շարժընթացը և փոխկապվածությունը, որ ներկայացված են գծապատկերում.



**Գծապատկեր 2. ԴՊՀ տոկոսադրույքի և մասնավոր ոչ ֆինանսական հատվածի ներքին բանկային վարկավորում/ՀՆԱ շարժընթացը ԱՄՆ-ում 2000– 2014 թթ.**

Ինչպես երևում է գծապատկեր 2-ից, ցածր տոկոսադրույքների քաղաքականությունը այդպես էլ չունեցավ խթանիչ ազդեցություն վարկային շուկայի վրա, ինչը հատկապես նկատելի է, եթե անդրադառնանք մասնավոր ֆինանսական հատվածի ներքին բանկային վարկավորման շարժընթացին:

Կատարված վերլուծությունները ցույց տվեցին, որ ԱՄՆ-ի ցածր տոկոսադրույքների քաղաքականությունը այդպես էլ չհանգեցրեց վարկավորման և ՀՆԱ աճի տեմպերի արագացման, քանի որ տնտեսությունը գտնվում էր իրացվելիության թակարդի ծանր իրավիճակում, որն առաջացել էր հիփոթեքային ձգնաժամի պատճառով: Ցածր տոկոսադրույքների, այսինքն՝ ցածր շահութաբերության պայմաններում ֆինանսական ակտիվների որակի և հատկապես հիփոթեքային արժեթղթերի վերաբերյալ հուսալի տեղեկատվության բացակայությունը հանգեցրեց նրան, որ տնտեսական գործակալները նախընտրում էին ներդրումներ կատարելու փոխարեն միջոցները պահել կանխիկ դրամի տեսքով, ինչն էլ բացասական ազդեցություն ունեցավ տնտեսական աճի տեմպերի վրա:

Այսպիսով՝ Մեծ ռեցեսիայի ժամանակաշրջանում ԱՄՆ-ի փորձի ուսումնասիրությունները ցույց տվեցին, որ ցածր տոկոսադրույքները միշտ չէ, որ խթանում են ներդրումները և տնտեսական աճը, քանի որ տնտեսության՝ իրացվելիության թակարդում հայտնվելիս արձանագրված գնանկման հետևանքով գործակալները կորցնում են ներդրումային ձգտումները: Ցածր տոկոսադրույքները նվազեցնում են գործակալների՝ ֆինանսական համակարգում միջոցների ներդրման, իսկ բանկերի շահութաբերության նվազեցման դեպքում՝ վարկավորման ցանկությունները: Բանկային համակարգի աշխատանքի խախտման պարագայում առկա է դրամական բազմարկչի անկում, դրամական զանգվածի ծավալի սեղմում, ինչը ևս բացասական ազդեցություն է ունենում տնտեսական ակտիվության վրա:

### Օգտագործված գրականություն

1. Keynes J.M., The General Theory of Employment, Interest and Money. New York: Macmillan Cambridge University Press, 1936.
2. Дробышевский С. и др., Моделирование спроса на деньги в российской экономике в 1999–2008, М., 2010.
3. Larry E., Guardian Business Glossary: Quantitative Easing, London: The Guardian, 8 January 2009.
4. Krugman P., Default In A Liquidity Trap (Very Wonkish), The New York Times, 25 July 2011.
5. Arias M.A., Wen Y., The Liquidity Trap: An Alternative Explanation for Today's Low Inflation, The Regional Economist, 2014.
6. Yellen J.L., A view of the economic crisis and the Federal Reserve's response // FRBSF Economic Letter, 2009, էջ 22.
7. Fawley B.W., Wen Y., Low inflation in a world of securitization // Economic Synopses, 2013.
8. Wen Y., Evaluating Unconventional Monetary Policies – Why Aren't They More Effective? // FRB of St. Louis Working Paper, 2013.

**АЙК БЕДЖАНИЯ**

Преподаватель кафедры  
банковского дела и страхования АГЭУ,  
кандидат экономических наук

**"Ловушка ликвидности" в условиях низких процентных ставок и великая рецессия США.** – В экономической литературе существует феномен под названием "ловушка ликвидности", что приводит к тому, что низкие процентные ставки не только стимулируют экономическую активность, но и наоборот - они являются серьезным препятствием для экономического развития. В конце 20-го века, наряду с развитием финансовых систем в капиталистических странах, наблюдались также проявления ловушки ликвидности, где стоит упомянуть пример США. В экономической литературе это в основном известно как "Великая рецессия".

В статье также представлены анализы и исследования зарубежных авторов, посвященных этому явлению.

**Ключевые слова:** ловушка ликвидности, процентная ставка, финансовое посредничество, денежно-кредитная политика, инфляционные ожидания, номинальная ставка процента, реальная ставка, экономический рост.

JEL: E5, E31, E52

**НАЙК БЕЖАНИЯ**

Lecturer at the Chair of Banking and Insurance,  
PhD in Economics

**"Liquidity Trap" in Conditions of Low Interest Rates and the Great Recession of the USA.** – In the economic literature there is a phenomenon called "Liquidity Trap", which leads to the fact that low interest rates not only cease stimulating economic activity, but even vice versa – they are a serious obstacle for the economic development.

At the end of the 20th century, along with the development of financial systems in the capitalist countries, there were also manifestations of liquidity, among which the example of USA is worth mentioning. In the economic literature it's mostly known as "Great Recession"

The analyses and studies made by foreign authors concerning this phenomenon are also presented in the given article.

**Key words:** liquidity trap, interest rate, financial mediation, monetary policy, inflation expectations, nominal interest rate, real interest rate, economic growth.

JEL: E5, E31, E52