

Բանալի բառեր՝ իրացվելիության թակարդ, տոկոսադրույք, ֆինանսական միջնորդություն, դրամավարկային քաղաքականություն, ինֆլյացիոն սպասումներ, անվանական տոկոսադրույք, իրական տոկոսադրույք, տնտեսական աճ:

**ՀՏԴ 336.02(479.25)**

## ԶԱԾՐ ՏՈԿՈՍԱԴՐՈՒՅՔՆԵՐԸ ԵՎ ՃԱՊՈՆԻԱՅԻ «ԿՈՐՄՎԱԾ ՏԱՍՆԱՄՅԱԿԸ»

**Հայկ ԲԵԶԱՆՅԱՆ**

*Տնտեսագիտության թեկնածու,  
ՀՊՏՀ դասախոս*

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

Այնուհանդերձ, տնտեսագիտական գրականության մեջ գոյություն ունի «իրացվելիության թակարդ» անվանվող գործընթաց, որը հանգեցնում է նրան, որ ցածր տոկոսադրույքները ոչ միայն չեն խթանում տնտեսական ակտիվությունը, այլև հակառակը՝ դրա համար լուրջ խոչընդոտ են հանդիսանում: «Իրացվելիության թակարդ» տերմինն առաջին անգամ ներածվել է Զեյնաի կողմից «Զբաղվածության, տոկոսի և գումարների ընդհանուր տեսություն» աշխատանքում և նկարագրում է որոշակի հիփոթետիկ իրավիճակ, որում կարող է հայտնվել տնտեսությունը<sup>1</sup>: Իրացվելիության թակարդը սերտորեն կապված է Զեյնաի կողմից մշակված փողի պահանջի տեսության հետ<sup>2</sup>: Վերջինս դիտարկում է տնտեսությունը կարճաժամկետում, որտեղ գները կամ հաստատուն են կամ էլ առնվազն ճկուն չեն: Նման իրավիճակում արժեզրկումը (ինֆլյացիան) 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 ճկուն, նման քաղաքականությունը չի տա սպասվող արդյունքը:

Տնտեսական տրամալ պայմաններում, երկարաժամկետ հատվածում փողի զանգվածի ավելացումը հանգեցնում է գների մակարդակի բարձրացման, իսկ կարճաժամկետում թողարկման ծավալների ավելացման: 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 են գոյի:

Միաժամանակ՝ տնտեսագիտական գրականության մեջ կարելի է հանդիպել իրացվելիության թակարդի հաղթահարմանը վերաբերող տարբեր առաջարկությունների: Այսպես, մոնետարիստական ուղղության կողմակիցները մատնացույց են անում ակտիվների գնման և քանակական մեղմացման ծրագրին: Այս պարագայում կենտրոնական բանկը գնում է բանկերի և այլ կազմակերպությունների ֆինանսական ակտիվները, ինչը հնարավորություն է տալիս բանկային պահուստները հասցնել պահանջված մակարդակից ավելի (excess reserves), բարձրացնել ձեռք բերված ֆինանսական ակտիվների արժեքը և նվազեցնել դրանց եկամտաբերությունը<sup>3</sup>:

Ի տարբերություն մոնետարիստների, Զեյնասականությունը ենթադրում է, որ ավելցուկային իրացվելիությունը կկլանվի դրամական պահանջարկով և չի հանգեցնի ապրանքների ու ծառայությունների համախառն աճին և այդ պահանջով էլ առաջարկում է անմիջականորեն ազդել դրա բաղադրիչներից մեկի՝ հատկապես պետական ծախսերի վրա՝ իրականացնելով խթանող ֆիսկալ քաղաքականություն:

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

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

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

<sup>2</sup> Дробышевский С.И.д., Моделирование спроса на деньги в российской экономике в 1999–2008гг. Москва, 2010.

<sup>3</sup> Elliott, Larry. Guardian Business Glossary: Quantitative Easing, London: The Guardian (8 January 2009). Проверено 19 января 2009.

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

**Ճապոնիայի «Կորուված տասնամյակը»:** 1980-ական թթ. Ճապոնիայի տնտեսությունն արձանագրում էր տնտեսական աճի բարձր տեմպեր, իսկ տասնամյակի երկրորդ կեսը բնութագրվեց բաժնետոմսերի ու հողի գնի աճող արժեքներով և իենի կայունացմամբ: Սակայն 1980-ական թթ. վերջում ձևավորված «պոպուլյար» պայթեց, և Ճապոնիայի տնտեսությունը կանգնեց բարդությունների առջև: 1990-ական թթ. սկզբում այն վերապրեց էական ռեցեսիա, իսկ հետագայում 1990 և 2000-ական թթ. տնտեսական աճի տեմպերը շատ ցածր էին:

Որպես տնտեսական նմանատիպ անկման հիմնական պատճառներ տարբեր հեղինակներ կշում են ֆինանսական համակարգի բանկային գործունեության մեծ ուղղվածությունը, դրա անբավարար զարգացածությունը և կառուցվածքային խնդիրները, օրինակ՝ ուշացված բարեփոխումները: Մասնավորապես՝ ուշադրության է արժանի Չանգի և Հունգի հետազոտական աշխատանքը, որը վերլուծում է իրական տոկոսադրույքների ազդեցությունը տնտեսական աճի վրա:

Նկատենք, որ ի տարբերություն ԱՄՆ տնտեսության Ճապոնիայի ֆինանսական համակարգի հիմք հանդիսանում են բանկերը, ինչը մեծամասամբ հանդիսանում է կառավարության քաղաքականության հետևանք, որի համաձայն՝ բանկերը պետք է աջակցեն պորբլեմատիկ, սակայն գործող ընկերություններին, անկախ առկա ռիսկերից:

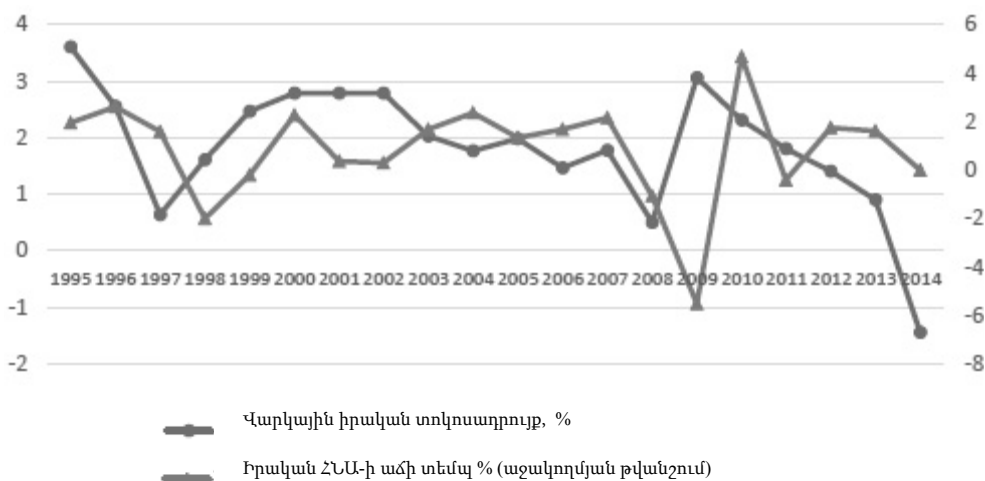
Անհրաժեշտ է, որ ֆինանսական համակարգի զարգացման ու տնտեսական աճի միջև գոյություն ունի ուժեղ կապ և բացատրվում է այն հանգամանքով, որ ֆինանսական միջնորդության առավել ինտենսիվ կիրառությունն ու միջնորդների մեծ թիվը նպաստում են ինսայդություններին և ներդրումներին, և նաեւ իրականացնում ֆինանսական միջոցների վերաբաշխում, ինչն էլ իր հերթին նպաստում է կապիտալի կուտակման առավել բարձր մակարդակին և դրա բաշխման մեծ արդյունավետությանը<sup>5</sup>: Այսպիսով, Ճապոնիայի ֆինանսական համակարգի միակողմանի զարգացումը կարելի է դիտարկել որպես տնտեսական աճը ճնշող գործոն<sup>6</sup>:

Տնտեսագետներ Չանգի և Հունգի իրականացված հետազոտության արդյունքում 1981թ. 2-րդ եռամսյակից մինչև 2008թ. 3-րդ եռամսյակի ճշգրտված տվյալների հիման վրա պարզեցին, որ իրական տոկոսադրույքներն ունենում են էական ազդեցություն Ճապոնիայում տնտեսական աճի և ֆինանսների միջև առկա կապի վրա: Եթե իրական տոկոսադրույքը բարձր է, ապա ֆինանսական համակարգով անցնող միջոցների ծավալային աճի դեպքում բանկային համակարգը էական դրական ազդեցություն է ունենում թողարկման ծավալների աճի վրա, իսկ ցածր իրական տոկոսադրույքի պայմաններում վարկային ռեսուրսների բաշխման արդյունավետությունը նվազում է և բանկային համակարգն ունենում է ոչ բարենպաստ ազդեցություն (adverse effects)<sup>7</sup>:

Այս և մի շարք այլ էմպիրիկ վերլուծություններով պայմանավորված, վերոնշյալ հեղինակները եկան այն եզրակացության, որ Ճապոնիայում ցածր տոկոսադրույքների քաղաքականությունը ոչ միայն չնպաստեց, այլև էական խոչընդոտ հանդիսացավ տնտեսական աճի համար<sup>8</sup> (տես՝ գծապատկեր 1):

**Գծապատկեր 1.**

**Վարկային իրական տոկոսադրույքի և տնտեսական աճի դինամիկան Ճապոնիայում 1995-2014թթ.**



Գծապատկեր 1-ում պատկերված է Ճապոնիայում 1995-2014թթ. ընթացքում վարկերի իրական տոկոսադրույքների, ինչպես նաև իրական Համախառն ներքին արդյունքի դինամիկան: Դիտարկելով իրական ՀՆԱ-ի և դեպոզիտային տոկոսադրույքի աճի տեմպերի միջև կորելյացիան (փոխկապվածություն) 1994-2014թթ., կստանանք որ այս երկու ցուցանիշների միջև կորելյացիայի գործակիցը հավասար է -0,06, իսկ իրական վարկային տոկոսադրույքի և ՀՆԱ-ի աճի տեմպերի միջև կորելյացիան՝ 0,015, ինչը նշանակում է, որ դիտարկված երկու դեպքերում էլ ժամանակագրական շարքերի միջև կորելյացիան բացակայում է կամ այլ կերպ շատ թույլ է:

Միևնույն ժամանակ, ըստ դեպոզիտի իրական տոկոսի և իրական ՀՆԱ-ի, ինչպես նաև ըստ վարկի իրական տոկոսի աճի տեմպերի ռեգրեսիան (նվազագույն քառակուսու մեթոդի), հանգեցնում են ստացիոնար մնացորդների, ինչը ևս մեկ անգամ վկայում է, որ ցածր իրական տոկոսադրույքները 1995-2014թթ. չեն խթանել Ճապոնիայի տնտեսական աճը<sup>9</sup>:

<sup>5</sup> Levine R., Financial development and economic growth: views and agenda, Journal of economic literature, Vol. 35, No. 2, 1997. pp. 688-726.  
<sup>6</sup> Wachtel P., "Growth and Finance: What do we know and how do we know it?", International Finance, Vol. 4, No. 3, 2001. pp. 335-362.  
<sup>7</sup> Chang S.H., Huang L.C., The nexus of finance and GDP growth in Japan: Do real interest rates matter?, Japan and the World Economy, Vol. 22, No. 4, 2010. pp. 235-242.  
<sup>8</sup> Peek J., Rosengren E.S., Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan, American Economic Review, Vol. 95, No. 4, 2005. pp. 1144-1166.  
<sup>9</sup> Chang S.H., Huang L.C., "The nexus of finance and GDP growth in Japan: Do real interest rates matter?", Japan and the World Economy, Vol. 22, No. 4, 2010. pp. 235-242.

1991-2010 թվականը ճապոնիայում անվանվում է «կորուսված տասնամյակներ»: Այդ տարիների տնտեսական անկման հիմնական պատճառների թվին կարելի է դասել ֆինանսական ճգնաժամը, որը սկսեց զարգանալ 1990թ., երբ բաժնետոմսերի շուկայում պայթեց ձևավորված պղպաձակը, և աստիճանաբար 1990-ականների կեսերին հասավ բանկային համակարգին:

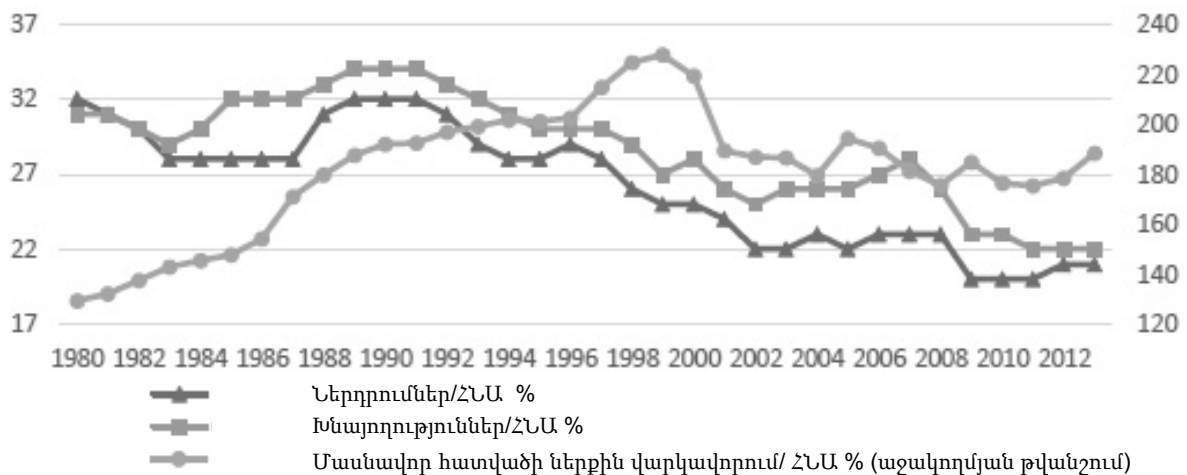
Այս ամբողջ ժամանակահատվածում կառավարությունը և կենտրոնական բանկը աջակցում էին այսպես կոչված «Zombie banks» բանկերին, որոնք, հաշվի առելով բանկերի և ճապոնական կորպորացիաների միջև փոխկապվածությունների առանձնահատկությունները, շղթայական շարունակում էին փրկել այսպես կոչված «Zombie firms» ընկերություններին (իրավիճակ, որը գրականության մեջ անվանվում է «too big to fail» խնդիր): Հետագա ռեցեսիան հանգեցրեց դեֆյուգիայի, պարտային բեռի, գործազրկության, ներդրումների վրա բացասական ազդող իրական տոկոսադրույքի աճի, ինչպես նաև համախառն գործունային արտադրողականության աճի տեմպերի, իրական աշխատավարձի և դրա հետ կապված աշխատանքի արտադրողականության նվազեցման: Դեֆյուգիան իր հերթին հանգեցրեց ծախսերի ավելացման, այսինքն՝ սպառման խթանների նվազեցման, բանի որ գործակալները սպասում էին հետագա գնանկման և հետաձգում էին սպառումը՝ ապագա ժամանակահատվածի համար: Միևնույն ժամանակ սպառման նվազեցումը արտահայտվեց 1980-ական թթ. արձանագրված սպառման ծավալներից հեռացմամբ: Ֆինանսական հատվածում առկա խնդիրները, ինչպես նաև տնտեսության թողարկման ծավալների անկումն իրենց արտացոլումն ստացան նաև համախառն ներդրումների նվազման վրա, ինչը հիմնականում պայմանավորված էր հետևյալ գործոններով.

- ընկերությունները գերադասում էին իրենց շահույթն օգտագործել պարտքերը մարելու այլ ոչ թե ներդրումներ կատարելու նպատակով,
- ընկերությունների կապիտալ ծախսերի ցածր մակարդակի արդյունքում արձանագրվեց ներդրումների ծավալների անկում,
- 1998 թվականից հետո ճապոնական ընկերությունները սկսեցին ներդրումները չկատարելու հաշվին խնայել սեփական միջոցները և վերածվեցին «բացարձակ խնայողականի»<sup>10</sup>:

Միևնույն ժամանակ տարբեր վերլուծությունների մեջ հանդիպում է այնպիսի հետեւություն, ըստ որի՝ ճապոնիայում իրականացված դրամավարկային բաղաբանականությունը չհանդիսացավ բավարար չափով մեղմ, որպեսզի կարողանա ապահովել տնտեսության ելք իրացվելիության թակարդից<sup>11</sup>: Տնտեսագետ Սթեֆ Սամսերի պնդմամբ՝ տնտեսական աճի խթանման համար անհրաժեշտ էին իրականացնել դրամական զանգվածի առավել մասշտաբային ընդգրկում:

Ճապոնիայում ճգնաժամի սկզբից խնայողությունների և ներդրումների նորմանները սկսեցին աստիճանական անկում արձանագրել, ընդ որում՝ դիտարկված շրջանում խնայողությունները գերազանցում էին ներդրումներին (տես՝ գծապատկեր 2): Մասնավոր հատվածի ներքին վարկավորումը սկսեց անկում ապրել 1998թ., սակայն դրա տատանումը հնարավոր դարձավ մեղմել՝ զրոյական տոկոսադրույքների և բանակական մեղմացման բաղաբանականության իրականացման շնորհիվ:

**Գծապատկեր 2. Ներդրումների, խնայողությունների և մասնավոր հատվածի ներքին վարկավորման հարաբերական ցուցանիշների դինամիկան ճապոնիայում 1980-2012թթ.**



Տնտեսագետ Տ. Բայոմիլը, ուսումնասիրելով կշված ժամանակահատվածում ճապոնիայի տնտեսական ցուցանիշները, իրականացրել է բազմազործոն վերլուծություն՝ ավտոռեգրեսիոն մոդելի կիրառմամբ: Վերջինիս հիման վրա հեղինակը կառուցել է ազդակային պատասխանի ֆունկցիաներ, որոնց վերլուծության և գնահատման հիման վրա դիտարկել է 1990-ական թթ. ճապոնական տնտեսության անկման հնարավոր պատճառները: Իրականացված հետազոտության արդյունքում հեղինակը հանգել է այն եզրակացության, որ տնտեսական աճի բացակայությունը կարող է բացատրվել հետևյալ հանգամանքներով.

- Ֆիսկալ բաղաբանականության հստակ և փորձարկված խթանների բացակայությամբ,
- իրացվելիության թակարդում տնտեսության հայտնվելու պարագայում խթանող դրամավարկային բաղաբանականության իրականացման սահմանափակ հնարավորություններով,

<sup>10</sup> Peek J., Rosengren E.S., Unnatural Selection: Perverse Incentives and the Misallocation of Credit in Japan, American Economic Review, Vol. 95, No. 4, 2005. pp. 1144-1166.

<sup>11</sup> Sumner S., Why Japan's QE didn't "work?", The Money Illusion, Retrieved November 24 2014.

• Ներդրումների վերաբաշխման բացակայությամբ և պարտքի էական ծանրաբեռնվածությամբ վերաներդրումներով և էական պարտքի լծով,

• ֆինանսական միջնորդության գործընթացի խաթարմամբ<sup>12</sup>:

Հաշվարկների համաձայն՝ ՀՆԱ աճի տեմպերի անկման հիմնական պատճառ հանդիսացավ ֆինանսական միջնորդության խախտումը, որն առաջացել էր բանկային վարկավորման վրա ներքին շուկայում բաժնետոմսերի գնի փոփոխության ազդեցության արդյունքում:

Այսպիսով, կարող ենք եզրակացնել, որ բանկային վարկավորման շուկայում 1991 թվականից սկսված ճգնաժամի, ինչպես նաև ճապոնիայի ֆինանսական համակարգի մի շարք առանձնահատկությունների արդյունքում, գրոյական տոկոսադրույքների քաղաքականությունը չհանգեցրեց տնտեսական ակտիվության աճի: Ցածր տոկոսադրույքները ֆինանսական միջոցներ առաջարկող գործակալների համար հանդիսանում են բացասական ազդակներ, ինչը նշանակում է, որ ֆինանսական համակարգով անցնող ռեսուրսների ծավալը նվազում է, այսինքն՝ նվազում է նաև ներդրումային բազան, ինչն էլ չի նպաստում տնտեսական ակտիվության խթանմանը և ՀՆԱ տեմպերի աճին:

*Ներկայացվել է 17.07.2017թ.  
Ընդունվել է տպագրության 31.08.2017թ.*

<sup>12</sup> Bayoumi T. Bayoumi T., The morning after: explaining the slowdown in Japanese growthThe morning after: explaining the slowdown in Japanese growth in the 1990s, Journal of International Economics, 2001, Vol. 53. No. 2. pp. 241-259.