

ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი
ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტი
ეკონომიკის სამაგისტრო პროგრამა
მაკროეკონომიკის მიმართულება



ს ა ლ ო მ ე ზ ა ბ ა ხ ი ძ ე

ეკონომიკის მაგისტრის აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად წარმოდგენილი ნაშრომი
თემაზე:

გაცვლითი კურსის რეჟიმები და მათი მაკროეკონომიკური მნიშვნელობა

მეცნიერ ხელმძღვანელი:
ასოცირებული პროფესორი,
ნაზირა კაკულია

თბილისი
2019

შინაარსი

შესავალი.....

თავი I.გაცვლითი კურსის რეჟიმების თეორიული ასპექტები.....

1.1საერთაშორისო სავალუტო სისტემის ევოლუცია.....

1.2 მცურავი და ფიქსირებული კურსები.....

1.3გაცვლითი კურსის კეინზიანური IS-LM-BP და მანდელ-ფლემინგის მოდელები.....

თავიII.გაცვლითი კურსი, როგორც ღია ეკონომიკის საგარეო შოკებზე რეაგირების მექანიზმი.....

2.1საგარეო სექტორი და საგადასახდელო ბალანსი.....

2.2მაღალი დოლარიზაციით გამოწვეული პრობლემები.....

2.3გაცვლით კურსზე მოქმედი ფაქტორები (საქართველოს მაგალითზე).....

თავი III. მონეტარული მდგომარეობის ინდექსის გაანგარიშების მეთოდოლოგიური ასპექტები და მიღებული შედეგების ანალიზი.....

3.1 მონეტარული მდგომარეობის ინდექსის მეთოდოლოგიური მიმოხილვა.....

3.2 მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი საქართველოსთვის.....

დასკვნა.....

გამოყენებული ლიტერატურა.....

ანოტაცია

ეკონომიკურ ზრდაზე შერჩეული გაცვლითი კურსის ზემოქმედების საკითხი განხილვის ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანეს საგანს წარმოადგენს როგორც აკადემიურ წრეებში, ასევე პოლიტიკის გამტარებლების მხრიდან. აღნიშნული საკითხი მეტად აქტუალურია თუ გავითვალისწინებთ იმას, რომ ოთხ ათეულ წელზე მეტი გავიდა ფიქსირებული გაცვლითი კურსების ბრეტონ-ვუდსის სისტემის დაშლის შემდეგ და საერთაშორისო დონეზე ამჟამად გაცვლითი კურსების არაერთი რეჟიმი არსებობს. შედეგად, ჩამოყალიბებულია განსხვავებული თეორიული მოდელები, რომლებიც განიხილავენ კავშირს ეკონომიკურ ზრდასა და გაცვლითი კურსის რეჟიმს შორის. ზოგიერთი მათგანი ეთანხმება მანდელ-ფლემინგის მიდგომას, ნაწილი კი ე.წ ახალ ღია ეკონომიკის მაკროეკონომიკურ მიდგომას.

ნაშრომში განხილულია მონეტარული პოლიტიკის გატარებისთვის ეროვნული ბანკების მიერ შემუშავებული მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი (Monetary Conditions Index). ის ფართოდ გამოიყენება და აფართოებს თარგეთირების მექანიზმს, ითვალისწინებს რა გაცვლითი კურსის ზემოქმედების ეფექტებს ღია ეკონომიკაზე და გამოიყენება როგორც გზამკვლევი მოდელზე დაფუძნებული პოლიტიკის კურსის წარმართვისათვის, სხვა ფორმალურ საპროგნოზო მოდელებთან ერთად.

საბოლოოდ, შერჩეულმა გაცვლითი კურსის რეჟიმმა შესაძლოა ეკონომიკაზე ზეგავლენა მოახდინოს გრძელვადიან პერიოდში, რადგან მოქმედებს მნიშვნელოვანი მაკროეკონომიკური მაჩვენებლების ტრენდებსა და ციკლურ ნაწილებზე. მაგრამ, მიუხედავად ორივე სახის, როგორც თეორიული, ასევე ემპირიული ხასიათის კვლევებით მცდელობისა რომ გამოველინათ ყველაზე მისაღები რეჟიმი, მისი ეფექტების გათვალისწინებით სხვადასხვა მაკროეკონომიკურ და ფინანსურ ცვლადებზე, ასეთი ჯერ ვერ გამოვლინდა.

საკვანძო სიტყვები: გაცვლითი კურსის რეჟიმები, ეკონომიკური ზრდა, მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი

Salome Zabakhidze

Exchange Rate Regimes and their Macroeconomic Importance

Annotation

The implications of exchange rate regimes choice on economic growth is one of the main topics for debate both in the academic world and for the policy makers. The problem is extremely actual taking into account that after more than four decades since the fall of the Bretton Woods fixed exchange rates there is a variety of exchange rate regimes at international level. There are different theoretical models that deal with the relationship between economic growth and exchange rate regime. Some of these models could be included in the Mundell-Fleming tradition and others in the “new open economy macroeconomics” literature.

There is observed and interpreted the Monetary Conditions Index (MCI) by central banks in the conduct of monetary policy. MCI have gained widespread use and It generalizes targeting mechanism to include effects of exchange rates on an open economy, and it serves as a model-based policy guide between formal model forecasts.

In summary, the choice of exchange rate regime could affect the long-run behavior of the economy, influencing trends or cycles in important macroeconomic variables. But while both the theoretical and empirical literatures have attempted to identify the most appropriate regime by examining the effect of regime choice on various macroeconomic and financial variables, neither has been able to provide a conclusive answer.

Keywords: Exchange rate regimes, Economic growth, Monetary conditions index.

შესავალი

თემის აქტუალობა: ისეთ მაკროეკონომიკურ მაჩვენებლებთან ერთად, როგორებიცაა მშპ, ინფლაცია და საპროცენტო განაკვეთები, გაცვლითი კურსი ასევე მნიშვნელოვან პარამეტრს წარმოადგენს ქვეყნის ეკონომიკის დახასიათებისთვის. ვალუტა და მისი ღირებულება ეკონომიკისათვის არის ცენტრალური კატეგორია. ის გავლენას ახდენს საერთაშორისო ვაჭრობაზე, ინვესტიციებზე, ფინანსებზე, მიგრაციასა და სხვა მაკროეკონომიკურ მაჩვენებლებზე.

გაცვლითი კურსის რეჟიმი განმსაზღვრელია საერთაშორისო ეკონომიკური მდგომარეობისა.

გაცვლითი კურსის მერყეობის ეპიზოდებმა კიდევ ერთხელ დაადასტურა, რომ გაცვლითი კურსი არის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ინსტრუმენტი, რომელსაც შეუძლია გავლენა იქონიოს ქვეყნის ეკონომიკურ მდგომარეობაზე, ფინანსურ სტაბილურობასა და სოციალურ კეთილდღეობაზე. მიმდინარე მდგომარეობის გათვალისწინებით, დიდი მნიშვნელობა აქვს მაკროეკონომიკურ გარემოზე გაცვლითი კურსის ზეგავლენის შესახებ არსებული ლიტერატურის მიმოხილვას, არსებული მეთოდოლოგიების განვითარებასა და ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის ეფექტიანობის სიღრმისეულ ანალიზს, იმისათვის, რომ მოხდეს პოლიტიკის გამტარებელთა ინფორმირება და სწორი ეკონომიკური პოლიტიკის დაგეგმვა.

ის, თუ რომელი გაცვლითი კურსის რეჟიმი უნდა იქნეს არჩეული ერთ-ერთი მთავარი სადისკუსიო თემაა მაკროეკონომიკაში და იგი მსოფლიოს ყველა ქვეყნის წინაშე დგას. სავალუტო კურსის თითოეული რეჟიმის არჩევა დამოკიდებულია მათ სარგებელსა და დანახარჯებზე. ფიქსირებული გაცვლითი კურსის შემთხვევაში არსებობს მონეტარული ეფექტიანობის სარგებელი, რომელიც გამოწვეულია ტრანზაქციული ხარჯების დაზოგვითა და კურსის ცვალებადობით გამოწვეული დამატებითი ხარჯების აცილებით. ხოლო დანახარჯები შესაძლოა წარმოიქმნას, ასიმეტრიული მაკროეკონომიკური შოკების შედეგად, ვინაიდან ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმი ავტომატურად გულისხმობს იმ ქვეყნის მონეტარული პოლიტიკის იმპორტს, რომელზეც იქნება მიზნული გაცვლითი კურსი. მოქნილი გაცვლითი კურსის სარგებელი მაკროეკონომიკური შოკების მიმართ ადაპტაციაში გამოიხატება. მოქნილი გაცვლითი კურსის რეჟიმის პირობებში საგარეო დევალვაცია წარმოადგენს შოკების შერბილებისა

და ეკონომიკური აღდგენის ხელშემწყობ ფაქტორს. ფიქსირებული გაცვლითი კურსის პირობში კი ეს პროცესი დიდ სოციალურ დანაკარგებთან ასოცირდება. როგორც აღვნიშნეთ, მოქნილი გაცვლითი კურსის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან მახასიათებელს წარმოადგენს საგადასახდელო ბალანსის კორექტირების ხელშეწყობა. კვლევებმა აჩვენა, რომ ფიქსირებული და შუალედური გაცვლითი კურსის რეჟიმები აყოვნებენ საგადასახდელო ბალანსის კორექტირების პროცესს და ასეთი ეკონომიკები, როგორც წესი, ხასიათდებიან უფრო მაღალი დისბალანსით (დეფიციტით ან პროფიციტით).

სავალუტო პოლიტიკის წყობა მნიშვნელოვანია, როგორც მონეტარული პოლიტიკის, ასევე ფისკალური პოლიტიკის ეფექტიანობის თვალსაზრისით. ფიქსირებული რეჟიმის პირობებში, ვინაიდან შეზღუდულია ავტონომიური მონეტარული პოლიტიკის გატარების შესაძლებლობა, ქვეყნის ფინანსური პოლიტიკა ფისკალურ მხარეზე ხდება დამოკიდებული. გასათვალისწინებელია, რომ ფისკალური პოლიტიკა წარმოადგენს ნაკლებად მოქნილ ინსტრუმენტს და მონეტარული პოლიტიკისაგან განსხვავებით, უფრო ნაკლებად დაცულია პოლიტიკური წნეხისაგან. ამასთან, ფისკალური ღონისძიებების გატარება უფრო მეტად დროში გაწელილი პროცესია.

გაცვლითი კურსის მაკროეკონომიკურ მნიშვნელობაზე მიუთითებს ის ფაქტიც, რომ იგი სამომხმარებლო ფასების ერთ-ერთი განმსაზღვრელი ფაქტორია, რომელიც პირდაპირი და არაპირდაპირი არხით, გავლენას ახდენს სამომხმარებლო ფასების ინდექსზე.

კვლევის მიზნები და ამოცანები: მოცემული სამაგისტრო ნაშრომის კვლევის მიზანია გაცვლითი კურსის ეფექტიანობის ანალიზი და მისი გავლენის შეფასება მაკროეკონომიკურ მაჩვენებლებზე. აღნიშნული მიზანის განხორციელებისათვის საჭიროა რამდენიმე ამოცანის შესრულება.

- პირველ რიგში, გაცვლითი კურსის ამა თუ იმ რეჟიმის არჩევასთან დაკავშირებული სარგებლისა და დანხარჯის შესწავლა, ასევე სხვადასხვა არხის გაანალიზება, რომლის მეშვეობითაც გაცვლით კურსის ცვლილება გავლენას ახდენს ეკონომიკაზე.
- საქართველოს ეკონომიკის სტრუქტურისა და ეკონომიკის წინაშე მდგარი მთავარი გამოწვევების გაანალიზება, რათა სწორი მოდელირება გაკეთდეს ეკონომიკურ ცვლადებს შორის არსებულ კავშირებსა და ურთერთგავლენებზე.

- მონეტარული პოლიტიკის ერთ-ერთი ინსტრუმენტის, მონეტარული მდგომარეობის ინდექსის მეთოდოლოგიის მიმოხილვა და მისი ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის შესწავლა. მოცემული ინდექსის შეფასება საქართველოს ეკონომიკისათვის.

კვლევის საგანი და ობიექტი:სამაგისტრო ნაშრომის კვლევის ობიექტს წარმოადგენს საქართველოსათვის, როგორც მცირე-ღია ეკონომიკისა და მაღალი დოლარიზაციის მქონე ქვეყნისათვის ოპტიმალური სავალუტო რეჟიმის შერჩევა, ხოლო კვლევის საგანია გაცვლითი კურსის ცვლილების გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე.

კვლევის თეორიული და მეთოდოლოგიური საფუძვლები: კვლევის პროცესში ძირითად მაკროეკონომიკურ თეორიებთან ერთად გამოყენებულია, სხვადასხვა თეორიული და ემპირიული ნაშრომები და განხილულია საერთაშორისო ორგანიზაციების (IMF, OECD) ანგარიშები.

სტანდარტულ მცირე-ღია ეკონომიკის მოდელებში (ტრადიციული მანდელ-ფლემინგ-დორნბუშის მოდელები) ნომინალური გაცვლითი კურსის გაიფასურებას აქვს ექსპანსიური გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე, რაც გამოწვეულია ექსპორტის წახალისებითა და იმპორტის შემცირებით. თუმცა, ეს გავლენა შეიძლება საპირისპიროდ შეიცვალოს ისეთ ეკონომიკურ მოდელებში, რომლებიც ხასიათდება მაღალი დოლარიზაციითა და იმპორტირებული შუალედური საქონლის მაღალიწილით (Krugman P., 1999). საქართველო, როგორც მაღალიდოლარიზაციის მქონე ქვეყანა, იმპორტირებული შუალედური საქონლის მაღალი წილით, წარმოადგენს საინეტერესო მაგალითს მცირე-ღია ეკონომიკაში გაცვლითი კურსის ცვლილების ეკონომიკურ ზრდაზე გავლენის შესწავლის თვალსაზრისით. ნაშრომი ეყრდნობა ქართველ და უცხოელ მეცნიერთა გამოკვლევებს, საერთაშორისო ორგანიზაციების მონაცემებს, პერიოდულ გამოცემათა მასალებს, საქართველოსა და უცხოური ცენტრალური ბანკების ნორმატიულ და სტატისტიკურ მასალებს. გამოკვლევა ჩატარებულია საქართველოს ეროვნული ბანკის, მსოფლიო ბანკის, მსოფლიო სავალუტო ფონდის, საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახურისა და სხვა ორგანიზაციაში მოპოვებული ფაქტობრივი მონაცემების ანალიზის საფუძველზე.

პრობლემის კვლევის მდგომარეობა. გაცვლითი კურსის რეჟიმის არჩევა და მასთან

დაკავშირებული სარგებელი და დანახარჯი, ასევე მისი გავლენა მაკროეკონომიკურ გარემოზე, აქტიური კვლევის ობიექტს წარმოადგენს აკადემიური წრისათვის, ამაზე მეტყველებს პუბლიკაციებისრაოდენობააკადემიურ ჟურნალებში. მრავალფეროვანია ეკონომისტთა ხედვები საკითხთან დაკავშირებით (Rogoff K., 1995).

პირველად, ემპირიული კვლევა გაკეთდა 1980-იან წლებში იმისათვის, რომ გამოეკვლინათ კავშირი გაცვლითი კურსის რეჟიმებსა და ეკონომიკურ ზრდას შორის გრძელვადიან პერიოდში (Baxter M., Stockman A., 1989). აღნიშნული, დღეს უკვე კლასიკურკვლევად მიიჩნევა და მან აჩვენა რომ გაცვლითი კურსის მერყეობა განსხვავებული იყო ფიქსირებული და მცურავი კურსის რეჟიმების შემთხვევაში.

ერთ-ერთი კვლევის მიხედვით, დასტურდება რომ ერთ სულზე რეალური შემოსავლები მნიშვნელოვნად იზრდება ფიქსირებული კურსის არსებობის პირობებში (Mundell R.A., 1995).

ფიქსირებული გაცვლითი კურსის პირობებში შედარებით მაღალი ეკონომიკური ზრდის იდეას იზიარებს და ადასტურებს განვითარებადი ქვეყნების პანელურ მონაცემებზე დაფუძნებული კვლევა (Moreno C.E., 2001).

ზემოთ ჩამოთვლილი კვლევების საწინააღმდეგოდ კი, 2005 წლის კვლევამ აჩვენა რომ მოქნილი გაცვლითი კურსის რეჟიმებს დადებითი ზეგავლენა აქვთ ეკონომიკურ ზრდაზე მხოლოდ განვითარებული ქვეყნების შემთხვევაში, რაც შეეხება განვითარებად ქვეყნებს, მათ შემთხვევაში არ გამოიკვეთა რაიმე სახის ზეგავლენა (Hussain A.M. et al, 2005).

რეალური გაცვლითი კურსის მერყეობა მნიშვნელოვნად მოქმედებს მწარმოებლურობის ზრდის ტემპზე გრძელვადიან პერიოდში, მაგრამ აღნიშნული ეფექტი, პარალელურად, დამოკიდებულია ფინანსური სექტორის განვითარებაზე კვლევაში მოყვანილი ქვეყნებისათვის (Aghion, P., Howitt, P., 2006). კერძოდ, ფინანსურად ნაკლებად განვითარებული ქვეყნების შემთხვევაში, მოქნილი გაცვლითი კურსი ეკონომიკური ზრდის ტემპზე შემცირების მიმართულებით მოქმედებს, განვითარებული ქვეყნების შემთხვევაში კი არ მოქმედებს მნიშვნელოვნად.

ნაშრომის კვლევით ნაწილში გამოყენებული მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი, როგორც ეკონომიკური გარემოსა და მონეტარული პოლიტიკის განმსაზღვრელი

ფაქტორი, წარმოადგენს ისეთი მეცნიერების კვლევის ობიექტს როგორებიც არიან Freedman C. (1995), Gerlach S., Smets F. (1996), Dennis, R. (1997) Dornbusch R., (1998). მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი ასახავს როგორც რეალური საპროცენტო განაკვეთის, ისე რეალური გაცვლითი კურსის ნეიტრალური დონიდან გადახრას. შესაბამისად, იგი კარგი ორიენტირია მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებისა. მონეტარული მდგომარეობის ინდექსს ითვლიან და აქვეყნებენ საერთაშორისო ორგანიზაციები (IMF, OECD) და უმსხვილესი ფინანსური დაწესებულებები (Deutsche Bank, Merrill Lynch, JPMorgan). იგი გამოიყენება, როგორც შუალედური პოლიტიკის ნიშნული მოკლევადიან პერიოდში. ის მარტივია დასათვლელად და გასაგებად, ასევე, გვიჩვენებს, როგორ მოქმედებენ ერთობლივ მოთხოვნაზე გაცვლითი კურსი და საპროცენტო განაკვეთი.

ნაშრომის სტრუქტურა: ნაშრომი შედგება სამი თავისა და რვა ქვეთავისაგან. პირველ თავში განხილულია სავალუტო სისტემის ევოლუცია და გაცვლითი კურსის რეჟიმების შესახებ არსებული თეორიული მოდელები. ვინაიდან საკითხის მიმართ ეკონომისტთა მიდგომები მრავალფეროვანია, განხილულია რამდენიმე მოდელი. გაცვლითი კურსის კეინზიანური IS-LM-BP და მანდელ-ფლემინგის მოდელი.

ნაშრომის მეორე თავში განხილულია გაცვლითი კურსი, როგორც მექანიზმი საგარეო შოკებზე რეაგირებისა. გაანალიზებულია თუ რა გავლენას ახდენს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი გაცვლით კურსზე, რომელსაც საქართველოს შემთხვევაში თან ახლავს მაღალი დოლარიზაცია. წარმოდგენილია მაღალი დოლარიზაციის უარყოფითი მხარეები მცირე-ღია ეკონომიკისათვის და მსოფლიო გამოცდილება დოლარიზაციის შემცირების საკითხში. გაცვლით კურსზე მოქმედი ფაქტორები გაანალიზებულია საქართველოს მაგალითზე, საანალიზო პერიოდებად აღებულია 2014-2015 წლები, პერიოდი როცა საქართველოს ეროვნულმა ვალუტამ განიცადა მკვეთრი გაუფასურება.

ნაშრომის მესამე თავში განხილულია მონეტარული პოლიტიკის ერთ-ერთი ინსტრუმენტის, მონეტარული მდგომარეობის ინდექსის მეთოდოლოგია. გაანალიზებულია ეს ინდექსი საქართველოსათვის, შედეგი მოცემულია განტოლების სახით.

თავი I. გაცვლითი კურსის რეჟიმების თეორიული ასპექტები

1.1 საერთაშორისო სავალუტო სისტემის ევოლუცია

სავალუტო კურსი, ეს არის ერთი ქვეყნის ვალუტის ფასი გამოხატული მეორე ქვეყნის ვალუტაში. თანამედროვე საერთაშორისო სავალუტო სისტემა სათავეს იღებს უძველესი დროიდან, როდესაც ოქრო და ვერცხლი გამოდიოდნენ საგადასახადო საშუალებების სახით სავაჭრო ურთიერთობებში. ოქროს მონეტების გამოყენებამ საგადასახდლო საშუალებების ფორმით გამოიწვია საერთაშორისო სისტემის წარმოქმნა, რომელიც ცნობილია „ოქროს სტანდარტის“ (Bordo, M. D., 1993) სახელწოდებით. ოქროს სტანდარტის შესაბამისად, ქვეყნები თანხმდებიან, თავიანთი ქალაქის ფული გაცვალონ ოქროზე ნებისმიერი კერძო პირის ან კომპანიის მოთხოვნის შესაბამისად. დიდი ბრიტანეთი იყო პირველი ქვეყანა, რომელმაც 1821 წელს შემოიღო ოქროს სტანდარტი. XX საუკუნის განმავლობაში ოქროს სტანდარტი შემოიღო პრაქტიკულად ყველა მსხვილმა სახელმწიფომ, რომლებიც ახორციელებდნენ ვაჭრობას, მათ შორის, რუსეთმა, ავსტრია-უნგრეთმა, საფრანგეთმა, გერმანიამ, აშშ-მ და სხვებმა. ოქროს სტანდარტის დაწესების შედეგად პრაქტიკულად განხორციელდა ფიქსირებული სავალუტო კურსის ფორმირება. ფიქსირებული სავალუტო კურსი ნიშნავს, რომ მოცემული ვალუტის ფასი სხვა ვალუტებთან მიმართებაში არ იცვლება. ოქროს სტანდარტის გამოყენებამ გამოიწვია ფიქსირებული სავალუტო კურსის წარმოშობა, რამდენადაც თითოეულ ქვეყანაში ფულის ერთეულის ღირებულება მიზნული იყო ოქროს ექვივალენტთან. ვიდრე კომპანიებს ჰქონდათ რწმენა იმისა, რომ ამა თუ იმ ქვეყნის ვალუტა პირველივე მოთხოვნისთანავე გარანტირებულად შეიძლებოდა გადაცვლილიყო ოქროზე დათქმული კურსით, ბევრი მათგანი უპირატესობას ანიჭებდა კუთვნილი გადასახდელი მიეღო ვალუტაში.

პირველი მსოფლიო ომის დამთავრებამდე ყველაზე მნიშვნელოვანი ვალუტა, რომელიც გამოიყენებოდა საერთაშორისო ვაჭრობაში, იყო ბრიტანული ფუნტ სტერლინგი. მსოფლიოს მრავალი მსხვილი კომპანია სავაჭრო გარიგებებზე ანგარიშწორებას ახორციელებდა ოქროთი ან ბრიტანული ფუნტ სტერლინგით. ამიტომაც, ამ დროისთვის მოქმედ საერთაშორისო სავალუტო სისტემას ხშირად

უწოდებენ სტერლინგურ ოქროს სტანდარტს. პირველი მსოფლიო ომის დროს მოიშალა სტერლინგური ოქროს სტანდარტის სისტემა. სამხედრო მოქმედებების შედეგად გამოწვეული ეკონომიკური პრობლემის გამო ქვეყნებმა ერთმანეთის მიყოლებით დაიწყეს უარის თქმა თავიანთ ვალდებულებებზე გაეყიდათ ან შეეძინათ ვალუტა ნომინალური ღირებულებით. ომის დამთავრების შემდეგ ბრიუსელში და გენუაში ძირითად ძლევამოსილ ქვეყნებს შორის, ხელმოწერილ იქნა შეთანხმება ომამდე არსებული ოქროს სტანდარტის დაბრუნების შესახებ. მიუხედავად იმისა, რომ ამ დროს ევროპაში ადგილი ჰქონდა მაღალ ინფლაციას, უმუშევრობას და პოლიტიკურ არასტაბილურობას. თუმცა, ოქროს სტანდარტის აღდგენა მოკლევადიანი აღმოჩნდა ეკონომიკური რყევების გამო, რომელიც წინ უძღვოდა დიდ დეპრესიას. დიდი ბრიტანეთის ცენტრალურმა ბანკმა ვერ უზრუნველყო თავისი ვალდებულების შესრულება ფუნტ სტერლინგის ფიქსირებული გაცვლითი კურსის უზრუნველყოფის მხრივ.

დიდი ბრიტანეთის მიერ ოქროს სტანდარტზე უარის თქმის შემდეგ ეტაპზე ჩამოყალიბდა ე.წ. „სტერლინგური ზონა“ (Bordo M. D., 1981), რომელიც მოიცავდა ქვეყანათა ჯგუფს, რომლებმაც თავიანთი ვალუტა მიაბეს ფუნტ სტერლინგს და საკუთარ სტერლინგურ ანგარიშებს იყენებდნენ ვალუტის საერთაშორისო რეზერვების სახით. სხვა ქვეყნებმა ვალუტა მიაბეს აშშ დოლარს ან ფრანგულ ფრანკს. საერთაშორისო სავალუტო სისტემის ჰარმონიულობას ჩაეყარა საფუძველი თანდათანობით იმის მიხედვით თუ როგორ დაიწყო ზოგიერთმა ქვეყანამ ეროვნული ვალუტის დევალვაცია სამამულო წარმოების საქონლის კონკურენტუნარიანობის ამაღლების მიზნით. ეროვნული ვალუტის ოფიციალური კურსის შემცირების ხელოვნური შემცირების მეშვეობით თითოეული ქვეყანა ცდილობდა მსოფლიო ბაზარზე ექსპორტირებული თავიანთი საქონლის ფასის შემცირებას, ექსპორტის სტიმულირებისა და იმპორტის მოცულობის შემცირების მიზნით. მაგრამ მას შემდეგ, რაც სხვა ქვეყნებმაც მოახდინეს თავიანთი ვალუტების დევალვაცია ამ გზით მოგების მიღება შეუძლებელი გახდა. იმის მიხედვით, რაც უფრო მეტი ქვეყანამიმართავდა მეზობელი ქვეყნის გაკოტრებას, საერთაშორისო ვაჭრობის მოცულობა მცირდებოდა. ამ პროცესს თან სდევდა კიდევ უფრო ცუდი მდგომარეობა. წარმოქმნილ საერთაშორისო ეკონომიკურ კონფლიქტებს სწრაფად მოჰყვა საერთაშორისო სამხედრო კონფლიქტი. 1939 წელს დაიწყო მეორე

მსოფლიო ომი.

ჯერ კიდევ მეორე მსოფლიო ომის დამთავრებამდე 1944 წელს, მსოფლიოს 44 ქვეყნის წარმომადგენლები შეიკრიბნენ ქალაქ ბრეტონ ვუდსში (აშშ), რათა ჩამოეყალიბებინათ ისეთი ომისშემდგომი გარემო, რომელიც ხელს შეუწყობდა მშვიდობასა და ეკონომიკის აღმავლობას. კონფერენციის მონაწილე ყველა ქვეყანამ გამოთქვა თანხმობა ეროვნული ფულის ერთეულის ოქროსთან მიბმის შესახებ. აშშ დოლარის ნომინალური ღირებულება დადგინდა ერთ უნციაზე 35 დოლარის მოცულობით. ამავე დროს, მხოლოდ აშშ უზრუნველყოფდა თავისი ვალუტის მოცულობას ოქროთი ნებისმიერი უცხო ქვეყნის ცენტრალური ბანკის მოთხოვნის თანახმად. ამრიგად, ამერიკული დოლარი გახდა ბრეტონ-ვუდსის სისტემის ძირითადი ქვაკუთხედი. მრავალ ქვეყანაში დარწმუნებულები იყვნენ ამერიკული ეკონომიკის სიმტკიცეში და ამიტომაც უყოყმანოდ ღებულობდნენ ამერიკულ დოლარს გარიგებებზე ანგარიშწორების განსახორციელებლად.

შეიძლება ითქვას, რომ ბრეტონ-ვუდსის კონფერენციის ერთ-ერთი შედეგი იყო დოლარზე დაფუძნებული ოქროს სტანდარტის დაწესება. რამდენადაც ყველა ქვეყანაში დადგენილი იყო ეროვნული ვალუტის ნომინალური ღირებულება, ბრეტონ-ვუდსის შეთანხმების დადების შედეგად მოხდა ფიქსირებული გაცვლითი კურსის სისტემის ფორმირება. შეთანხმების პირობების თანახმად, თითოეულ ქვეყანას თავისი ეროვნული ვალუტის ერთეულის ღირებულება უნდა შეენარჩუნებინა მისი ნომინალური ღირებულების +/-1 პროცენტის ფარგლებში (Rogoff, K., 2003). იმ შემთხვევაში, თუ ფულის ერთეულის საბაზრო ფასი გადავიდოდა დადგენილი ზღვრის გარეთ, ქვეყანას უნდა განეხორციელებინა ინტერვენცია უცხოური ვალუტის ბაზარზე, რათა აღედგინა მისი ნომინალური ღირებულება. ამიტომაც, ბრეტონ-ვუდსის სისტემას ხშირად უწოდებენ ფიქსირებული სავალუტო კურსის რეგულირების სისტემას. ფაქტობრივად, ეროვნული ფულის ერთეული მიბმული იყო ოქროსთან, მაგრამ მათი გაცვლითი კურსის დონე გარკვეული გარემოებების შემთხვევაში ექვემდებარებოდა შეცვლას.

თანდათანობით თავი იჩინა პრობლემებმა ბრეტონ-ვუდსის სისტემის მთავარ ბანკში- აშშ ფედერალურ სისტემაში. ფაქტია, რომ ბრეტონ-ვუდსის სისტემა ეყრდნობოდა დოლარს და მასთან მიმართებაში შექმნილმა პრობლემებმა გამოიწვია ამ სისტემის კრაზი. საქმე იმაშია, რომ დროის მცირე მონაკვეთში ოქროს მარაგი არ იზრდებოდა,

ხოლო საერთაშორისო ვაჭრობაში ლიკვიდობის უზრუნველყოფის ერთადერთ წყაროდ დოლარი რჩებოდა. ბრეტონ-ვუდსის პირობებით, საერთაშორისო ვაჭრობაში ლიკვიდური საშუალება დამოკიდებული იყო უცხოელი მოქალაქეების მზადყოფნაზე გაეზარდათ შენატანები დოლარში. ამას ისინი ხალისით აკეთებდნენ მანამ, სანამ ამერიკის ოქროს მარაგებისადმი ნდობა ჰქონდათ. ამიტომაც, 50-60-იან წლებში უცხოელების მიერ ბანკებში შენახული დოლარის რაოდენობა მუდმივად იზრდებოდა. მოხდა ისე, რომ უცხოური ქვეყნების მიერ ამერიკული დოლარის მარაგის ზრდის შესაბამისად, ადამიანებს ეჭვი გაუჩნდათ აშშ-ს მხრიდან ბრეტონ-ვუდსის შეთანხმების თანახმად ვალდებულების შესრულებასთან დაკავშირებით. ამის შედეგად წარმოიშვა ე.წ. „ტრიფინის პარადოქსი“, მოვლენა, რომელიც პირველად განსაზღვრა ბელგიური წარმოშობის იელის უნივერსიტეტის ეკონომისტმა რობერტ ტრიფინმა. ეს პარადოქსი დაკავშირებულია იმ ფენომენთან, რომ უცხო ქვეყნების მოქალაქეები განიცდიდნენ დოლარის მარაგის ზრდის აუცილებლობას, თუმცა, რაც უფრო მეტი დოლარი გააჩნდათ, მით უფრო იზრდებოდა უნდობლობა აშშ-ს მიმართ, ამ ფულის ოქროთი უზრუნველყოფის შესაძლებლობის შესახებ. რაც უფრო მცირე იყო უცხოელების ნდობა აშშ-ს მიმართ, მით მეტი იყო სურვილი ამერიკული დოლარისაგან გათავისუფლების და შესამაბისი ოქროს მიღების. მოვლენათა ასეთი განვითარების პირობებში საერთაშორისო ვაჭრობა და საერთაშორისო სავალუტო სისტემა კრახის წინაშე აღმოჩნდა. 70-იანი წლების შუა პერიოდში დოლარის სტაბილურობისადმი უნდობლობის გამო ბრეტონ ვუდსის სისტემა სერიოზულად შეირყა (Bergsten, C.F., 1993). მსოფლიო სავალუტო სისტემის მონაწილეებისათვის ცხადი გახდა, რომ აშშ-ს არ გააჩნდა საკმარისი რაოდენობის ოქროს მარაგი, რათა დაეკმაყოფილებინა დოლარის ოქროზე გაცვლის ყველა მსურველი. 1971 წლის 15 აგვისტოს პრეზიდენტმა ნიქსონმა გააკეთა განცხადება, რომ აშშ არ გაცვლის ვალუტას უნცია ოქროს 35 დოლარად. ეს იყო ბრეტონ-ვუდსის სიტემის დასასრული.

ამის შემდეგ, მსოფლიო რამდენიმე სახის გაცვლითი კურსით ხასიათდება, ზოგიერთ ქვეყანას მოქნილი გაცვლითი კურსი გააჩნია ზოგიერთს-ფიქსირებული, ზოგიერთი კი ამ გაცვლით კურსებს შორის მერყეობს. სპექტრის ერთ ბოლოში მოქნილი სავალუტო კურსების მქონე ქვეყნებია, როგორც, მაგალითად, აშშ ან იაპონია. ამ ქვეყნებს გაცვლითი კურსის აშკარა მიზნები აქვთ. მიუხედავად იმისა, რომ მათი ცენტრალური

ბანკები, შესაძლოა, გაცვლითი კურსის დინამიკის იგნორირებას არ ახდენს, მაგრამ საკუთარი თავი ისე წარმოაჩინეს, რომ სავსებით შესაძლებელია გაცვლით კურსს მნიშვნელოვანი რყევის უფლება მიეცეს. მეორე ბოლოში ფიქსირებული გაცვლით კურსის პირობებში მოქმედი ქვეყნებია, სადაც შენარჩუნებულია რომელიმე უცხოურ ვალუტაში გამოხატული ფიქსირებული გაცვლითი კურსი. ზოგიერთი თავის ვალუტას აბამს დოლარს. მაგალითად, 1991 დან 2001 წლამდე არგენტინამ თავისი ვალუტა-პესო ძალიან მაღალი სიმბოლური გაცვლითი კურსით, 1 დოლარი 1 პესოზე, მიაბა (Frankel, J. A., 1999). სხვა ქვეყნებმა ვალუტა მიაბეს ფრანგულ ფრანკს, ხოლო როცა ფრანგული ფრანკი ევროთი შეიცვალა ახლა ევროზეა მიბმული. ჯერ კიდევ გარკვეულ ქვეყნებს ვალუტა მიბმული აქვთ უცხოური ვალუტების კალათასთან, ხვედრითი ქონებით, რომელიც მათი ვაჭრობის შემადგენლობას ასახავს.

იარლიყი, „ფიქსირებული“ ცოტა დამაბნეველია. არ არსებობს შემთხვევა, რომ ფიქსირებული გაცვლითი კურსის მქონე ქვეყნებში, გაცვლით კურსი ფაქტობრივად არასოდეს იცვლებოდეს, მაგრამ ცვლილებები იშვიათია. უკიდურეს შემთხვევას აფრიკული ქვეყნები წარმოადგენს, სადაც ადგილობრივი ვალუტა ფრანგულ ფრანკს მიება.

ამ უკიდურესობებს შორის არსებობს ქვეყნები, რომლებიც გაცვლითი კურსის სხვადასხვა ხარისხით თარგეთრების მომხრეა. მაგალითად, ზოგიერთ ქვეყანა მოქმედებს მცოცავი მიბმის პირობებში. ამ ქვეყნებს, ჩვეულებრივ, ინფლაციის ისეთი ტემპი ახასიათებს, რომელიც აშშ-ს ინფლაციის ტემპს აჭარბებს. თუ ეს ქვეყნები თავის ნომინალურ კურსს მიაბამენ დოლარს, მათი ადგილობრივი ფასების დონის მკვეთრი ზრდა, აშშ-ს ფასების დონესთან შედარებით, მდგრად რეალურ გამძვირებას გამოიწვევდა და საქონელს მკვეთრად არაკონკურენტუნარიანად აქცევდა. ამ ეფექტის თავიდან ასაცილებლად, ეს ქვეყნები ირჩევენ გაუფასურების წინასწარ განსაზღვრულ დონეს დოლართან მიმართებაში, ასევე დოლართან მიმართებაში ირჩევენ ცოცვას.

კიდევ ერთი შეთანხმება არსებობს ქვეყნების ჯგუფისათვის, რათა ჯგუფის ფარგლებში შენარჩუნდეს ორმხრივი გაცვლითი კურსი. ყველაზე ცნობილი მაგალითია ევროპის მონეტარული სისტემა, რომელმაც გაცვლითი კურსის დინამიკა ევროკავშირის ფარგლებში 1978 წლიდან 1998 წლამდე განსაზღვრა. ევროპის მონეტარული სისტემის წესების პირობებში წევრი ქვეყნები შეთანხმდნენ გაცვლითი კურსი დანარჩენებთან

მიმართებაში შეენარჩუნებინათ ვიწრო ლიმიტების ფარგლებში ან ჯგუფში, ცენტრალური პარიტეტის-გაცვლითი კურსის მოცემული მნიშვნელობისგარშემო. ცენტრალური პარიტეტის ცვლილებებს და სპეციფიკური ვალუტების დევალვაციასა და რევალვაციას მხოლოდ წევრ ქვეყნებს შორის საერთო შეთანხმების საფუძველზე შეიძლება ჰქონოდა ადგილი.

ევროპის მონეტარული გაერთიანებისადმი გადადგმული უმნიშვნელოვანესი ნაბიჯი იყო ევროპის მონეტარული სისტემის ჩამოყალიბება 1979 წლის მარტში, შემდეგი 8 ქვეყნის მიერ- საფრანგეთი, გერმანია, იტალია, ბელგია, დანია, ირლანდია, ლუქსემბურგი და ნიდერლანდები. მათი მიზანი ევროპული ქვეყნების ვალუტებს შორის გაცვლითი კურსების სტაბილიზება წარმოადგენდა.

ევროპის მონეტარული სისტემის მომავალი არც თუ წარმატებულად აღიქმებოდა 1979 წლის დასაწყისისათვის, რადგან წლიური ინფლაციის დონე მერყეობდა გერმანიის 2.7%-დან, იტალიის 12.1%-მდე (Beier, A., Jurgen, A., 2001). თუმცა, პოლიტიკური კოორდინაციის შდეგად სისტემა გარდაიქმნა და გაფართოება დაიწყო. 1989 წელს ესპანეთის, 1990 წელს ბრიტანეთისა და 1992 წლის დასაწყისისათვის პორტუგალიის დამატებით. სისტემის განვითარება შეფერხდა მას შემდეგ, რაც იტალია და დიდი ბრიტანეთი გამოეთიშნენ 1992 წელს. 1993 წლის აგვისტომდე თუ ევროპის მონეტარული სისტემის მიერ ქვეყნების ვალუტებს შორის კურსის მერყეობა 2.25%-მდე იყო შეზღუდული, სპეკულაციური თავდასხმების შედეგად ეს საზღვარი გაფართოვდა 15%-მდე (Ghosh, A., Ostry, J. D., Tsangarides, C., 2011), ეს მაჩვენებელი შენარჩუნებული იყო 1999 წლამდე, როდესაც საერთო ვალუტად შემოიღეს ევრო.

ერთ-ერთი მოტივი მონეტარული გაერთიანების იყო ევროგაერთიანების როლის ზრდა გლობალურ მონეტარულ სისტემაში. თუმცა, ევროკავშირის ქვეყნები არ შემოიფარგლენ მხოლოდ ამით და უფრო დიდ შიდა ეკონომიკურ გაერთიანებას მიაღწიეს საქონლისა და მომსახურების თავისუფლად გადაადგილების წახალისებით. ამ მიზნით, 1986 მიიღეს ერთიანი ევროპული აქტი, 1993 წლისათვის ამ აქტით განსაზღვრული მიზნები უკვე მიღწეულ იქნა და ამოქმედდა ევროპის ერთიანი ბაზარი.

ეკონომიკურმა და მონეტარულმა კავშირმა სამი ეტაპი გაიარა. პირველი ეტაპი, რომელიც 1990 წლის 1 ივლისს დაიწყო, მოიცავდა შემდეგს:

- ევროკავშირის ფარგლებში კაპიტალის სრულიად თავისუფალი მოძრაობა (სავალუტო

კურსის კონტროლის გაუქმება);

-სტრუქტურული ფონდების გაზრდა ევროპის რეგიონებს შორის უთანასწორობის თავიდან აცილების მიზნით;

-ეკონომიკური კონვერგენცია წევრ სახელმწიფოთა ეკონომიკური პოლიტიკის მრავალმხრივი კონტროლის საშუალებით.

1992 წლის 7 თებერვალს ხელი მოაწერეს მასტრიხტის ხელშეკრულებას (Beier, A., Jurgen, A., 2011), რომელიც ძალაში შევიდა 1993 წელს და ითვალისწინებდა ერთიანი ვალუტისა და ეროვნული ბანკის შექმნას, არაუგვიანეს 1999 წლის 1 იანვრისა. ლიდერების აზრით ხელშეკრულება უზრუნველყოფდა ევროპის ეკონომიკურ-პოლიტიკურ სტაბილურობას.

მეორე ეტაპი 1994 წლის 1 იანვრიდან დაიწყო და ითვალისწინებდა: ევროპული სავალუტო ინსტიტუტების დაარსებას ფრანკფურტში (ევროპული სავალუტო ინსტიტუტი შედგებოდა ევროკავშირის ქვეყნების ცენტრალური ბანკების მმართველებისაგან), წევრ სახელმწიფოთა ცენტრალური ბანკების დამოუკიდებლობას მთავრობის მხრიდან კონტროლისაგან, წევრ სახელმწიფოთა ბიუჯეტებში დეფიციტის შემცირების წესების დადგენას.

მესამე ეტაპი იყო ევროს შემოღება. 1999 წლის 1 იანვრიდან 2002 წლის იანვრამდე ევრო ეტაპობრივად იქნა შემოღებული როგორც საერთო ვალუტა იმ ქვეყნებში, რომლებიც შევიდნენ ევროს სივრცეში. ამ დროიდან ევროპის სავალუტო სისტემის ადგილი ევროპის ცენტრალურმა ბანკმა დაიკავა და მას დაეკისრა პასუხისმგებლობა მონეტარულ პოლიტიკაზე, რომელიც განისაზღვრება და ხორციელდება ევროში.

იმისათვის, რომ შევიდეს ევროსივრცეში თითოეული წევრი ქვეყანა უნდა აკმაყოფილებდეს კონვერგენციის ხუთ კრიტერიუმს. ეს კრიტერიუმებია:

-ფასების სტაბილურობა, ინფლაციის მაჩვენებელი 1.5%-ზე მეტად არ უნდა აღემატებოდეს ყველაზე დაბალი ინფლაციის მქონე სამი წევრი ქვეყნის ინფლაციის საშუალო მაჩვენებლებს;

-საპროცენტო განაკვეთები: გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთები 2%-ზე მეტად არ უნდა აღემატებოდეს ყველაზე დაბალი საპროცენტო განაკვეთების მქონე სამი წევრი ქვეყნის საშუალო საპროცენტო განაკვეთებს;

-დეფიციტი: ეროვნული ბიუჯეტის დეფიციტი უნდა იყოს მშპ-ს 3%-ზე დაბალი.

-სახელმწიფო დავალიანება: არ უნდა აღემატებოდეს მშპს 60%-ს (Bertau, C. A. et al, 2014);
-საპროცენტო განაკვეთის სტაბილურობა: წინა ორი წლის განმავლობაში საპროცენტო განაკვეთები ცვალებადობის ნებადართული ზღვრის ფარგლებში უნდა ყოფილიყო. 2012 წელს ევროკავშირის 25 წევრი სახელმწიფოს მთავრობებმა ხელი მოაწერეს საერთაშორისო შეთანხმებას სახელწოდებით „შეთანხმება ეკონომიკურ და მონეტარულ კავშირში სტაბილურობის, კოორდინაციისა და მმართველობის შესახებ“(Bordo, M.D. 1993). ამ შეთანხმებას კიდევ „ფისკალურ კომპაქტსაც“ უწოდებენ. იგი მონაწილე სახელმწიფოებს აკისრებს ვალდებულებას, ეროვნულ კანონმდებლობაში შეიტანონ წესები დაბალანსებული ბიუჯეტის შესახებ.

1.2 მცურავი და ფიქსირებული კურსები

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის კლასიფიკაციის მიხედვით, გაცვლითი კურსის რეჟიმები 10 ძირითად კატეგორიად იყოფადაწყებული სრული დოლარიზაციიდან თავისუფლად მცურავი კურსის რეჟიმამდე (Bbrito, S., Mmsgud, N., Sosa S., 2018). აღნიშნული დეფაქტო კატეგორიზაცია დამოკიდებულია გაცვლითი კურსის მოქნილობასა და არაოფიციალურ ვალდებულებებზე გაცვლითი კურსის დინამიკის მიმართ.

ფიქსირებული გაცვლითი კურსის პრობლემების გამოვლენასთან ერთად დაიწყო ახალი რეჟიმების აღმოცენება, რომელიც მომართული იყო გაცვლითი კურსის უფრო მეტი მოქნილობისაკენ. ფინანსური ბაზრების ლიბერალიზაციამ ძლიერი ბიძგი მისცა ამ პროცესს, განსაკუთრებით განვითარებულ ქვეყნებში. რიგი მიზეზების გამო, გარკვეული ქვეყნები თავს იკავებენ მთლიანად საბაზრომექანიზმზე დაფუძნებული, თავისუფლად მცურავი რეჟიმისაგან და ინარჩუნებენ მუდმივად ცვალებად თანაფარდობას რომელიმე წამყვან ვალუტასთან.

თავისუფალი ბაზრის პირობებში გაცვლითი კურსის განსაზღვრა ხდება ვალუტაზე მოთხოვნა-მიწოდების ურთიერთქმედებით. მონილი გაცვლითი კურსის რეჟიმები მოკლევადიან პერიოდში გაცვლითი კურსის მერყეობით ხასიათდება. თუმცა, ეს მოკლევადიანი მერყეობები ეკონომიკას ეხმარება შოკების დაძლევაში, ხოლო გრძელვადიან პერიოდებში კურსი იბრუნებს სტაბილურობას.

ფიქსირებული კურსის ნაირსახეობას წარმოადგენს „სავალუტო ფარი“ (Kenen, P., 2014). „სავალუტო ფარი“, როგორც ინსტიტუტი მაკროეკონომიკურ სტაბილიზაციაზე გარდამავალი პერიოდისათვის არის შესაფერისი და, სწორედამის გამო, შეუძლებელია რომ მთელ მსოფლიოში ერთდროულად იქნეს გამოყენებული. აქვე ისიც უნდა იქნეს გათვალისწინებული, რომ გლობალური მასშტაბით შეთანხმება ერთ რომელიმე ვალუტასთან დაკავშირებით პრაქტიკულად ძნელი მისაღწევი იქნება.

ჯერ კიდევ 70-იან წლებში მანდელმა (Mundell, R. A., 1961), მაკინონმა (Mckinnon, R. I., 1979) და კენენმა (Kenen, P., 1969) საფუძველი ჩაუყარეს ოპტიმალური სავალუტო სივრცის თეორიას და ჩამოაყალიბეს ის წინაპირობები, რომლებიც წარმატებული

სავალუტო სივრცის საწინდარია. სავალუტო სივრცის ოპტიმალურობა გულისხმობს რომგარკვეული წინაპირობების დაკმაყოფილების შემთხვევაში, საერთო ვალუტის შემოღება ზრდის მოსახლეობის კეთილდღეობას იმაზე მეტად, ვიდრე ეს სხვადასხვა ფულადი ერთეულის შემთხვევაში იქნებოდა შესაძლებელი. თუმცა, ამისათვის საჭიროა, რომ საერთო ვალუტის მქონე ქვეყნები არ განიცდიდნენ ასიმეტრიულ მაკროეკონომიკურ შოკებს. ასევე მნიშვნელოვანია, რომ ქვეყნებს შორის არსებობდეს მჭიდრო ეკონომიკური კავშირი და წარმოების ფაქტორების მობილობა. აღსანიშნავია ისიც, რომ ქვეყნის მახასიათებლები, როგორებიცაა ეკონომიკის გახსნილობა, შემოსავლების კორელაციები, საპროცენტო განაკვეთის მგრძობელობა, დროში ცვალებადია, რის გამოც ზოგიერთი ეკონომისტი სავალუტო სივრცის კრიტერიუმებს ენდოგენურად მიიჩნევს. კერძოდ, ერთიანი სავალუტო სივრცის შექმნა ხელს უწყობს ეკონომიკური კავშირების გაღრმავებას და შედეგად ოპტიმალური სავალუტო სივრცისათვის საჭირო კრიტერიუმების დაკმაყოფილებას.

საერთო ვალუტისა და კურსის ფიქსირების გადაწყვეტილების მიღებისას მნიშვნელოვანია, რომ ამ ქვეყანასთან არსებობდეს მჭიდრო ეკონომიკური ურთიერთკავშირი. ამის საზომად შესაძლებელია გამოყენებულ იქნას ქვეყნებს შორის ვაჭრობის მაჩვენებელი (Auburn, M., 2012). რაც უფრო მაღლია ეს მაჩვენებელი, მით უფრო ინტეგრირებულია ქვეყნების ეკონომიკები ერთმანეთთან და ბიზნეს ციკლებიც უფრო მეტად არის სინქრონიზებული. ბიზნეს ციკლების თანხვედრა კი მნიშვნელოვანია იმისათვის, რომ საერთო მონეტარული პოლიტიკა იყოს ეფექტიანი და შესაფერისი ორივე ეკონომიკისათვის. ამასთან, მჭიდრო ეკონომიკური ურთიერთობები ხელს უწყობს ფასების დონის დაახლოებას და ფასების ცვლილებების სწრაფ გადაცემას სავალუტო სივრცის მასშტაბით. გასათვალისწინებელია ასევე, თუ რამდენად მოქნილია ფასები და ხელფასები. ასიმეტრიული შოკების არსებობის პირობებში, რაც წარმოშობს კორექტირების პროცესის აუცილებლობას, საერთო სავალუტო სისტემის მასშტაბით საჭიროა მოხდეს ხელფასების ცვლილება მოკლევადიან პერიოდში, რაც ხელს შეუწყობს უმუშევრობის დონეებს შორის სხვაობის შემცირებას, ეს კი, თავის მხრივ აისახება ინფლაციის მაჩვენებლების დაახლოების პროცესებზე.

სამუშაო ძალის მობილურობასთან ერთად, წარმატებული ოპტიმალური სავალუტო სივრცის შესაქმნელად მნიშვნელოვან დატვირთვას იძენს ფინანსური კაპიტალის

მობილობა (Driver, R. L., Westaway, P. F., 2003). კურსის ფიქსირებისას, ასიმეტრიული შოკების შესუსტება შესაძლებელი ხდება გაცვლითი კურსის ცვლილებით, ამიტომ კორექტირების პროცესის ხელშეწყობა რესურსების მობილობის საშუალებით ხდება. იმ შემთხვევაში, თუ წარმოების ფაქტორების მობილობა შეზღუდულია, ასიმეტრიული შოკების შერბილება გაცვლით კურსის ცვლილების საშუალებით ხდება. მაშასადამე, თუ ზემოთ აღნიშნული პირობები არ სრულდება, ქვეყნისთვის მნიშვნელოვან დატვირთვას იძენს მოქნილი გაცვლითი კურსის არსებობა.

საერთო ვალუტის შემოდების ან ძირითადი სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნის ვალუტის მიმართ კურსის ფიქსირების ერთ-ერთი მთავარი უპირატესობა უკავშირდება მონეტარული ეფექტიანობის სარგებელს, რაც გამოწვეულია ტრანზაქციული ხარჯების დაზოგვითა და კურსის ცვალებადობით გამოწვეული დამატებითი ხარჯების აცილებით. კურსის ფიქსირებისა და სრული დოლარიზაციის შემთხვევაში აღმოიფხვრება სავალუტო რისკი და მასთან დაკავშირებული დამატებითი ხარჯები. გარდა ამისა, სრული დოლარიზაციით აღმოიფხვრება ტრანზაქციული ხარჯები, რომელიც უკავშირდება სხვადასხვა ვალუტის გამოყენებას. შემოდებული საერთო ვალუტა არის უფრო ლიკვიდური. აღნიშნული ფაქტორები ხელს უწყობს ვაჭრობის კიდევ უფრო გაღრმავებას და დადებითად აისახება ქვეყნის ეკონომიკაზე. ამასთან, მცირდება ინფორმაციის ხარჯები, რადგან ინვესტორები არ საჭიროებენ დოლარიზებული ეკონომიკის, მონეტარული ეკონომიკისა და სავალუტო რისკების შესწავლას. ეს კი დადებით გავლენას ახდენს ინვესტიციების მოცულობის ზრდაზე (Krugman, P., 2012). რაც უფრო დიდია ვაჭრობა და წარმოების ფაქტორების მობილობა ქვეყნებს შორის, მით უფრო მეტია მონეტარული ეფექტიანობის სარგებელი. გარდამონეტარული სარგებელისა, წარმატებული სავალუტო სივრცის მასშტაბით იკვეთება დამატებითი დადებითი ფაქტორები. მაგალითად, სავალუტო რისკის აღმოფხვრის ხარჯზე მცირდება ქვეყნის რისკის პრემიუმი, რაც აისახება საპროცენტო განაკვეთის შემცირებაში (Berg, A., Borensztein, E., 2000).

კურსის ფიქსირება შესაძლოა ასევე ეფექტიანი აღმოჩნდეს ჰიპერინფლაციასთან საბრძოლველად, როდესაც ადგილი აქვს ზედმეტად ექსპანსიურ მონეტარულ პოლიტიკას, და ხელი შეუწყოს ფასების სტაბილურობას (Chang, R., Velasco, A., 1998). აღნიშნული ტაქტიკა განსაკუთრებით 70-80-იან წლებში იყო გავრცელებული და

მიზნად ისახავდა დაკრედიტებისა და ფისკალური დისციპლინის გაუმჯობესებას. ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმი ავტომატურად გულისხმობს იმ ქვეყნის მონეტარული პოლიტიკის იმპორტს, რომელზეც იქნება მიზნული გაცვლითი კურსი. ცენტრალური ბანკი კარგავს ადგილობრივ ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთების და ინფლაციის რეგულირების საშუალებას და მონეტარული პოლიტიკის ღუზახდება გაცვლითი კურსი. ამ კუთხით, მნიშვნელოვანია, აკმაყოფილებს თუ არა ქვეყანა ოპტიმალური სავალუტო სივრცის პირობებს და რამდენად თანხვედრაშია ბიზნეს ციკლები ერთმანეთზე მიზნული ვალუტების ეკონომიკებში. წინააღმდეგ შემთხვევაში, ასიმეტრიული შოკების პირობებში, ადგილობრივი ეკონომიკის მიერ იმპორტირებული მონეტარული პოლიტიკა არ იქნება შესაფერისი და გართულდება შოკების განეიტრალების პროცესი.

მოქნილი გაცვლითი კურსის რეჟიმის პირობებში, საგარეო დევალვაცია წარმოადგენს შოკების შერბილებისა და ეკონომიკური აღდგენის ხელშემწყობ ფაქტორს. ფიქსირებული გაცვლითი კურსის პირობში კი, ეს პროცესი დიდ სოციალურ დანაკარგებთან ასოცირდება. თუ გავაერთიანებთ გაცვლითი კურსის ბუფერის როლსა და მონეტარული ეფექტიანობის სარგებელს, ერთი შეხედვით ნათელი არ არის, თუ რა გავლენა აქვს გაცვლითი კურსის რეჟიმს ეკონომიკურ ზრდაზე. ერთის მხრივ, რეალური შოკების განვითარებისას, ფიქსირებული კურსის კორექტირების შეუძლებლობისა და ფასების სიხისტის გათვალისწინებით, წარმოიქმნება რესურსების არაეფექტიანად განაწილების პრობლემა, რაც უარყოფითად აისახება გამოშვებაზე. უარყოფითი შოკის შემთხვევაში ასევე თავს იჩენს მიზნული კურსის დაცვისა და სანდოობის საკითხი, რაც აისახება რეალურ საპროცენტო განაკვეთზე. მეორეს მხრივ, კურსის ფიქსირება ახალისებს საერთაშორისო ვაჭრობასა და ინვესტიციებს, რაც დადებითად აისახება ეკონომიკურ ზრდაზე (Tsangarides, C., 2010). 183 ქვეყანაზე ჩატარებულმა კვლევამ ჩვენა, რომ განვითარებად ეკონომიკებში ნაკლებად მოქნილი კურსების რეჟიმები ხასიათდებიან უფრო დაბალი ეკონომიკური ზრდით და გამოშვების მაღალი მერყეობით (Levy-Yeyati E., Sturzenegger F., 2003).

როგორც აღვნიშნეთ, მოქნილი გაცვლითი კურსის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან მახასიათებელს წარმოადგენს საგარეო კორექტირების ხელშეწყობა. კვლევებმა აჩვენა, რომ ფიქსირებული და შუალედური გაცვლითი კურსის რეჟიმები აყოვნებენ საგარეო

ბალანსის კორექტირებას და ასეთი ეკონომიკები, როგორც წესი, ხასიათდებიან უფრო მაღალი დისბალანსით (დეფიციტით ან პროფიციტით)(Hoffman, M., 2007).მსგავს ვითარებაში იზრდება მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის მოულოდნელი შეზღუდვების ალბათობა,რაც ეკონომიკისათვის ხარჯიანია. იმის გათვალისწინებით, რომ ფიქსირებული გაცვლით კურსის პირობებში იზღუდება რეალური გაცვლით კურსის ცვლილების შესაძლებლობა, აღნიშნული ცვლილებები უფრო მეტად (უარყოფითად) აისახება გამოშვებასა და ეკონომიკურ აქტივობაზე. მცურავი გაცვლითი კურსის პირობებში კი საგარეო კორექტირება უფრო ნაკლებ ხარჯებთან ასოცირდება, ვინაიდან, ერთი მხრივ, საგარეო დისბალანსი ნაკლებია, მეორე მხრივ კი, რეალური გაცვლით კურსის ცვლილება ხელს უწყობს მიმდინარე ანგარიშის კორექტირების პროცესს (Ghosh, A.R., Ostry, J. D., Tsangarides, C., 2009).

სავალუტო პოლიტიკის წყობა მნიშვნელოვანია როგორც მონეტარული პოლიტიკის, ასევე ფისკალური პოლიტიკის ეფექტიანობის თვალსაზრისით. ფიქსირებული რეჟიმის პირობებში, ვინაიდან შეზღუდულია ავტონომიური მონეტარული პოლიტიკის შემუშავება, ქვეყნის ფინანსური პოლიტიკა ფისკალურ მხარეზე ხდება დამოკიდებული. გასათვალისწინებელია, რომ ფისკალური პოლიტიკა წარმოადგენს ნაკლებად მოქნილ ინსტრუმენტს და მონეტარული პოლიტიკისაგან განსხვავებით, უფრო ნაკლებად დაცულია პოლიტიკური წნეხისაგან. ამასთან, ფისკალური ღონისძიებების გატარება უფრო დროში გაწეილი პროცესია. კურსის დაფიქსირების შემთხვევაში იკვეთება ფისკალური პოლიტიკის მოქნილობის საჭიროება, რათა მან შეძლოს უარყოფითი შოკების ნაწილობრივ განეიტრალება. კვლევებმა აჩვენა, რომ ფიქსირებული და შუალედური გაცვლით კურსის რეჟიმების პირობებში ფისკალური პოლიტიკა არის ნაკლებად კონცენტრირებული და იზღუდება მაკროეკონომიკური შოკებისადმი შესაძლო რეაგირების არეალი, ვიდრე ეს თავისუფლად მცურავი გაცვლითი კურსისას არის შესაძლებელი (Ghosh, A.R., Marco, E. T., Zettelmeyer, J., 2010). შედეგად, ფიქსირებული კურსის რეჟიმის პირობებში, შოკები მაინც მნიშვნელოვნად აისახება ეკონომიკურ აქტივობასა და დასაქმებაზე. მცურავი გაცვლითი კურსი კი ხელს უწყობს უარყოფითი შოკების გავლენის შემცირებას გამოშვებასა და უმუშევრობაზე (Hoffmann, M., 2007). დამოუკიდებელი ცენტრალური ბანკისა და ნულოვანი ქვედა ზღვარის საფრთხის არარსებობის პირობებში, მონეტარული პოლიტიკა არის მოქნილი და

ეფექტიანი ინსტრუმენტი, რომელიც შეიძლება გამოყენებულ იქნას დამოუკიდებელი პოლიტიკის გადაწყვეტილებების მიმღებების მიერ.

ფიქსირებული გაცვლითი კურსის პირობებში გასათვალისწინებელია ქვეყანაში უცხოური ვალუტის ნაკადები, რამაც შეიძლება მნიშვნელოვანი როლი ითამაშოს, სავალუტო ბაზარზე ჩარევის საჭიროებისათვის. ბოლო ათწლეულის განმავლობაში მნიშვნელოვნად გაიზარდა კაპიტალის ნაკადები ზრდადი ეკონომიკებისაკენ. ეს უკავშირდებოდა ფინანსური ანგარიშების ლიბერალიზაციასა და საერთაშორისო ბაზრების ინტეგრაციის ზრდას. თუმცა, ამ მოვლენას თან ახლავს რისკებიც. კაპიტალის ნაკადის შემცირებისა და საპირისპირო პროცესების დაწყების შემთხვევაში ქვეყანა შეიძლება სავალუტო კრიზისის საფრთხის წინაშე აღმოჩნდეს, ვინაიდან მას დიდი რაოდენობით საერთაშორისო რეზერვები დასჭირდება ფიქსირებული კურსის შესანარჩუნებლად. როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, მცურავი გაცვლითი კურსის პოლიტიკა საშუალებას აძლევს ეკონომიკას, სხვა ნაკლებად მოქნილ რეჟიმებთან შედარებით, უფრო ადვილად გადაიტანოს შოკები და თავიდან აიცილოს დიდი დანაკარგები. ცენტრალურ ბანკებს საშუალება აქვთ მონეტარული პოლიტიკა გამოიყენონ კრიზისული ვითარების თავიდან ასაცილებლად (Frieden, J., 2014).

გაცვლით კურსზე მოქმედი ფაქტორების განხილვამდე, მნიშვნელოვანია აღვნიშნოთ ნომინალურ და რეალურ გაცვლით კურსებს შორის სხვაობა. (Fleming, M.J., 1962). თუკი ნომინალური გაცვლითი კურსი გამოსახავს უცხოური ვალუტის ფასს ადგილობრივი ვალუტით, რეალური გაცვლითი კურსი მხედველობაში იღებს ორივე ქვეყანაში ფასების დონეთა შორის განსხვავებასაც. შესაბამისად, რეალური კურსი წარმოადგენს უცხოური საქონლის ფასს გამოხატულს ადგილობრივი საქონლით. საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში მაკროეკონომიკური ფაქტორების ანალიზს სწორედ რეალური გაცვლითი კურსისათვის განვიხილავთ, თუმცა იმის გათვალისწინებით, რომ ინფლაცია პროგნოზირებადი და სტაბილურია, რეალური გაცვლითი კურსის დინამიკა საკმაოდ მაღალი კორელაციით აისახება ნომინალური გაცვლით კურსის დინამიკაზე.

კიდევ ერთი ცნება, რომელიც რეალურ გაცვლით კურსს უკავშირდება, ეფექტური რეალური გაცვლითი კურსია. სიტყვა „ეფექტური“, ამ შემთხვევაში, აღნიშნავს სავაჭრო პარტნიორი ქვეყნების ვალუტების მიმართ საშუალოს. ქვეყნების დივერსიფიცირებული სავაჭრო ურთიერთობიდან გამომდინარე, ეკონომიკის კონკურენტუნარიანობაზე

სწორედ ეფექტური გაცვლით კურსი ახდენს გავლენას.

გრძელვადიან პერიოდში გაცვლითი კურსის ანალიზისას აღსანიშნავია, რომ გაცვლითი კურსის დინამიკის მთავარი განმსაზღვრელი ფაქტორი გრძელვადიანი წონასწორული მნიშვნელობა და მისი ტრენდია (Nagayasu, J., MacDonald, R., 1999). შესაბამისად, გრძელვადიანი წონასწორული მაჩვენებლის შეფასება საშუალებას იძლევა დადგინდეს გაცვლითი კურსის სავარაუდო დინამიკა გრძელვადიან პერსპექტივაში. რადგანაც არ არსებობს ერთი შეთანხმებული მეთოდი, რომელიც ყველა ქვეყნისათვის შეაფასებდა გაცვლითი კურსის გრძელვადიან წონასწორულ დონეს, ეკონომისტები ამ მიზნით სხვადასხვა მეთოდებსა და მოდელებს იყენებენ რათა შექმნან კონკრეტული წარმოდგენა კურსის სამომავლო დინამიკაზე. გრძელვადიანი წონასწორობის მოდელები გამიზნულია რეალური გაცვლითი კურსის წონასწორობის შეაფასებისათვის და აბსტრაგირებას ახდენს ნომინალური მნიშვნელობისაგან. ითვლება, რომ გრძელვადიან პერიოდში ინფლაცია და ნომინალური გაცვლითი კურსი ერთმანეთს აბალანსებს. სხვაგვარად, თუკი ცენტრალური ბანკინფლაციის მიზნობრივ მაჩვენებელს შეამცირებს, ეს სხვა თანაბარ პირობებში, ნომინალური კურსის გამყარებას გამოიწვევს, ხოლო თუკი ინფლაციის მიზნობრივ მაჩვენებელს გაზრდის, ეს ნომინალური კურსის ნაკლებ გამყარებას გამოიწვევს (Nakaso, H., 2013).

$$\Delta Z_t = \Delta S_t + \Pi - \Pi^*$$

სადაც, ΔZ რეალური, ხოლო ΔS ნომინალური გაცვლითი კურსის გამყარებას აღნიშნავს;

Π -ადგილობრივი, ხოლო Π^* უცხოური ინფლაციის დონეს წარმოადგენს.

გასათვალისწინებელია, რომ ეკონომიკა გრძელვადიან პერიოდში წონასწორული მდგომარეობისაკენ მიისწრაფვის და $Z_t = Z^*$.

გრძელვადიანი წონასწორობის შეფასების ერთ-ერთი ტრადიციული მეთოდია მსყიდველობითი უნარის პარიტეტი (PPP), ამ მეთოდის მიხედვით, რეალური გაცვლითი კურსის გრძელვადიანი წონასწორული მნიშვნელობა ადგილობრივი და უცხოური ფასების ინფლაციების თანაფარდობით განისაზღვრება, რასაც საფუძვლად უდევს ვაჭრობად საქონელსა და მომსახურებაზე არბიტრაჟის შესაძლებლობა. ეს უკანასკნელი გულისხმობს, რომ ვაჭრობად საქონელზე ყველა ქვეყანაში თანაბარი ფასი უნდა იყოს. სხვაგვარად, PPP აბსოლუტური ფორმით გულისხმობს, რომ $Z_t = 1$. PPP-ის აბსოლუტური ფორმა გულისხმობს ადგილობრივი და უცხოური საქონლის ტოლობას.

თუმცა, აღსანიშნავია, რომ სატრანსპორტო და საოპერაციო ხარჯები, საერთაშორისო ვაჭრობაში ტარიფებისა და ბარიერების არსებობა და ასევე ის, რომ ადგილობრივი და უცხოური საქონელი სრულიად იდენტური არაა, აღნიშნული PPP-ს აბსოლუტური ფორმიდან გადახრას განაპირობებს. PPP-ს უფრო ზოგად ფორმას შემდეგი სახე აქვს:
 $Z_t = \alpha$.

სადაც, α წარმოადგენს მუდმივას და მოიცავს საერთაშორისო ვაჭრობის ხარჯებს.

ასევე, აბსოლუტური ფორმიდან გადახრა ტექნიკური მიზეზებითაც შეიძლება იყოს გამოწვეული. კერძოდ, ადგილობრივი და უცხოური ინფლაციის გამოთვლის მეთოდოლოგიების სხვაობა და/ან სამომხმარებლო კალათის განსხვავებული სტრუქტურა, რაც კონკრეტულად ქვეყნის სპეციფიკიდან გამომდინარე განისზღვრება. PPP-ს ზოგადი ფორმა გულისხმობს, რომ თუკი საქონლის ფასები სხვადასხვა ქვეყანაში ერთნაირი არაა სხვაობა მუდმივი მაინც უნდა იყოს. თუმცა, როგორც ამ თემატიკაზე მიძღვნილი ემპირიული კვლევების ანალიზი უჩვენებს, PPP-ს მნიშვნელობიდან ისტორიულად მნიშვნელოვანი გადახრები ფიქსირდება, განსაკუთრებით კი, განვითარებადი ქვეყნების შემთხვევაში, რომელთა გაცვლით კურსს წონასწორობის ტრენდი გააჩნია (Akam, Q. F., 2002)

ბალასა-სამუელსონის ეფექტის მიხედვით, თუკია დგილობრივი ქვეყნის ვაჭრობად სექტორში პროდუქტიულობის ზრდა უფრო მაღალია, ვიდრე უცხოური ქვეყნის შესაბამის სექტორში, მაშინ ადგილობრივი ქვეყნის არავაჭრობადი საქონლის ფასები უფრო სწრაფად გაიზრდება, ვიდრე ვაჭრობადი, რაც რეალური გაცვლითი კურსის გამყარებას განაპირობებს. შესაბამისად, შეიძლება ითქვას, რომ პროდუქტიულობის ზრდის ტემპებს შორის სხვაობა და ადგილობრივ და უცხოურ ქვეყანას შორის, გრძელვადიანი რეალური გაცვლითი კურსის დინამიკას განაპირობებს (Balassa, B., 1964; Samuelson, P.A., 1964).

ფორმალური გამოსახულებით გვექნება შემდეგი:

$$\Delta Z_t = \Delta S_t + \Pi - \Pi^*$$

თავის მხრივ, ადგილობრივი ინფლაცია შემდეგნაირად აღიწერება:

$$\pi = \Delta S + \pi^* + (\Delta q - \Delta q^*) ;$$

სადაც, Δq და Δq^* ადგილობრივი და უცხოური პროდუქციების ზრდას აღნიშნავს. შესაბამისად, მოცემულ ფორმულებს თუ გავითვალისწინებთ, მივიღებთ, რომ რეალური

გაცვლითი კურსი გრძელვადიან პერიოდში სწორედ ადგილობრივი და უცხოური პროდუქტიულობის ზრდის სხვაობით განისაზღვრება - $\Delta Z_t = \Delta q - \Delta q^*$.

ბალასა-სამოელსონის მოდელის თანახმად, სწორედ პროდუქტიულობის ზრდებს შორის სხვაობა განსაზღვრავს რეალური გაცვლითი კურსის დინამიკას. აღნიშნული მიდგომით, რეალური კურსის გრძელვადიანი პროგნოზირება რომ მოვახდინოთ, საჭიროა შევაფასოთ პროდუქტიულობის შემდგომი ზრდის ტემპები ჩვენსა და სავაჭრო პარტნიორს შორის. რეალური გაცვლითი კურსი კი, თავის მხრივ, ნომინალურ კურსს განსაზღვრავს ინფლაციის გათვალისწინებით. შესაბამისად, ნომინალური კურსის გრძელვადიან დინამიკაზე რომ ვიმსჯელოთ, უნდა გავითვალისწინოთ ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლები მოცემულ ქვეყანასა და მის სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებს შორის. საშუალოვადიან პერიოდში გაცვლითი კურსის დინამიკას, ძირითადად ადგილობრივი და უცხოური ქვეყნის ბიზნეს ციკლი, მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკა განსაზღვრავს. ციკლური ძალები ხშირად იწვევს გაცვლითი კურსის წონასწორობიდან გადახრას, რომელიც, შესაძლოა, საკმაოდ ხანგრძლივი პერიოდით შენარჩუნდეს. თუმცა გრძელვადიან პერიოდში საშუალოვადიანი ციკლური ფაქტორები პრაქტიკულად უჩინარდება და მისი გავლენა მინიმალურია. უფრო კონკრეტულად, გაცვლითი კურსის საშუალოვადიან განმსაზღვრელ ფაქტორებს მიეკუთვნება საპროცენტო განაკვეთებს შორის სხვაობა და ადგილობრივ და უცხოურ ბაზრებზე, საგარეო ვაჭრობის, მიმდინარე და კაპიტალის ანგარიშების ტენდენციები, მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკა და სხვა. აღნიშნული ცვლადები კურსის საშუალოვადიან ტენდენციას ყველაზე კარგად ხსნის. თუმცა, ზოგჯერ, გარკვეული მიზეზებით კორელაციები ირღვევა და ამ ცვლადების გამოყენებაც არ კმარა პროგნოზირებისათვის. უცხოური კაპიტალის ზრდასთან ერთად, ქვეყნებს შორის საპროცენტო განაკვეთების სხვაობის როლი გაცვლითი კურსის განსაზღვრაში გაიზარდა. დაუზღვეველი საპროცენტო განაკვეთების პარიტეტის (UIP) (Eichengreen, B., Gupta, P. 2013) მოდელი დაფუძნებულია ჰიპოთეზაზე, რომ მსგავსი რისკიანობის მქონე ინვესტიცია ერთსა და იმავე ამონაგებს უნდა იძლეოდეს ადგილობრივი და უცხოური ვალუტით ინვესტირებისას (Nagayasu, J., MacDonald, R., 1999).

ფორმალურად: $Z_t = Z_t^e + r_t - r_t^*$

სადაც, Z_t^e მოსალოდნელი რეალური გაცვლითი კურსი, ხოლო $r_t - r_t^*$ ადგილობრივ და

უცხოურ საპროცენტო განაკვეთებს შორის სხვაობაა, თანაბარი რისკის პირობებში. ამ მოდელის მიხედვით, ადგილობრივი ვალუტის რეალური ღირებულება გაიზრდება თუ ადგილობრივ და უცხოურ საპროცენტო განაკვეთებს შორის სხვაობა გაიზრდება. აღნიშნული მოდელის რეალობასთან ადაპტაციის მიზნით საჭიროა გათვალისწინებულ იქნას ადგილობრივ და უცხოურ აქტივებზე არსებული რისკ პრემიუმი. კერძოდ, ადგილობრივი ქვეყნის საინვესტიციო აქტივზე რისკის ზრდა ადგილობრივი ვალუტის გაუფასურების ზეწოლას შექმნის, ხოლო უცხოურ აქტივებზე რისკ პრემიუმის ზრდა პირიქით, ადგილობრივი ვალუტის გამყარებას განაპირობებს.

საშუალოვადიან პერიოდში გაცვლით კურსზე მოქმედ ფაქტორებს შორის ასევე მნიშვნელოვანი ადგილი უჭირავს მიმდინარე ანგარიშს. კერძოდ, ამ უკანასკნელის დისბალანსმა რამდენიმე არხით შეიძლება მოახდინოს გავლენა გაცვლით კურსზე.

პირველი, დიდი საგარეო დისბალანსის არსებობამ შეიძლება გავლენა მოახდინოს ადგილობრივი ვალუტის მოთხოვნა-მიწოდებაზე და შესაბამისად, პირდაპირი გავლენა იქონიოს გაცვლითი კურსის დინამიკაზე.

მეორე, ზოგადი მოსაზრების მიხედვით, არსებობს ქვეყნის შესაძლებლობების გარკვეული ზღვარი, ანუ არ შეიძლება მიმდინარე ანგარიშის დიდი დეფიციტი მუდმივად შენარჩუნდეს, რადგან მაღალი დეფიციტი იწვევს ქვეყნის უცხოელი ინვესტორების მიმართ ვალის დაუსრულებელ ზრდას. ხოლო თუ უცხოელი ინვესტორების შეფასებით საგარეო ვალი არამდგრადი გახდა, ეს გამოიწვევს ადგილობრივი ვალუტის გაუფასურებას, რათა მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი შემცირდეს და საგარეო ვალის მდგრად დონეზე სტაბილიზაცია მოხდეს.

კიდევ ერთი მიდგომა, რომლის საშუალებითაც საშუალოვადიან პერიოდში გაცვლითი კურსის პროგნოზირება შეიძლება მოხდეს, მანდელ-ფლემინგის მოდელია (Mundel, R., A 1961). რომელიც გამოიყენება მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკის ცვლილების გაცვლით კურსზე გავლენის შესასწავლად.

მოკლევადიან პერიოდში, გაცვლითი კურსის მოსალოდნელი დინამიკის პროგნოზირებისათვის ფუნდამენტურ ფაქტორებზე დაფუძნებული მოდელი უსარგებლოა. მიუხედავად იმისა, რომ საშუალო და გრძელვადიან პერიოდში ფუნდამენტური ფაქტორების ანალიზი მეტ-ნაკლები წარმატებით გამოიყენება გაცვლითი კურსის პროგნოზირებისათვის, შემთხვევითი სვლა ყველაზე კარგად

ახასიათებს გაცვლითი კურსის მოძრაობას მოკლევადიან პერიოდში (Gagnon, J. E., 2013). ერთ-ერთი მიზეზი, რის გამოც მოკლევადიანი პერიოდისათვის ვერ ხდება სტაბილური კავშირების გამოვლენა მაკროეკონომიკურ ცვლადებსა და გაცვლით კურსს შორის არის ის, რომ გაცვლითი კურსის მოკლევადიანი მერყეობა ხშირად ქაოტურია და ბევრად უფრო მერყევი, ვიდრე მაკროეკონომიკური ცვლადები. გაცვლით კურსის ქაოსური ქცევისათვის ხმაურს წარმოქმნის, რომ ბუნდოვანი ხდება მაკროეკონომიკურ დროით მწკრივებსა და გაცვლითი კურსის მოძრაობას შორის არსებული ნებისმიერი კავშირი მოკლევადიან პერიოდში. თავის მხრივ, კურსის ხშირად ქაოტურ მოკლევადიან მერყეობას, ბაზრის მონაწილეთა მიერ უწყვეტად განახლებულ ინფორმაციაზე და შესაბამისად მოსალოდნელ კურსზე რეაგირება ქმნის. თუკი რაიმე ახალი ინფორმაცია კურსის მოსალოდნელ მნიშვნელობაზე მოახდენს გავლენას, იგი მყისიერად აისახება მიმდინარე კურსზე. შეიძლება ითქვას, რომ მიმდინარე საბაზრო კურსი თავისთავად უნდა მოიცავდეს ბაზარზე არსებულ ინფორმაციას და შესაბამისად არავითარი დამატებითი ღირებულება მოკლევადიანი კურსის პროგნოზირებას არსებულ ინფორმაციაზე დაყრდნობითარ გააჩნია.

მოკლევადიან პერიოდში გაცვლითი კურსისთვის შემთხვევითი სვლის მოდელი გილისხმობს რომ ყოველი შემდგომი პერიოდისათვის კურსის მოცემული დოზით გამყარება ან გაუფასურება ერთნაირად მოსალოდნელია, რაც ნიშნავს, რომ შემდგომი მნიშვნელობა სიმეტრიულად არის განაწილებული საშუალოს მიმართ. ამ უკანასკნელს კი მიმდინარე მნიშვნელობა წარმოადგენს. შესაბამისად, ითვლება, რომ თავისუფლად მცურავი კურსის პირობებში და როდესაც ტრანზაქციები შეუზღუდულია, გაცვლითი კურსის საუკეთესო მოკლევადიანი პროგნოზი მისი მიმდინარე განაკვეთია.

ე.წ. „ჯგუფური ქცევის“ (Bandwagon) (Deutsch, M , Gerard, H. B. 1995) ეფექტს ასევე შეუძლია მოკლევადიან პერიოდში გაცვლითი კურსის გადახრა მისი გრძელვადიანი წონასწორობიდან. უცხოური ვალუტის ბაზრის მონაწილეებს გააჩნიათ ექსტრაპოლაციური მოლოდინები მოკლევადიან პერიოდში და რეგრესული ან საშუალოსკენ მიდრეკილი (mean-reverting) (Svensson, L. E. 2000) მოლოდინები გრძელვადიან პერსპექტივაში. თუ ინვესტორებს მოკლევადიან პერსპექტივაში ექსტრაპოლაციური მოლოდინები გააჩნიათ, ამან მოკლევადიან პერიოდში სავსებით შესაძლებელია გამოიწვიოს გაცვლითი კურსის მნიშვნელოვანი გადახრა

ფუნდამენტური ფაქტორებით განპირობებული დონიდან. მეორე მხრივ, იმავე ინვესტორთა სპაკულაციური ტრანზაქციები ხშირად აჩქარებენ გაცვლითი კურსის დაბრუნებას ფუნდამენტური ფაქტორებით განპირობებულ დონეზე, ანუ მის გრძელვადიან წონასწორობას უწყობს ხელს.

გაცვლითი კურსი სამომხმარებლო ფასების ერთ-ერთი განმსაზღვრელი ფაქტორია. არსებობს ორი ძირითადი-პირდაპირი და არაპირდაპირი არხი(Reinhart, C., Rogoff, K., 2002), რომლითაც გაცვლითი კურსი გავლენას ახდენს სამომხმარებლო ფასების ინდექსზე.

პირდაპირს უწოდებენ, როდესაც გაცვლითი კურსის ცვლილება მოქმედებს უშუალოდ იმპორტის ფასზე, რაც სამომხმარებლო კალათის ფასზე აისხება. გაცვლითი კურსის არაპირდაპირი არხი კი გულისხმობს გაცვლითი კურსის ცვლილების გადაცემას საგარეო და შიდა მოთხოვნაზე, შესაბამისად, გამოშვების გადახრაზე პოტენციური დონიდან და ინფლაციაზე. მაგალითად, ქვეყნის ვალუტის გაუფასურება ადგილობრივი წარმოების საქონელს უფრო კონკურენტუნარიანს ხდის საერთშორისო ბაზარზე, იზრდება საგარეო მოთხოვნა და ინფლაციური ზეწოლა. ერთი ფასის კანონისთანახმად, გადაცემის მექანიზმი გრძელვადიან პერიოდში სრული უნდა იყოს, რაც გულისხმობს ფასის ერთეულოვან ელასტიკურობას გაცვლითი კურსის მიმართ. თუმცა, ამის საპირისპიროდ, ეკონომიკის სტრუქტურიდან გამომდინარე, შესაძლებელია ეს გავლენა ნულამდეც შემცირდეს, განსაკუთრებით კი მოკლე თუ საშუალოვადიან პერიოდში. ბალასა-სამუელსონის ეფექტის თანახმად, ერთი ფასის კანონი არავაჭრობადი საქონლისათვის არ სრულდება (Rogoff, K., 1996).

ნაკლებად განვითარებულ ქვეყნებში არავაჭრობადი საქონელი განვითარებულ ქვეყანასთან შედარებით უფრო იაფია. რაც იწვევს იმას, რომ სამომხმარებლო კალათა უფრო ძვირია განვითარებულ ქვეყნებში. არსებობს რამდენიმე მნიშვნელოვანი ფაქტორი, რაც განაპირობებს გაცვლითი კურსის ცვლილების ინფლაციაზე გადაცემის შესუსტებას. კერძოდ, არასრული კონკურენციის, ბაზრის სეგმენტაციისა და საქონლის დიფერენციაციის პირობებში ექსპორტიორ ფირმებს სხვადასხვა ბაზარზე ფასების დისკიმინაცია შეუძლიათ, რაც გაცვლითი კურსის დინამიკის ფასებზე არასრული გადაცემის მიკროეკონომიკურ ახსნას წარმოადგენს. არასრული გადაცემის მაკროეკონომიკური ახსნა იმპორტის, როგორც შუალედური საქონლის, განხილვას

ეფუძნება, რაც ასუსტებს გაცვლით კურსის შოკების ზეგავლენას სამომხმარებლო ფასებზე. გაცვლით კურსის გავლენა მნიშვნელოვნად დამოკიდებულია ინფლაციურ გარემოზე და ინფლაციის შემცირებასთან ერთად გაცვლითი კურსის გავლენა იკლებს. ინფლაციის ზრდასთან ერთად კი გაცვლით კურსის გავლენა უფრო სწრაფია, რაც ფასების ფორმირებაზე გაცვლითი კურსის მოსალოდნელი გაუფასურებითა და ინფლაციური მოლოდინების ზეგავლენით აიხსნება.

1.3 გაცვლითი კურსის კეინზიანური IS-LM-BP და მანდელ-ფლემინგის მოდელი

1.3.1 IS-LM-BP მოდელი

ბრეტონ-ვუდსის სისტემის განმავლობაში მთავარ მაკროეკონომიკურ მოდელს წარმოადგენდა IS-LM მოდელი. იგი შემუშავებული იყო ჰიკსის მიერ, როგორც კეინზის ზოგადი თეორიის გრაფიკული წარმოდგენა, რომელმაც ფართო აღიარება ჰპოვა. IS-LM მოდელის მთავარი მახასიათებელია ხისტი ფასებისა და ხელფასების დაშვება. ერთ-ერთი ყველაზე მნიშვნელოვანი მოდიფიკაცია IS-LM მოდელში იყო ფილიპსის მრუდის დამატება. მან გარკვეული მოქნილობა მისცა ხელფასებს და ფასებს და მოდელს დაემატა მიწოდების მხარე. აღნიშნულამდე, IS-LM მოდელი იყო არსებითად მხოლოდ მოთხოვნის მხარე. საბოლოო მოდელი ცნობილია, როგორც კეინზიანური მოდელი. საწყისი IS-LM მოდელი იყო დახურული მაკროეკონომიკის მოდელი. მასში ჩართულია ორი განტოლება, პირველი წარმოადგენს საქონლის ბაზარს (IS მრუდი) , მეორე- ფულის ბაზრის წონასწორობას (LM მრუდი), მესამე განტოლება დამატებულია ღია ეკონომიკის ანალიზისათვის, კერძოდ, საგადასახდელო ბალანსის განტოლება. მოდელში IS მრუდი მოდიფიცირდა, რათა გამოხატოს რეალური გაცვლითი კურსისა და უცხოური გამოშვების გავლენა ერთობლივ მოთხოვნაზე. ეს მოდელი ცნობილია, როგორც IS-LM-BP მოდელი (ხადური, ნ. კაკულია, ნ. ჩიქობავა, მ., 2018).

IS-LM-BP მოდელის საშუალებით შესაძლებელია აღიწეროს ეკონომიკა, როგორც ფიქსირებული, ასევე მოქნილი გაცვლითი კურსის დროს. ამ თეორიის მთავარი განმასხვავებელი ასპექტი არის BP განტოლების განსხვავებული სპეციფიკაცია. სტანდარტული ფიქსირებული გაცვლითი კურსის მოდელი გულისხმობს, რომ კაპიტალის კონტროლით განპირობებული საგადასახდელო ბალანსი განისაზღვრება მიმდინარე ანგარიშით. საგადასახდელო ბალანსის ზრდა იწვევს ოფიციალური რეზერვების ზრდას, თუ ის არ არის სტერილიზებული, და ეს გაზრდის ფულის მიწოდებას (McKinnon, R. 1969). სტერილიზებული ინტერვენცია გულისხმობს ფინანსური ინსტრუმენტების ყიდვა-გაყიდვას, რომლის მიზანია მოახდინოს ფულის მიწოდებაზე რეზერვების ცვლილების იზოლირება. არასტერილიზებული

ინტერვენციის შემთხვევაში კი რეზერვების ცვლილება გავლენას ახდენს ფულის მიწოდებაზე.

ამ მოდელის დამუშავების ძირითადი მიზანი იმაში მდგომარეობს, რომ განვსაზღვროთ ქვეყნებს შორის სესხები და სავაჭრო კავშირები როგორ მოქმედებენ საგადასახადო-საბიუჯეტო და ფულად-საკრედიტო ურთიერთობებზე. როგორ მოქმედებს ფისკალური და მონეტარული პოლიტიკა სავალუტო კურსზე და ქვეყნის წმინდა ექსპორტზე და ერთი ქვეყნის მაკროეკონომიკური პოლიტიკა როგორ მოქმედებს სხვა ქვეყნის ეკონომიკაზე.

კაპიტალის საერთაშორისო მობილობა მნიშვნელოვნად მოქმედებს მაკროეკონომიკურ პოლიტიკაზე (Teilor, J., B., 199). კაპიტალის საერთაშორისო ნაკადებზე მრავალი ფაქტორი ახდენს გავლენას. მათ შორის ყველაზე მნიშვნელოვანია შემოსავალი, რომელთა მიღებასაც სხვადასხვა ქვეყნები თავიანთი აქტივებით უზრუნველყოფენ.

მოდელში არის დაშვება, რომ ეკონომიკის მდგომარეობა ყოველთვის შეესაბამება IS და LM მრუდების გადაკვეთას, რაც იმას ნიშნავს, რომ საქონლისა და ფულის ბაზარზე ყოველთვის გვაქვს წონასწორობა. იმისათვის, რომ გამოვიკვლიოთ ვაჭრობის ეფექტი მაკროეკონომიკურ წონასწორობაზე უნდა გამოვიყენოთ BP მრუდი. BPმრუდი გვიჩვენებს საპროცენტო განაკვეთისა და შემოსავლების დონის კომბინაციებს, რომლისთვისაც მიმდინარე და კაპიტალის ანგარიში ერთმანეთს აკომპენსირებს. მიმდინარე ანგარიში განისაზღვრება ადგილობრივი და უცხოური შემოსავლებით და საპროცენტო განაკვეთით. როდესაც ადგილობრივი შემოსავლები იზრდება, იმატებს იმპორტი, მაშინ, როდესაც ექსპორტი უცვლელია, შედეგად ადგილობრივი შემოსავლის ზრდა ამცირებს NX-ს და მიმდინარე ბალანსი უარესდება. კაპიტალის ანგარიში განისაზღვრება ფაქტორებით, რომლებიც განსაზღვრავენ კაპიტალის მოძრაობას ქვეყნებს შორის-აქტივებზე უკუგების განაკვეთი. დაშვებით, რომ უცხოური საპროცენტო განაკვეთი (i^*) არის მუდმივი და არ არსებობს გაცვლითი კურსის ცვლილების მოლოდინი, ადგილობრივი საპროცენტო განაკვეთის ზრდა ხდის ადგილობრივ აქტივებს უფრო მიმზიდველს, ხოლო პირიქით, შემცირება მიმზიდველს ხდის უცხოურ კაპიტალს.

BP მრუდის დახრილობას აქვს სამი სხვადასხვა სახე იმის მიხედვით, თუ კაპიტალის როგორი მობილობით ხასიათდება ეკონომიკა. მრუდი არის ჰორიზონტალური,

როდესაც კაპიტალი ხასიათდება სრული მობილობით (Krugman, P., 1999). ეს ხდება მაშინ, როდესაც ფინანსური აქტივები არის სრულყოფილად შენაცვლებადი ქვეყნებს შორის. ადგილობრივი საპროცენტო განაკვეთის უცხოურთან შედარებით ნებისმიერი მცირედი ცვლილება იქვევს კაპიტალის ნაკადების უსასრულო მობილობას. რაც ძლიერ ზეწოლასახდენს გაცვლითი კურსის ცვალებადობაზე (Bordo, M., Schwartz, A., 2003). ფიქსირებული კურსის პირობებში ცენტრალურმა ბანკმა უნდა იყიდოს ან გაყიდოს ადგილობრივი ვალუტის საკმარისი ოდენობა, რათა შეამციროს გაცვლით კურსზე ზეწოლა. კაპიტალის მაღალი მობილობის შემთხვევაში მრუდი არის უფრო დამრეცი ვიდრე LM მრუდი, ხოლო დაბალი მობილობის დროს უფრო ციცაბო.

საშინაო და საგარეო წონასწორობის რეგულირება დამოკიდებულია გაცვლითი კურსის რეჟიმებზე. ფიქსირებული გაცვლითი კურსის შემთხვევაში ცენტრალურ ბანკს სჭირდება განახორციელოს ინტერვენციები, რათა შეინარჩუნოს კურსი ფიქსირებულ დონეზე. ასეთი რეჟიმის დროს BP მრუდი არასოდეს გადაადგილდება და რეგულირება ხორციელდება მონეტარული პოლიტიკით. მოქნილი გაცვლითი კურსის შემთხვევაში კი მრუდი გადაადგილდება (ხადური, ნ. კაკულია, ნ. ჩიქობავა, მ., 2018).

განვიხილოთ მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკის შედეგები ფიქსირებული და მცურავი გაცვლითი კურსის შემთხვევაში კაპიტალის მობილობის სხვადასხვა ხარისხის დროს.

კაპიტალის მობილობის არარსებობის პირობებში მასტიმულირებელი ფისკალური პოლიტიკა ზეგავლენას მოახდენდა საგადასახდელო ბალანსზე მხოლოდ იმპორტის ზრდით და სავაჭრო და შესაბამისად, საგადასახდელო ბალანსის დეფიციტით (Montiel, P.J., 1998). მაგრამ როდესაც ვიხილავთ IS-LM-BP მოდელს, სადაც ერთვება კაპიტალის ანგარიში, ანალიზი იცვლება. მასტიმულირებელი ფისკალური პოლიტიკის შედეგად გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთი იზიდავს ქვეყანაში კაპიტალს, რაც დადებითად აისახება საგადასახდელო ბალანსზე, მაგრამ როდესაც კაპიტალის ნაკადები ნაკლები მგრძობელობით გამოირჩევა საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებისადმი, კაპიტალის მოძრაობის ანგარიშის მდგომარეობის გაუმჯობესება იქნება უმნიშვნელო და საგადასახდელო ბალანსის დეფიციტი შენარჩუნდება (Ghosh, A.R. Mahvash, S. Q., Charalambos, G., Tsangarides, C. 2013). ასეთ შემთხვევაში სავალუტო კურსს შემცირების ტენდენცია ახასიათებს. ფიქსირებული სავალუტო კურსის შენარჩუნება ცენტრალურ

ბანკს აიძულებს გაატაროს ინტერვენციები სავალუტო ბაზარზე და ამით მოახდინოს ფულადი მასის შემცირება, რის გამოც კიდევ უფრო იზრდება საპროცენტო განაკვეთი, რაც დანახარჯების შემცირებას ნიშნავს. ამის კვალდაკვალ მცირდება იმპორტი და საგადასახდელო ბალანსის მდგომარეობა უმჯობესდება. მოცემული პროცესი გრძელდება მანამ, სანამ ეკონომიკა არ მიუახლოვდება საგადასახდელო ბალანსის ნულოვან სალდოს. ხოლო ამ შემთხვევაში მიიღწევა შიდა და გარე წონასწორობა (Aghion, P. Howitt, P.1992)

კაპიტალის მაღალი მობილურობის დროს, საპროცენტო განაკვეთის ზრდა იწვევს კაპიტალის მეტი რაოდენობის მოზიდვას, ვიდრე ეს იმპორტის დასაფინანსებლად საჭირო. ასეთ შემთხვევაში საგადასახდელო ბალანსის სალდო და გაცვლით კურსი გამოირჩევიან ზრდისადმი ტენდენციით. ცენტრალური ბანკი, რომელიც ატარებს ინტერვენციებს, კი არ კარგავს, არამედ აგროვებს რეზერვებს. ეკონომიკაში გაზრდილი ფულის მასა ამცირებს საპროცენტო განაკვეთს და, შესაბამისად, ახდენს დანახარჯების სტიმულირებას. წონასწორობა მიიღწევა მაშინ, როდესაც კაპიტალის შემოდინება არ აღემატება სავაჭრო დეფიციტის დაფინანსების მოთხოვნას.

კაპიტალის სრული მობილურობის დროს, მასტიმულირებელი ფისკალური პოლიტიკის შედეგად გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთი იწვევს კაპიტალის შემოდინებას, თუ ცენტრალურ ბანკს არ სურს უარი თქვას ფიქსირებულ გაცვლით კურსზე, მას მოუწევს გაზარდოს ფულის მასა, რის შედეგადაც მცირდება საპროცენტო განაკვეთი, რაც აუცილებელია იმსათვის, რომ კაპიტალის შემოდინება არ იყოს უსასრულო.

კაპიტალის ნებისმიერი მობილურობის შემთხვევაში, მასტიმულირებელი ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა ამცირებს საპროცენტო განაკვეთს, რაც ხელს უწყობს კაპიტალის გადინებას და საგადასახდელო დეფიციტის ზრდას, შედეგად გაცვლითი კურსი ხასიათდება შემცირების ტენდენციით და ფიქსირებული კურსის შენარჩუნების მიზნით ცენტრალურმა ბანკმა უნდა შეამციროს ფულის მიწოდება. შედეგად, საპროცენტო განაკვეთი უზრუნდება თავის საწყის დონეს. ამრიგად, ფიქსირებული სავალუტო კურსის პირობებში მიმოქცევაში არსებული ფულის მასის ნებისმიერი ზრდა, ადრე თუ გვიან, გადაედინება საგადასახდელო ბალანსის მეშვეობით, როდესაც ცენტრალური ბანკის მეშვეობით არ ხდება ამ ნაკადების სტერილიზაცია. ამასთან, ეს პროცესი

მიმდინარეობს მითუფრო სწრაფად, რაც უფრო მაღალია კაპიტალის მობილურობის ხარისხი. შედეგად, ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა არანაირ გავლენას არ ახდენს შემოსავალზე(ხადური, ნ. კაკულია, ნ. ჩიქობავა, მ., 2018).

როგორც უკვე აღვნიშნეთ, ფიქსირებული გაცვლითი კურსის პირობებში, წონასწორობა ხშირად მიმდინარეობს საგადასახდელო ბალანსის ან დადებითი სალდოთი ან დეფიციტით. საგარეო წონასწორობის ასეთი დარღვევები საბოლოო ჯამში უნდა იყოს გამოსწორებული სახელმწიფო პოლიტიკის შეცვლით. კერძოდ, საგადასახდელო ბალანსის დეფიციტის პირობებში ცენტრალური ბანკი კარგავს სავალუტო რეზერვებს და საბოლოოდ იძულებულია წავიდეს ფულადი მასის შემცირებაზე, თუ მას სურს შეინარჩუნოს ფიქსირებული გაცვლითი კურსი. ამის ალტერნატივას წარმოადგენს ცენტრალური ბანკის უარი ფიქსირებული კურსის შენარჩუნებაზე. ცენტრალური ბანკი უშვებს ეროვნული ვალუტის კურსის შემცირებას მანამ, ვიდრე საგადასახდელო ბალანსის დეფიციტი არ იქნება ლიკვიდირებული. ეს მოხდება ავტომატურად, თუკი ქვეყანაში გამოიყენება მცურავი გაცვლითი კურსი. მცურავი გაცვლითი კურსისა და ცენტრალური ბანკის ჩაურევლობის პირობებში საერთო საგადასახდელო ბალანსი-BP ყოველთვის ნულის ტოლია (Reihart, C., Rogoff ,K., 2002)

$$BP = NX + KA = X - M - mY + KA + k(i - i^*) = 0$$

ალგებრულ გამოსახულებაში მოცემული ტოლობა მუდმივად სამართლიანი უნდა იყოს. გრაფიკულად ეკონომიკა ყოველთვის უნდა იმყოფებოდეს BP მუდზე. თუკი რაიმე მოვლენა ემუქრება მას გადაადგილდეს ამ წერტილიდან, გაცვლითი კურსი ავტომატურად ჩაერთვება იმისათვის, რათა BP გრაფიკი შიდა წონასწორობის წერტილს მიუახლოვდეს. ეროვნული ვალუტის გაუფასურება, წმინდა ექსპორტის გაფართოების წყალობით, BP მრუდს გადაადგილებს მარჯვნივ, ხოლო გამვირება-მარცხნივ. მცურავი გაცვლითი კურსის პირობებში ეროვნული ვალუტის ღირებულება მუდმივად გაიზრდება ან შემცირდება იმ ხარისხით, რომელიც საჭიროა წონასწორობის მისაღწევად.

1.3.2 მანდელ-ფლემინგის მოდელი

ქვეყნები, რომლებიც ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმის პირობებში მოქმედებენ იძულებულები არიან ერთი და იგივე საპროცენტო განაკვეთი იქონიონ. მაგრამ რა უჯდებათ მათ ეს შეზღუდვა? თუ ქვეყნები დაახლოებით ერთი და იმავე მაკროეკონომიკური შოკებისა და პრობლემის წინაშე დგებიან, ისინი, პირველ რიგში, ერთნაირ პოლიტიკას არჩევენ. იძულებულები არიან რა იქონიონ ერთნაირი მონეტარული პოლიტიკა, შეუძლებელია, ადგილი ბევრ შეზღუდვას არ ჰქონდეს.

ეს არგუმენტები თავდაპირველად რობერტ მანდელმა გამოიკვლია. მან განიხილა პირობები, რომლის დროსაც მთელ რიგ ქვეყნებს, შესაძლოა, ფიქსირებული გაცვლითი კურსის პირობებში ფუნქციონირება და საერთო ვალიუტის მიღებაც კი სურდეს. ქვეყნებმა ოპტიმალური სავალუტო ზონის ჩამოსაყალიბებლად, მანდელის მტკიცებით, ორი პირობიდან ერთი მაინც უნდა დააკმაყოფილონ (Mundell, R.A., 1961).

- ქვეყნებმა უნდა განიცადონ მსგავსი შოკები. თუ ისინი ერთნაირ შოკებს განიცდიან, მაშინ ნებისმიერ შემთხვევაში, დაახლოებით მსგავს მონეტარულ პოლიტიკას აირჩევენ.
- თუ ქვეყნები განსხვავებულ შოკებს განიცდიან, მათ ფაქტორების მაღალი მობილურობა უნდა ჰქონდეთ. როდესაც უმუშევრობის დონე ქვეყანაში მაღალია, სამუშაო ძალა სხვაგან სამუშაოს პოვნის იმედით ტოვებს ამ ქვეყანას და ქვეყანაში უმუშევრობის დონე ნორმალურ დონემდე მცირდებათუ უმუშევრობის დონე დაბალია, სამუშაო ძალა მოცემულ ქვეყანაში მოედინება და უმუშევრობის დონე ნორმალურ დონემდე იზრდება. გაცვლითი კურსის საჭიროება არ არის (Kenen, P., 2014).

ჯერ ფლემინგმა, ხოლო შემდგომ მანდელმა მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკა განიხილეს, როგორც შემოსავლებზე კონტროლის ეფექტური საშუალება. მათი აზრით, მონეტარული პოლიტიკა ეფექტიანი იქნება მხოლოდ მოქნილი სავალუტო კურსის პირობებში. მოდელი ნეოკეინზიანურია და მისი არსი და შედეგი მარტივად იხსნება IS-LM სქემის ფარგლებში. კაპიტალის სრულყოფილი მობილურობის და საპროცენტო განაკვეთის საერთაშორისო დონეზე შენარჩუნების პირობებში BP მრუდი

ჰორიზონტალურია. საპროცენტო განაკვეთის სხვა დონის პირობებში ადგილი ექნება კაპიტალის მოდინებას ან გადინებას განუსაზღვრელი ოდენობით, რაც უწონასწორობის გამომწვევი ძირითადი პირობაა. უპირველესყოვლისა, განვიხილოთ ფიქსირებული სავალუტო კურსის პირობები. ფისკალური გაფართოების პირობებში საპროცენტო განაკვეთი და შემოსავლები იზრდება. მაღალი საპროცენტო განაკვეთ უზარმაზარი კაპიტალის შემოდინების მიზეზი გახდება, რაც თავის მხრივ გაზრდის ფულის მიწოდებას და სამივე ბაზარზე მიიღწევა წონასწორობა. ახალი წონასწორობის პირობებში შემოსავლები აიწევს და საგადასახდელო ბალანსი იქნება დეფიციტური, რაც დაფინანსდება ჭარბი კაპიტალის ანგარიშით, ანუ მაღალი შემოსავლები ზრდის იმპორტს, რაც უნდა ანაზღაურდეს ნასესხები კაპიტალის ხარჯზე (Fleming, M. J., 1962.). მონეტარული გაფართოების პირობებში, შემცირებული საპროცენტო განაკვეთი იწვევს კაპიტალის გადინებას. ფიქსირებული გაცვლითი კურსის შენარჩუნების მიზნით ცენტრალურმა ბანკმა უნდა შეამციროს ვალუტის მიწოდება, რაც ეკონომიკას დააბრუნებს თავდაპირველ მდგომარეობაში. ამრიგად, ფიქსირებული სავალუტო კურსის პირობებში მთავრობას არ შეუძლია კონტროლი გაუწიოს ფულის მიწოდებას, აქედან გამომდინარე, მონეტარული პოლიტიკა ფუჭია ფიქსირებული გაცვლითი კურსის პირობებში. მოქნილი გაცვლითი კურსის პირობებში კი ეფექტიანია, როგორც ფისკალური ასევე მონეტარული პოლიტიკა. ფიქსირებული გაცვლითი კურსიდან მოქნილ სავალუტო კურსზე გადასვლა სრულიად შეცვლის მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკის შედარებით უპირატესობებს.

მანდელ-ფლემინგის ანალიზი ვარაუდობს (Mnndel, R. A., 1961), რომ ადამიანები არასოდეს ელოდებიან ცვლილებებს ვალუტის გაცვლით კურსში. ფიქსირებული სავალუტო კურსის პირობებში ამას გარკვეული აზრი აქვს, მაგრამ არა მოქნილი სავალუტო კურსის დროს. სავალუტო კურსში მოსალოდნელი ცვლილებები გავლენას ახდენს ადგილობრივ და საერთაშორისო საპროცენტო განაკვეთებს შორის დამოკიდებულებაზე. თუ მოსალოდნელია ფასების დონის აწევა ადგილობრივი საპროცენტო განაკვეთი დაეცემა საერთაშორისო დონესთან შედარებით.

თავი II. გაცვლითი კურსი, როგორც ღია ეკონომიკის საგარეო შოკებზე რეაგირების მექანიზმი

2.1 საგარეო სექტორი და საგადასახდელო ბალანსი

საგადასახდელო ბალანსი არის მაკროეკონომიკურ-სტატისტიკური ანგარიში, რომელიც სისტემური სახით ასახავს დროის განსაზღვრულ პერიოდში მოცემულ ეკონომიკასა და დანარჩენ მსოფლიოს შორის განხორციელებულ ეკონომიკურ ტრანზაქციებს (Makin, A. J., 2005). ინფორმაციის კლასიფიკაცია ხდება საერთაშორისო სტანდარტების, საერთაშორისო სავალუტო ფონდის საგადასახდელო ბალანსისა და საერთაშორისო საინვესტიციო პოზიციის სახელმძღვანელოს შესაბამისად.

სტრუქტურულად საგადასახდელო ბალანსი შედგება მიმდინარე ანგარიშის, კაპიტალის ანგარიშისა და ფინანსური ანგარიშისაგან. მიმდინარე ანგარიში მოიცავს საქონლითა და მომსახურებით ვაჭრობის ბალანსს, პირველადი შემოსავლებისა და მეორადი შემოსავლების ბალანსებს. კაპიტალის ანგარიშებში აისახება არამწარმოებლური არაფინანსური აქტივების შექმნა/გაცემა და კაპიტალური ტრანსფერები. ფინანსური ანგარიში მოიცავს: პირდაპირ ინვესტიციებს, პორტფელურ ინვესტიციებს და სარეზერვო აქტივებს.

მიმდინარე ანგარიშისა და კაპიტალის ანგარიშის ჯამი წარმოადგენს მოცემული ეკონომიკის წმინდა დაკრედიტებას ან წმინდა სესხებას დანარჩენი მსოფლიოს მიმართ. ის კონცეპტუალურად ტოლია ფინანსური ანგარიშის წმინდა ბალანსის.

მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი იწვევს ქვეყნის საგარეო ვალდებულებების ზრდას, რაც საგარეო შოკების მიმართ მოწყვლადობას განაპირობებს (Humphery, M. T., Keleher, R.E., 1982). მიმდინარე ანგარიშის ზრდად დეფიციტს შეიძლება თან ახლდეს საგარეო ვალდებულებების ისეთი დოზითაკუმულირება, როდესაც ქვეყნის გადახდისუნარიანობა ეჭვქვეშ დგება. ეს კი, თავის მხრივ, ამცირებს უცხოელი ინვესტორების ნდობას ადგილობრივი ეკონომიკისადმი და ზრდის ინვესტიციების მასობრივი გადინების რისკს, რასაც, როგორც წესი, ადგილობრივი ვალუტის მკვეთრი გაუფასურება, საინვესტიციო გარემოს გაუარესება და მათთან დაკავშირებული ნეგატიური სოციალურ-ეკონომიკური პროცესები მოჰყვება.

შესაბამისად, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შემცირების თანმიმდევრული

პოლიტიკა მნიშვნელოვანია ქვეყნის გრძელვადიანი სტაბილური ზრდისათვის. საგარეო დისბალანსის აღმოფხვრისას შეიძლება გამოყენებულ იქნას სხვადასხვა ინსტრუმენტი, რომელიც ერთი მხრივ ექსპორტის წახალსებას ემსახურება, ხოლო მეორე მხრივ ზღუდავს მოხმარებას და ეხმარება ადგილობრივ პროდუქციას იმპორტის ჩანაცვლებაში. აქ მოიაზრება როგორც მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკის რეაგირება, ასევე ეკონომიკის კონკურენტუნარიანობის ამაღლებისაკენ მიმართული საბაზრო რეფორმები ან/და რეალური გაცვლითი კურსის გაუფასურება (Arize, C.A., Osang, T., Slottje, J.D., 2000). დასახელებული ინსტრუმენტებიდან ცალკე უნდა გამოიყოს გაცვლითი კურსი, რომელსაც ღია ეკონომიკის შემთხვევაში განსაკუთრებული დატვირთვა ენიჭება მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის შემცირებისათვის.

ღია ეკონომიკა საგარეო შოკებზე გაცვლითი კურსის კორექტირებით რეაგირებს. შესაბამისად, ნეგატიური საგარეო შოკის მიღებას თან ახლავს ეფექტური გაცვლითი კურსის გაუფასურება (Cooper, R. N., 1978), რაც, როგორც წესი ადგილობრივ ვალუტაში გამოხატული იმპორტის ფასების ზრდასა და უცხოურ ვალუტაში გამოხატული ექსპორტის ღირებულების შემცირებაში აისახება. თუ ფასების აღნიშნულ ცვლილებებზე ექსპორტისა და იმპორტის მოცულობის რეაგირება საკმარისად დიდი იქნება, ეფექტური გაცვლითი კურსის გაუფასურება სავაჭრო დისბალანსის შემცირებას გამოიწვევს.

გაცვლით კურსსა და სავაჭრო ბალანსს შორის დამახასიათებელი კავშირის შესწავლა განსაკუთრებულ მნიშვნელობას იძენს საქართველოს ეკონომიკისათვის, რომელმაც 2014 წლის ბოლოს მძლავრი და ხანგრძლივი საგარეო შოკი განიცადა, რომელიც ექსპორტის მკვეთრ შემცირებაში გამოიხატა და ეფექტური გაცვლითი კურსის გაუფასურება გამოიწვია. შესაბამისად, მნიშვნელოვანია გაირკვეს, თუ რამდენად შეძლებს გაცვლითი კურსის მექანიზმი სავაჭრო დისბალანსის შერბილებას საქართველოს შემთხვევაში. გაცვლითი კურსის მერყეობასა და სავაჭრო ბალანსს შორის კავშირის შესასწავლად ჩატარებული ემპირიული კვლევების უმრავლესობა მიუთითებს, რომ გაცვლითი კურსის გავლენა ექსპორტისა და იმპორტის დინამიკაზე ძლიერი და მდგრადია.

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის 2015 წლის მსოფლიო ეკონომიკურ მიმოხილვაში ¹ ავტორებმა დაასკვნეს, რომ გაცვლითი კურსი მნიშვნელოვნად ზემოქმედებს წმინდა ექსპორტზე. კერძოდ, 10%-იანი რეალური გაუფასურება საშუალოდ, რეალური წმინდა ექსპორტის მშპ-სთან თანაფარდობას 1.5%-ით გაუმჯობესებას განაპირობებს. ასევე, აღსანიშნავია, რომ ამავე კვლევის შედეგებით წმინდა ექსპორტის რეაგირება გაუფასურებაზე ყველაზე ძლიერია იმ ქვეყანაში, რომლებიც საწყის ეტაპზე საწარმოო რესურსების არასასურველი გამოყენებით ხასიათდება და სადაც ფინანსური სისტემები გამართულად ფუნქციონირებენ. ავტორები ასევე მიუთითებენ, რომ კორექტირება დიდწილად გაუფასურების პირველივე წელს ხდება. მიმდინარე ანგარიშის გაცვლით კურსზე რეაგირება შედარებით უფრო ძლიერია განვითარებადი ქვეყნებისათვის (Freund, C., Pierola, M. D., 2012). როგორც აღნიშნული კვლევის ავტორები მიუთითებენ, საკმარისად დიდი რეალური გაუფასურება და შედეგად გაზდილი კონკურენტუნარიანობა ექსპორტის გრძელვადიანი ზრდის მნიშვნელოვან განმაპირობებელ ფაქტორს წარმოადგენს. კერძოდ, კი რეალური კურსის ცვლილება მომსახურების ექსპორტზე აისახება, ვინაიდან მომსახურების ექსპორტი წარმოების შუალედურ ეტაპზე უფრო ნაკლებ იმპორტულ ფაქტორს იყენებს, ვიდრე საქონლის ექსპორტი.

ემპირიული კვლევების მეორე ჯგუფი ყურადღებას ამახვილებს იმ ფაქტორებსა და ეკონომიკის მახასიათებლებზე, რომლებიც ასუსტებენ გაუფასურების გავლენას მიმდინარე ანგარიშზე. საერთაშორისო სავალუტო ფონდის ზემოთ განხილულ კვლევაში ასევე ნახსენებია, რომ გლობალური მიწოდების ჯაჭვების რგოლის ზრდას თან ახლავს საექსპორტო საქონელში იმპორტირებული შუალედური საქონლის წილის მატება, რაც გაუფასურების პირობებში ართულებს ექსპორტის კონკურენტუნარიანობის ზრდას და შესაბამისად ასუსტებს კავშირს გაცვლით კურსსა და მიმდინარე ანგარიშს შორის. ეს ფაქტი განსაკუთრებით რელევანტურია მცირე ზომის ეკონომიკისათვის. რაც უფრო მცირე ზომისაა ეკონომიკა, მით უფრო მეტადაა იგი წარმოებაში დამოკიდებული იმპორტულ შუალედურ ფაქტორებზე. მაგალითად, კვლევის მიხედვით, პერუში ექსპორტის ზრდა მნიშვნელოვნადაა დაკავშირებული იმპორტული შუალედური საქონლის ზრდაზე (Pierola, M. ,D., Fernandes A. ,M., Farole T., 2015). თუმცა ემპირიული

¹ Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2014, IMF, <https://www.imf.org/external/pubs/nft/2014/areaers/ar2014.pdf>

მტკიცებულებები გაცვლით კურსსა და მიმდინარე ანგარიშის შორის კავშირის შესუსტების სასარგებლოდ მწირია, ვინაიდან შუალედური საქონლით ვაჭრობის ზრდის ტემპი მოკრძალებულია და მისი მოცულობა ბევრად ჩამორჩება საბოლოო საქონლით ვაჭრობას.

გარდა ამისა, თუკი ქვეყნის ექსპორტის სექტორი არადივერსიფიცირებულია და კონცენტრირებულია ბუნებრივ რესურსებზე, მაშინ გაცვლით კურსზე ექსპორტის რეაგირებაც სუსტი იქნება. კვლევის მიხედვით, ნავთობის ექსპორტიორი ქვეყნების მიმდინარე ანგარიში ნაკლებად რეაგირებს ნომინალურ გაცვლით კურსზე, რისი ძირითადი მიზეზიც ექსპორტის არადივერსიფიცირებულობაა (Behar A., Fouejieu A., 2016).

2.2 მაღალი დოლარიზაციით გამოწვეული პრობლემები

დოლარიზაციის მაღალი მაჩვენებელი უარყოფითად მოქმედებს ეკონომიკის გრძელვადიან ზრდაზე, რადგან:

- ასუსტებს მოეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმს. დოლარიზაცია აფერხებს მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიან მუშაობას. იქიდან გამომდინარე, რომ ეროვნულ ბანკს შეუძლია მართოს საპროცენტო განაკვეთები ეროვნული ვალუტის ფულად ბაზარზე, დოლარიზაცია ასუსტებს მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის არხს (Balino, T., Benen, A., Borensztein, E., 1999). შედეგად პოლიტიკის ცვლილება ნაკლები სიმძლავრით ახდენს გავლენას ერთობლივ მოთხოვნასა და ფასების დონეზე. იქიდან გამომდინარე, რომ საქართველოსა და ამერიკას არ აქვთ მსგავსი ბიზნეს ციკლები და არც მუშახელის მობილობაა მაღალი, მნიშვნელოვანია ეფექტიანი დამოუკიდებელი მონეტარული პოლიტიკის ქონა. გარდა ამისა, მაღალი დოლარიზაციის დროს გაცვლითი კურსის შოკი ზრდის ინფლაციურ წნეხს და ამავდროულად შესაძლოა უარყოფითად აისახოს ეკონომიკურ ზრდაზე (Berg, A., Borensztein, E., 2000). რაც ეროვნული ბანკს ინფლაციასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის არჩევანის წინაშე აყენებს. სუსტი მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმი თავის მხრივ ამცირებს ეროვნული ბანკის მიმართ ნდობას.
- ამცირებს ეკონომიკის მოქნილობასა და მის ეფექტიანობას. მაღალი დოლარიზაციის პირობებში გაცვლითი კურსის მონილობის ზემოქმედება ეკონომიკაზე შეზღუდულია, რადგან კურსის გაუფასურებას თა ახლავს ვალის ტვირთის ზრდა და უარყოფითი გავლენა საბალანსო უწყისზე. კურსის გაუფასურება ერთის მხრივ ზრდის მწარმოებლის ხარჯებს და ზეწოლას ქმნის ფასების ზრდაზე, ხოლო მეორე მხრივ ამცირებს ადგილობრივ მოთხოვნას. აღსანიშნავია, რომ ემპირიული ლიტერატურის მნიშვნელოვანი ნაწილი მხარს უჭერს მოსაზრებას, რომ მაღალ დოლარიზებული ქვეყნისათვის მცურავი გაცვლითი კურსის ქონა უმჯობესია, ვიდრე ნაკლებად მოქნილი კურსის შენარჩუნება (Cramon –Taubadel S., 2015).

- ზრდის საკრედიტო და ფინანსური სტაბილურობის რისკებს. მაღალი დოლარიზაციის შედეგად გაცვლითი კურსის რისკი არის ერთ-ერთი მთავარი პრობლემა, რომელიც მსესხებლისა და ფინანსური სექტორის წინაშე დგას. მაღალი დოლარიზაცია პრობლემატურია საქართველოსათვის, რადგან ის წარმოშობს სავალუტო რისკებს არაჰეჯირებული მსესხებლებისათვის, ზრდის ლიკვიდობის რისკებს ეროვნული ბანკის ბოლო ინსტანციის მსესხებლის ფუნქციის შეზღუდვით, ზრდის საბანკო სექტორის საკრედიტო და ფინანსური სტაბილურობის რისკებს.
- უარყოფითად მოქმედებს ქვეყნის რისკ პრემიუმზე. მაღალ დოლარიზებულ ქვეყნებში კრიზისის შემდეგ რისკ პრემიუმი უფრო მეტად იზრდება ვიდრე ნაკლებად დოლარიზებულ ქვეყნებში. საქართველოს საერთაშორისო რეიტინგზე ასევე ხაზგასმულია ეროვნული ბანკის 2017 წლის კვლევაში, სადაც მოყვანილია სარეიტინგო კომპანიების ფიტჩისა (Fitch, Ratings, 2016) დამუდსის (Mood's, 2016) ანგარიშები.

როგორც აღვნიშნეთ, მაღალი დოლარიზაცია ზღუდავს გაცვლითი კურსის გამოყენების შესაძლებლობას შოკების შთანთქმისათვის. ამ მოსაზრების გასამყარებლად, გავაანალიზოთ ფინანსური კრიზისის პერიოდი და დავაკვირდეთ, თუ როგორ შეძლეს აღნიშნული კრიზისის დაძლევა დოლარიზებულმა და ნაკლებად დოლარიზებულმა ქვეყნებმა.

ფინანსურმა კრიზისმა აჩვენა (Nakaso, H., 2013), რომ განვითარებად ქვეყნებს, რომლებმაც შედარებით უკეთ შეძლეს კრიზისიდან გამოსვლა, ახასიათებთ კურსის მაღალი მოქნილობა დაბალი დოლარიზაციის პირობებში და ინფლაციის თრგეტირება. აღნიშნულმა ქვეყნებმა, შეძლეს მონეტარული პოლიტიკის მნიშვნელოვანი შერბილებით და კურსის გაუფასურებით ხელი შეეწყოთ ეკონომიკის აღდგენისათვის, ინფლაციის მნიშვნელოვნად გაზრდის გარეშე. საპირისპიროდ მაღალ დოლარიზებულმა ქვეყნებმა ნაკლებად მოქნილი გაცვლით კურსით აჩვენეს შედარებით უარესი მაკროეკონომიკური შედეგი.

მაგალითად, პოლონეთმა, სადაც დოლარიზაციის მაჩვენებელი 2009 წელს 33%-ს შეადგენდა, შეძლო მონეტარული პოლიტიკის შერბილებითა და გაცვლითი კურსის 60%-ით გაუფასურებით შოკის შთანთქმა და აღნიშნულ წელს ეკონომიკა

შემცირების ნაცვლად 1.7 %-ით გაიზარდა, მაშინ, როდესაც ლატვიამ , სადაც დოლარიზაციის მაჩვენებელი 2009 წელს 80%-ს შეადგენდა, ვერ შეძლო გაცვლითი კურსის სრულად კორექტირება, კურსი მხოლოს 15%-ით გაუფასურდა და შედეგად მშპ 18%-ით შემცირდა. გარდა ამისა დოლარიზაციის მაღალმა მაჩვენებელმა ნაწილობრივ განაპირობა ქვეყნის რისკ პრემიის გაზრდა. ქვეყნებს, რომლებსაც მაღალი დოლარიზაცია ჰქონდათ რისკ პრემიუმი უფრო მეტად გაეზარდათ ვიდრე ქვეყნებს დაბალი დოლარიზაციით (Kokenyne, A., Ley J., Veyrune R., 2010).

აქედან გამომდინარე, იმისათვის რომ საქართველომ შეძლოს კრიზისის შემთხვევაში ეფექტიანი მონეტარული და სავალუტო პოლიტიკის განხორციელება, საჭიროა ლარიზაციის მხარდამჭერი ღონისძიებების განხორციელება და დოლარიზაციის მაღალი მაჩვენებლის შემცირება.

საერთაშორისო გამოცდილებაზე დაყრდნობით, ლიტერატურაში გამოყოფენ დოლარიზაციის შემცირების რამდენიმე გზას (Catao, I., Terrones, M., 2016) მაკროეკონომიკურ სტაბილურობას, რომელიც გულისხმობს დაბალ და მცირე მერყეობის მქონე ინფლაციას. აღნიშნულის მიღწევაში ინფლაციის თარგეთრებამ შესაძლოა მნიშვნელოვანი როლი ითამაშოს (Krugman, P. R., Obstfeld, M., Melitz, M. J., 2012). ასევე მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმის არსებობა ხელს შეუწყობს დოლარიზაციის შემცირებას. გარდა ამისა, მნიშვნელოვანია ფინანსური ბაზრისა და ფინანსური ინსტრუმენტების, მათ შორის ჰეჯირების ინსტრუმენტების, განვითარება, რაც დედოლარიზაციის განხორციელების ერთ-ერთ მთავარ წინაპირობას წარმოადგენს. ასევე, შესაძლებელია დამატებით ეროვნული ვალუტის სტიმულირება, უცხოურ ვალუტაზე მაღალი რისკის წონების, სარეზერვო და ლიკვიდობის მოთხოვნების დაწესებით. გარდა ამისა, ზოგოერთმა ქვეყანამ გამოიყენა ადმინისტრაციული შეზღუდვები, რაც გულისხმობს უცხოურ ვალუტაში გარკვეული სესხების გაცემის აკრძალვას და დეპოზიტების ეროვნულ ვალუტაში კონვერტირებას.

დოლარიზაციის მაჩვენებელი ბევრი ქვეყნისათვის რჩება მნიშვნელოვან გამოწვევად, თუმცა, არიან ქვეყნები რომელთაც წარმატებით შეძლეს დედოლარიზაცია (Reinhart, C., Rogoff, R., Savastano, M., 2003). პირველ რიგში, ამ

ქვეყნებმა უზრუნველყვეს მაკროეკონომიკური სტაბილურობა და ინფლაციის დაბალ სტაბილურ დონეზე შენარჩუნება.

როგორც საერთაშორისო გამოცდილების ანალიზი აჩვენებს, დედოლარიზაციის მისაღწევად აუცილებელი პირობაა მაკროეკონომიკური სტაბილურობა.

2.3 გაცვლით კურსზე მოქმედი ფაქტორები (საქართველოს მაგალითი)

საქართველოს ეროვნული ბანკის გადაწყვეტილების თანახმად, 1995 წლის შემოდგომიდან 1998 წლამდე პერიოდში არსებული ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსის ფიქსირებული რეჟიმი შემდგომ პერიოდში მართვადი მცურავი კურსის რეჟიმში გადავიდა, რომლის დროსაც ეროვნული ვალუტის კურსის ჩამოყალიბება ბაზარზე არსებული მოთხოვნა-მიწოდების საფუძველზე არის შესაძლებელი. თუმცა, საჭიროების შემთხვევაში, ეროვნულ ბანკს მისი რეგულირების მექანიზმებიც გააჩნია. აღსანიშნავია, რომ ვალუტის გაცვლითი კურსის რეჟიმის შერჩევა ნებისმიერი ქვეყნისათვის იყო, არის და იქნება ერთ-ერთი ყველაზე მნიშვნელოვანი გადაწყვეტილება ეკონომიკის სექტორში (Akerlof, G., et al, 2014).

აღნიშნული წონასწორობის ჩამოყალიბება 2009 წლის 16 მატამდე ხორციელდებოდა თბილისის ბანკთაშორის სავალუტო ბირჟაზე, რომელიც იურიდიულად სააქციო საზოგადოებას წარმოადგენდა და მათ დამფუძნებელთა შორის საქართველოს ეროვნულ ბანკთან ერთად შვიდი კომერციული ბანკი იყო. 2009 წლის 17 მარტიდან საქართველოში სავალუტო აუქციონები ამოქმედდა, ხოლო კომერციული ბანკების ვაჭრობებმა ბლუმბერგის სისტემაში გადაინაცვლა.

დღეისათვის სავალუტო ბაზარი საქართველოში შედგება კომერციულო ბანკებისაგან, საინვესტიციო ფონდებისაგან და იმ იურიდიული, თუ ფიზიკური პირებისაგან, რომლებიც დაინტერესებულნი არიან უცხოური ვალუტის ყიდვა-გაყიდვით. თუმცა, მიუხედავად ბაზრის სტრუქტურისა, გაცვლითი კურსი, „ბლუმბერგის“ სავაჭრო სისტემის მეშვეობით, მხოლოდ კომერციული ბანკების მეშვეობით ერთმანეთში ვაჭრობის საფუძველზე დგინდება.

დაარსების დღიდან საქართველოს ეროვნულ ვალუტას გავლილი აქვს როგორც გამყარების, ასევე გაუფასურების მრავალი პერიოდი. პირველი მკვეთრი გაუფასურება ლარმა 1998 წელს რუსეთის ეკონომიკაში დეფოლტით გაჩენილი სირთულეების გამოგანიცადა. 2003 წლიდან 2008 წლის ზაფხულამდე კი, პირიქით, ეროვნული ვალუტის სტაბილური გამყარება შეიმჩნეოდა. რაც ძირითადად განპირობებული იყო უცხოური ინვესტიციების, საგარეო ვალების, ფულადი გზავნილებისა და საერთაშორისო გრანტების მოცულობის მნიშვნელოვანი ზრდით. ჩამოთვლილი

ფაქტორები ხელს უწყობდა ქვეყანაში უცხოური ვალუტის (განსაკუთრებით აშშ დოლარის) შემოდინებას და სავალუტო ბაზარზე მისი მიწოდების ზრდას, შედეგად კი ლარის კურსის გამყარებას.

აუცილებელია აღინიშნოს, სწორედ ზემოხსენებული მიზეზების გამო 2004-2008 წლებში საქართველოს ეკონომიკას ე.წ. „ჰოლანდიური დაავადების“ სიმპტომებიც კი აღენიშნებოდა (პაპავა, ვ., 2007). ამ პროცესს, ერთის მხრივ, თან სდევდა უცხოურ ვალუტაში გამოსახული ქართული პროდუქციის ფასის ზრდიდან გამომდინარე ექსპორტის შეზღუდვა, ხოლო მეორე მხრივ კი მაღალი ინფლაცია. ეროვნული ბანკის მონაცემების თანახმად, სწორედ მოცემულ პერიოდში მოხდა ეროვნული ბანკის მიერ ბაზრიდან ჭარბი ოდენობის, კერძოდ 838 მილიონი აშშ დოლარის მოცულობის, ვალუტის წმინდა ამოღება და ამ თანხით სართაშორისო რეზერვების შევსება.

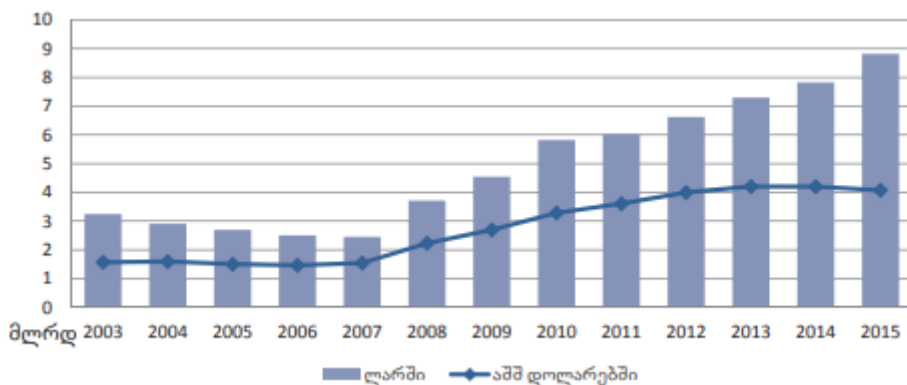
2014 წლის მეოთხე კვარტალში დოლარის საგრძნობმა გამყარებამ და საქართველოს პარტნიორი ქვეყნების ვალუტების გაუფასურებამ აჩვენა, თუ რა დიდი მნიშვნელობა აქვს მოქნილი და ეფექტიანი სავალუტო პოლიტიკის განხორციელებას. აღსანიშნავია, რომ მრავალ განვითარებულ თუ განვითარებად ქვეყანაში სავალუტო შოკებს პარალელურად თან სდევდა ეკონომიკური ზრდის ტემპების შენელება, ამიტომ მნიშვნელოვანია, საერთაშორისო რეალობა და გამოცდილება საქართველომაც გაიზიაროს და საკითხს სათანადო ყურადღება დაეთმოს. 2009 წლის პიტსბურგის G-20 შეხვედრის შემდეგ, მკაფიოდ იქნა გაცხადებული და დაბალანსებული და მდგრადი ზრდის გლობალური ვექტორი უმთავრესად ფინანსურ და ფისკალურ სტაბილურობაზე გადავიდა. შესაბამისად, არსებობს საერთო კონსენსუსი, რომ ეროვნული ვალუტის სწრაფი და მასშტაბური გაუფასურება გავლენას ახდენს ფინანსური სისტემის სტაბილურობაზე, რომელსაც ძალუმს ქვეყანა ფინანსურ და ეკონომიკურ კრიზისამდე მიიყვანოს მოცემული პრობლემის დროული და ეფექტიანი გადაჭრა სასიცოცხლო აუცილებლობას წარმოადგენს.

მნიშვნელოვანია, რომ მთავრობამ და საკანონმდებლო ხელისუფლებამ ისე შეიმუშონ ფისკალური პოლიტიკა და წლიური ბიუჯეტი, რომ ხელი შეუწყონ ეკონომიკურ განვითარებას და ვალის მდგრად ზრდას, რითაც მიიღწევა ფისკალური სტაბილურობა. უფრო მეტიც საქართველოსათვის, რომლის მოსახლეობის უდიდეს ნაწილს საბანკო სესხი უცხოურ ვალუტაში, აშშ დოლარში აქვს აღებული (მაშინ, როდესაც შემოსავლებს

ძირითადად ეროვნულ ვალუტაში იღებენ), უმნიშვნელოვანეს პრობლემას სწორედ გამკვირებული აშშ დოლარის უკან დაბრუნება წარმოადგენს. ეს პრობლემას უქმნის არა მხოოდ მსესხებლებს და მათ ოჯახებს, არამედ თავად საბანკო სისტემასაც. მითუმეტეს, თუ გავითვალისწინებთ, რომ საბანკო სესხების 60 პროცენტზე მეტი აშშ დოლარშია გაცემული, პრობლემა ნათელი და, იმავდროულად საგანგაშოც კი ხდება.

აგრეთვე მნიშვნელოვანია ყურადღება გამახვილდეს ეროვნული ვალუტის გაუფასურების შედეგად გაზრდილ საგარეო ვალზეც, რომელიც ლარში გამოისახება (მიუხედავად იმისა, იზრდება თუ არა ვალი უცხოურ ვალუტაში).

დიაგრამა: 2.1 საგარეო ვალი 2003-2015 წლები.

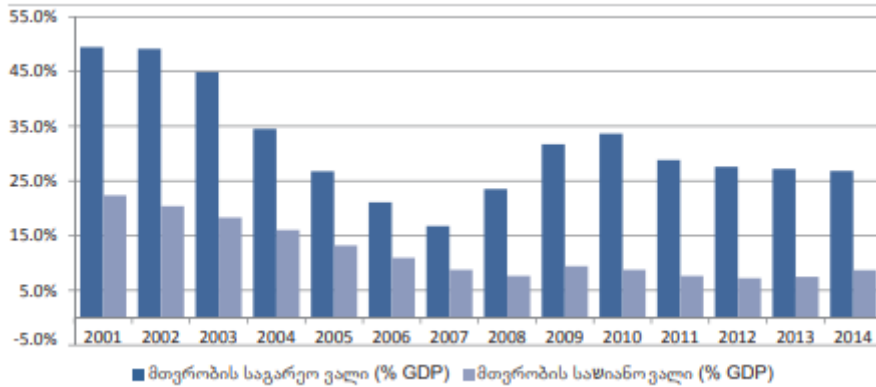


წყარო: საგადასახდლო ბალანსი, საქართველოს ეროვნული ბანკი.იხ.

<https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304#sagareoseqtori>.

მთავრობის საგარეო ვალის ანალიზი გვიჩვენებს, რომ 2003-2007 წლებში იგი თითქმის უცვლელად იყო შენარჩუნებული, თუმცა 2008-2013 წლებში ტენდენცია ზრდისკენ იცვლება და 2 661 439 დოლარს აღწევს, რასაც 2013 წლიდან კლების ტენდენცია ენაცვლება, რაც ნიშნავს, რომ მთავრობა საგარეო ვალის გასტუმრებას იწყებს.

დიაგრამა: 2.3 მთავრობის ვალის ცვლილება 2001-2014 წლებში მთლიან შიგა პროდუქტთან მიმართებაში.



წყარო: საგადასახდებლო ბალანსი, საქართველოს ეროვნული ბანკი.იხ.

<https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304#sagareoseqtori>.

ლარის გაუფასურებამ ქართულ ეკონომიკაში გარკვეული რისკები წარმოქმნა. უარყოფითად მოქმედებდა, როგორც ადგილობრივი მოსახლეობის, ასევე უცხოელი ინვესტორების მოლოდინებზე და მოსახლეობას ეროვნული ვალუტის მოშორებისაკენ უბიძგებდა, ხოლო უცხოელ ბიზნესმენებს -ინვესტიციებისაგან თავის შეკავებისაკენ. სინამდვილეში, სავალუტო კრიზისი საქართველოში არ ყოფილა , გამომდინარე იქიდან, რომ კლასიკური განმარტების თანახმად სავალუტო კრიზისად იწოდება მოვლენა, როდესაც ერთი კვარტლის განმავლობაში ვალუტა უფასურდება 25 და მეტი პროცენტით და ამას თან ერთვის სავალუტი რეზერვების მნიშვნელოვანი შემცირება(Frankel J., Rose A., 1996) კერძოდ საქართველოს შემთხვევაში ლარის ოფიციალური გაცვლითი კურსი ასე გამოიყურებოდა:

- 2014 წლის 19 ნომბრიდან, მას შემდეგ, რაც ლარმა გაუასურება დაიწყო, კურსი იყო, 1,7643, თვის ბოლოს კი -2,0839, რაც ეროვნული ვალუტის გაუფასურების მხოლოდ 17-18%-ს შეადგენდა.

-

- 2014 წლის 19 ნომბრიდან 2015 წლის თებერვლის ჩათვლით, ეროვნული ვალუტა გაუფასურდა 1,7643-დან 2,0839-მდე (სამი თვის განმავლობაში) რაც 17-18%-იან გაუფასურებას შეადგენს.
- 2014 წლის 19 დეკემბრიდან 2015 წლის 19 მარტის ჩათვლით, შესაბამისად-1,9166 და2,005, რაც პროცენტულ გამოსახულებაში გაუფასურების მხოლოდ 15%-იან მაჩვენებელს შეადგენს.
- 2015 წლის 19 იანვრიდან 2015 წლის 19 აპრილის ჩათვლით-1,9434 და2,2535, პროცენტულ გამოსახულებაში გაუფასურების მაჩვენებელი კი 16%-ს შეადგენს.
- 2015წლის თებერვლიდან 2015 წლის 16 მაისის ჩათვლით 2,0839-დან 2,3637-მდე, რაც 17-18%-იანი გაუფასურების მაჩვენებელია.
- დეკემბრის დასაწყისიდან თებერვლის ბოლომდე მონაცემები შეადგენდა, შესაბამისად, 1,8421-ს და2,1654-ს რაც პროცენტულ გამოსახულებაში გაუფასურების 17-18%-იანი მაჩვენებელია.

უნდა აღინიშნოს, რომ ეკონომიკური კრიზისი აღნიშნავს არა ეკონომიკური ზრდის ტემპის შენელებას, არამედ მნიშვნელოვან მასშტაბებში გამოხატულ ეკონომიკურ დაღმავლობას, რასაც საქართველოში ადგილი არ ჰქონია.

ლარის გაუფასურების მიზეზებზე საუბრისას მნიშვნელოვანია ყურადღება გამახვილდეს არა მხოლოდ ობიექტურ, არამედ სუბიექტურ მიზეზებზეც. ლარის გაუფასურების მიზეზების ანალიზისას შეიძლება ვიკვლიოთ ორი მიმართულება: კერძოდ, საშინაო და საგარეო ფაქტორები. საგარეო ფაქტორებიდან მნიშვნელოვანი გამოვყოთ რუსეთ-უკრაინის დპირისპირება, ნავთობის ფასების ვარდნა, საქართველოს ყველა მეზობელი ქვეყნის ეკონომიკური ზრდის შეფერხება სომხეთისა და აზერბაიჯანის მიერ საბაჟო პოლიტიკის გადახედვა/გამკაცრება და ა.შ.(IMF, 2015).

თითოეული ზემოხსენებული მოვლენა ცალ-ცალკე და ერთად ქართულ ეკონომიკაზე ძლიერ ზეგავლენას ახდენდა. კერძოდ, ნავთობის ფასების დაცემემამ საქართველოს ორი მსხვილი სავაჭრო პარტნირის - აზერბაიჯანისა და რუსეთის ეკონომიკის ზრდის შენელება გამოიწვია იმდენად, რამდენადაც მათი საბიუჯეტო შემოსავლები მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული ნავთობის ფასზე, რაც საბოლოო ჯამში საქართველოში ფულადი გზავნილებისა და ქართული ექსპორტის შემცირებით, ქართულ ეკონომიკაზეც აისახა.

რუსეთ-უკრაინის დაპირისპირების შედეგად, უკრაინიდან საქართველოში იკლო როგორც ტურისტების, ასევე ფულადი გზავნილების ნაკადმაც.

2015 წლის 2 იანრიდან სომხეთის საბაჟო კავშირში გაწევრიანებამ ხელი შეუშალა საქართველოდან ავტომობილების (რე)ექსპორტს ამ ქვეყანაში. ანალოგიურ შეზღუდვას ქონდა ადგილი აზრბაიჯანშიც, სადაც ავტომობილების (რე)ექსპორტის ბაზარი ჯერ კიდევ 2014 წელს შემცირდა.

მოცემულმა პრობლემებმა ერმნიშვნელოვანი გავლენა იქონია საქართველოს ეკონომიკაზე.

აუცილებელია, ცალ-ცალკე განვიხილოთ მოცემული საგარეო ფაქტორების (ფულადი გზავნილების, ექსპორტის, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციებისა და ტურიზმის სექტორის) გავლენა ქართულ ეკონომიკაზე და პასუხი გავცეთ შეკითხვას - შეეძლოთ თუ არა მათ ეროვნულ ვალუტაზე გავლენის მოხდენა.

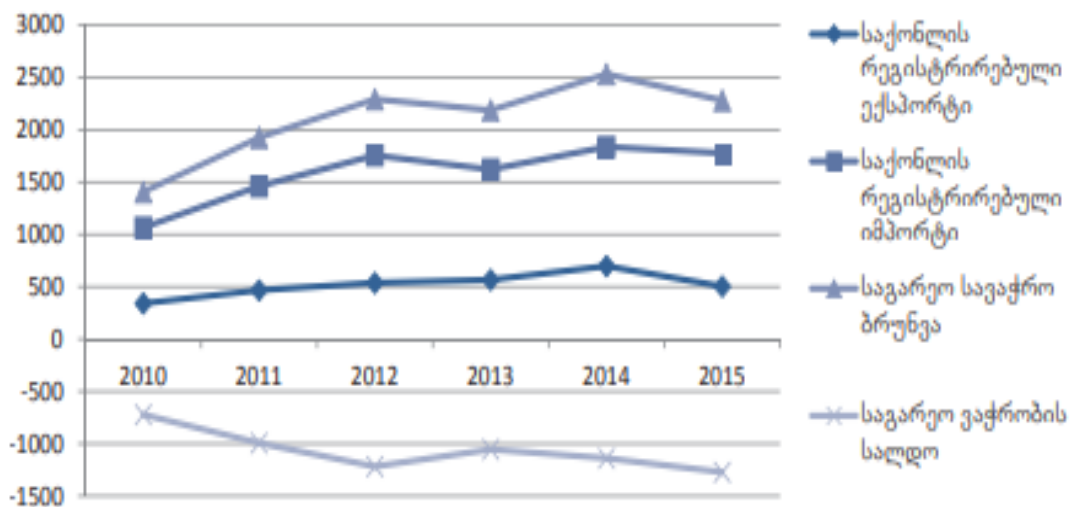
ერთ-ერთი ყველაზე მნიშვნელოვანი ფაქტორი, რომელიც ქვეყანაში უცხოური ვალუტის შემოდინების წყაროდ შეიძლება განიხილებოდეს, არის საგარეო ვაჭრობა. სამწუხაროდ, საქსტატის მონაცემების თანახმად, 1995 წლიდან მოყოლებული (ადრინდელი მონაცემები არ მოიპოვება) საქართველოს სავაჭრო ბალანსი, როგორც ყოველთვის, ასევე ყოველწლიურ ჭრილში, უარყოფითია. გამონაკლისი არც 2014 წელი ყოფილა: რეგისტრირებული ექსპორტის მაჩვენებელი რეგისტრირებული იმპორტის მაჩვენებელს 3-ჯერ ჩამორჩა და აბსოლუტურ მაჩვენებელში, შესაბამისად, 2,861 და 8,596 მლრდ. აშშ დოლარი შეადგინა. 2013 წელთან შედარებით 2014 წელს ექსპორტი 2%¹-ით შემცირდა (აბსოლუტურ მაჩვენებელში -47 მლნ აშშ დოლარი), ხოლო იმპორტი კი პირიქით 7% -ით გაიზარდა (570 მლნ. აშშ დოლარით).

რაც შეეხება 2015 წლის პირველ კვარტალს, სამწუხაროდ, სიტუაცია კიდევ უფრო დამძიმდა და ჩამორჩენა ექსპორტსა და იმპორტს შორის კიდევ უფრო გაიზარდა. კერძოდ, 2015 წლის იანვარ-მარტში საქონლით საგარეო-სავაჭრო ბრუნვამ (არაორგანიზებული ვაჭრობის გარეშე) 2,279 მლრდ. აშშ დოლარი შეადგინა (წინა წლის მაჩვენებელთან შედარებით, 10%-იანი კლება დაფიქსირდა), საიდანაც ექსპორტმა 503 მლნ. აშშ დოლარი (28%-ით ნაკლები), ხოლო იმპორტმა 1,776 მლრდ. აშშ დოლარი

¹ საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახური.
იხ. <http://pc-axis.geostat.ge/PXWeb/pxweb/ka/Database>.

(3%-ით ნაკლები) შეადგინა. მთლიანობაში უარყოფითმა სავაჭრო ბალანსმა 2015 წლის იანვარ-მარტში შეადგინა 1 273 მლნ. აშშ დოლარი (10%-ით მეტი წინა წლის ანალოგიურ პერიოდთან შედარებით) და საგარეო სავაჭრო ბრუნვის 56%.

დიაგრამა: 2.4საქართველოს საგარეო ვაჭრობა, 2010-2015 წწ. (მლნ. აშშ დოლარი)



წყარო: საგარეო ვაჭრობა, საქართველოს სტატისტიკის სამსახური.

იხ. <https://www.geostat.ge/ka>.

საინტერესოა, თუ რამდენადაა დამოკიდებული ლარის კურსის გაუფასურება საქართველოს საგარეო ვაჭრობის მაჩვენებლის გაუარესებასთან. კერძოდ, 2014 წლის იანვარ-ოქტომბრის მონაცემების 2013 წლის ანალოგიურ მაჩვენებელთან შედარებით დგინდება, რომ ექსპორტის მაჩვენებელი, მართლია, უმნიშვნელოდ, მაგრამ მაინც გაიზარდა 13 მლნ აშშ დოლარით (230-დან 243 მლნ-მდე). რაც შეეხება იმპორტს, ის გაიზარდა (თუმცა ეს მოვლენა უარყოფით ჭრილში უნდა განვიხილოთ) საკმაოდ მნიშვნელოვნად -593 მლნ აშშ დოლარით (6,416 მლრდ-დან 7,008 მლრდ-მდე). შედეგად 2014 წლის პირველი ათი თვის სავაჭრო ბალანსის უარყოფითი სალდოც, 2013 წლის პირველ ათ თვესთან შედარებით ასევე გაიზარდა 2,784-დან 2,890 მლრდ აშშ

დოლარამდე (თუმცა, ეს უმნიშვნელო ზრდაა). მთლიანობაში, 2014 წელს ექსპორტ-იმპორტის თანაფარდობის კოეფიციენტი 3,0-ს უდრიდა, რაც 2015 წლის პირველ კვარტალში გაუარესდა და 3,5 შეადგინა.

ზემოთ განხილული ტენდენციების ანალიზის საფუძველზე შესაძლებელია ითქვას, რომ ლარის კურსის გაუფასურებაში წვლილი შეიტანა როგორც ექსპორტის შემცირებამ, ასევე იმპორტის ზრდამ, რამაც საბოლოო ჯამში გაზრდილი სავაჭრო დეფიციტი და ექსპორტ-იმპორტის თანაფარდობის მაჩვენებლის გაუარესება გამოიწვია.

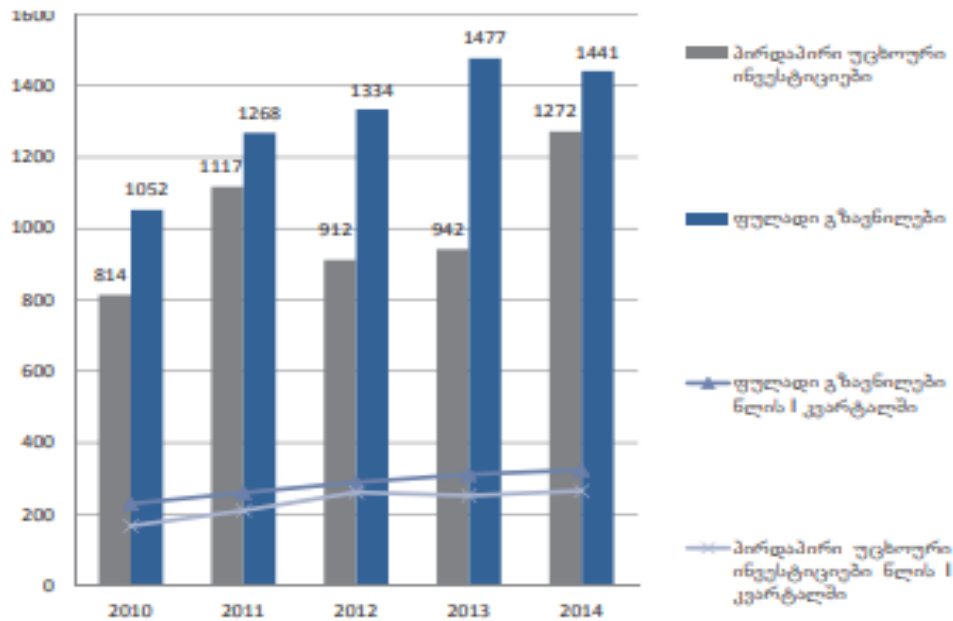
სამწუხაროა, რომ ლარის კურსის გაუფასურების პირობებში, როდესაც ადგილობრივ პროდუქციას უცხოურთნ შედარებით დამატებით საფასო უპირატესობები უჩნდება, მოთხოვნა გაიზარდა სწორედ იმპორტირებულ პროდუქციაზე, რაც კიდევ ერთხელ მეტყველებს ადგილობრივი მწარმოებლების დაბალ კონკურენტუნარიანობაზე. ფაქტია, რომ ისევ და ისევ ლარის გაუფასურების პირობებში, ექსპორტი არა თუ გაიზარდა, არამედ შემცირდა, რაც საქართველოს ეკონომიკაში ნეკროსაწარმოების არსებობოთაც არის გამოწვეული (პაპავა, 2002).

ფულადი გზავნილები საქართველოს ეკონომიკაში უმნიშვნელოვანეს როლს ასრულებს. აბსოლუტურ მაჩვენებლებში, ბოლო წლების სტატისტიკით, ის აღემატება პირდაპირ უცხოურ ინვესტიციებს როგორც კვარტალურად ასევე წლიურად.

თუ გავითვალისწინებთ იმასაც, რომ ფლადი გზავნილების შემოდინება, ინვესტიციებისაგან განსხვავებით, თავისი ბუნებით „უანგაროა“ და მომავალში არათუ მოსალოდნელია მასზე დარიცხული მოგების საზღვარგარეთ გატანა, არამედ ადგილობრივი ოჯახების პირველადი მოთხოვნილების საქონლის შესაძენადაა გმიზნული, გამოჩნდება, რომ ის ძალიან დიდ როლს ასრულებს ქართული ეკონომიკის ფორმირებაში. სამწუხარო აქ მხოლოდ ის შეიძლება იყოს, რომსაზღვარგარეთ ნაშოვნი და საქართველოში გამოგზავნილი სახსრები კვლავ უცხოეთში გაედინება და არ ემსახურება ქართული ეკონომიკის გრძელვადიან განვითარებას.

იგივე ტენდენციაა 2015 წლის პირველი კვარტალის მონაცემების მიხედვით: ფულადი გზავნილების საერთო მოცულობის შემცირება კვლავ რუსეთიდან შემცირებული გზავნილებით აისახა. ამჯერად, გზავნილების ოდენობა 157 მლნ-დან 88 მლნ-მდე შემცირდა. საბერძნეთიდან ფულადი გზავნილების 49-დან 40 მლნ-მდე დაცემა, ხოლო თურქეთიდან კი, პირიქით, ზრდა დაფიქსირდა (შესაბამისად, 5 და 4 მლნ-ით).

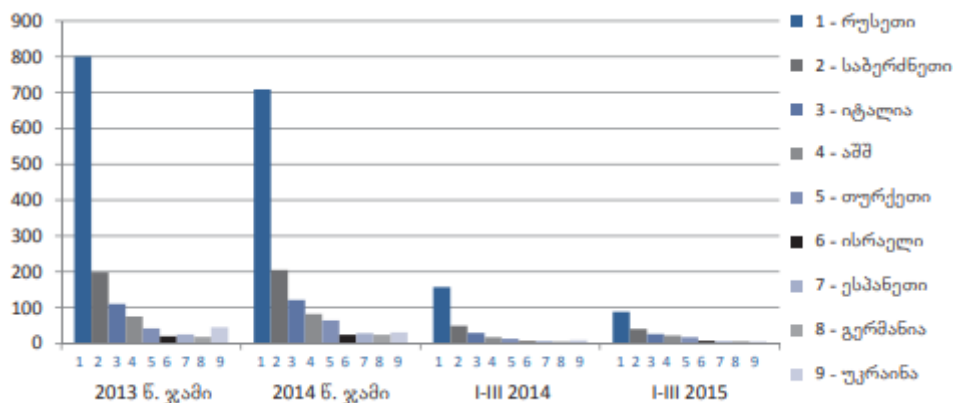
დიაგრამა: 2.5 ფულადი გზავნილები (მლნ. აშშ დოლარი)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი. ფულადი გზავნილები ქვეყნების მიხედვით.

იხ. <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304>.

დიაგრამა: 2.6.ფულადი გზავნილები საქართველოში 2010-2015 წწ. (მლნ აშშდოლარი)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი. ფულადი გზავნილები ქვეყნების მიხედვით.

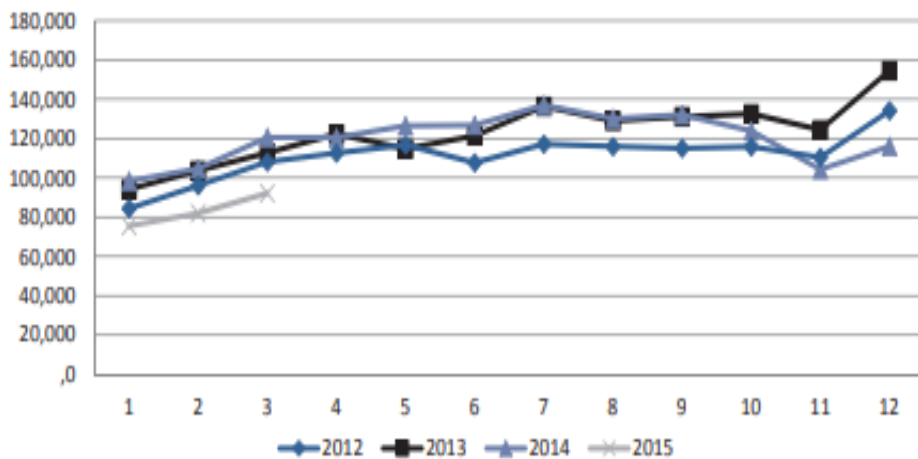
იხ. <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304>.

აღსანიშნავია, რომ 2014 წლის პირველ ნახევარში ფულადი გზავნილები საკმაოდ დიდი მოცულობით შემოედინებოდა საქართველოში და ყველა წლის წინა ანალოგიურ

მაჩვენებელს აღემატებოდა, თუმცა წლის მეორე ნახევარში ვარდნის გამო, რაც ძირითადად რუსეთის ფაქტორით იყო განპირობებული, ჯამური მაჩვენებელი წინა წელთან შედარებით, შემცირდა.

2014 წელს, წინა წელთან შედარებით, საქართველოში ფულადი გზავნილების შემოდინების შემცირებას თან დაერთო საქართველოდან ფულადი გზავნილების გადინების ზრდაც. კერძოდ, 155 მლნ -დან 178 მლნ -მდე. უფრო მეტიც, 2015 წლის პირველი კვარტალიც ისტორიულ მაქსიმუმზეა და მხოლოდ 3 თვის განმავლობაში საქართველოდან საზღვარგარეთ ფულადი გზავნილების სახით 43 მლნ. აშშ დოლარია გაგზავნილი.

დიაგრამა: 2.7 ფულადი გზავნილები საქართველოში 2013-2015 წწ. (მლნ. აშშ დოლარი)



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი. ფულადი გზავნილები ქვეყნების მიხედვით.

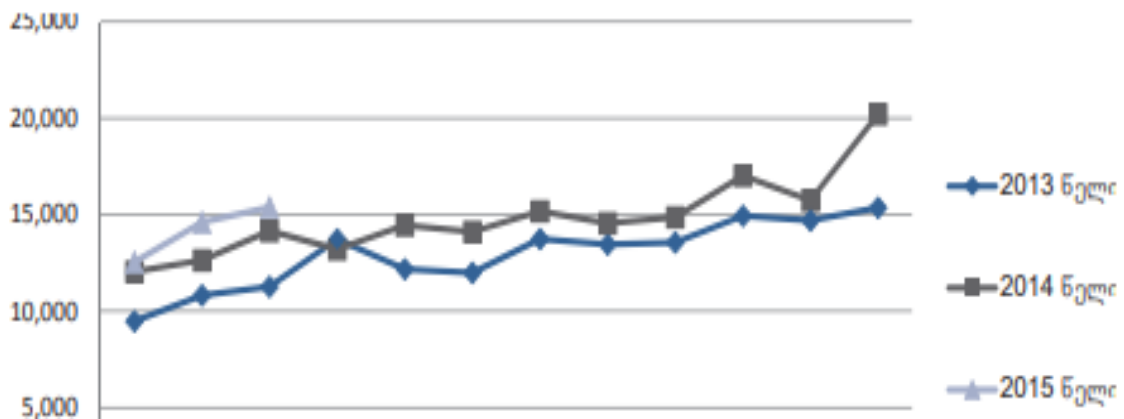
იხ. <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304>.

ჯამურად, 2014 წელს საქართველოში ფულადი გზავნილების შემცირებისა და საქართველოდან გზავნილების ზრდის მაჩვენებელმა 59 მლნ აშშ დოლარს მიაღწია, ხოლო 2015 წლის პირველ კვარტალში კი, 2014 წლის პირველ კვარტალთან შედარებით, ორივე მაჩვენებელმა ჯამურად უფრო მეტს-78 მლნ-ს მიაღწია. აღსანიშნავია, ფულადი გზავნილების ზრდის ტენდენცია 2016 წლიდან.

ყოველივე ზემოაღნიშნულს შეეძლო თავისი წვლილი შეეტანა ეროვნული ვალუტის გაუფასურებაში.

ტურიზმი საქართველოს ეკონომიკის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი სექტორია და მთლიან შიგა პროდუქტში ბოლო წლების განმავლობაში 5-7% უჭირავს. აღსანიშნავია ბოლო წლებში ტურიზმიდან მიღებული შემოსავლების მნიშვნელოვანი ზრდა. 2012-14 წლებში ამ მაჩვენებელმა 4,9 მლრდ აშშ დოლარის გადააჭარბა, რაც ფაქტობრივად, დამოუკიდებლობის მოპოვებიდან 2011 წლის ჩათვლით მიღებულ თხნებზე ბევრად მეტია.

დიაგრამა: 2.8 შემოსავალი ტურიზმიდან (მლნ აშშ დოლარი)



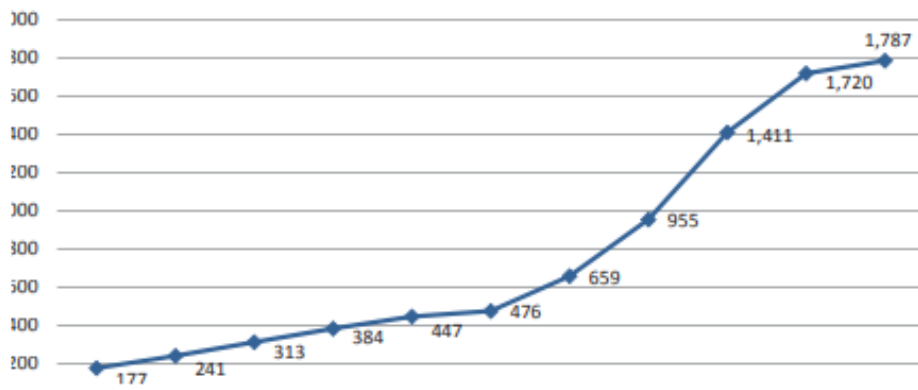
წყარო: წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი. ფულადი გზავნილები ქვეყნების მიხედვით.

იხ. <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=304>

ტურიზმიდან მიღებული შემოსავლების ზრდის კვალობაზე, საუბარი იმაზე, რომ ამ სფერომ განაპირობა ეროვნული ვალუტის გაუფასურება, ნაკლებად სარწმუნოა. პირიქით, მას მხოლოდ დადებითი ეფექტის მოხდენა შეეძლო ლარის გაცვლით კურსზე. სტატისტიკური მონაცემების მიხედვით, 1996 წლიდან 2014 წლის მესამე კვარტალის ჩათვლით, საქართველოში შემოსულმა პირდაპირმა უცხოურმა ინვესტიციებმა 13,7 მლრდ აშშ დოლარს გადააჭარბა, რომლის 40%-ზე მეტი ევროკავშირის ქვეყნებიდანაა შემოდინებული. რაც, ერთი მხრივ, მისასალმებელი ფაქტია, მეორე მხრივ კი, ზრდის ქვეყნის დამოკიდებულებას ერთ კონკრეტულ რეგიონზე- ევრიკავშირზე, რაც ამ რეგიონში ეკონომიკური სირთულეების შემთხვევაში აუცილებლად აისახება საქართველოში შემოდინებულ პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მასშტაბებზეც. საკითხის დეტალურად განხილვის შემდეგ, ნათელია, რომ ეს მაჩვენებელი არა თუ

შემცირდა, არამედ 2008-2014 წლების მაქსიმუმს მიღწია და მას არანაირად არ შეეძლო ნეგატიური როლი შეესრულებინა ეროვნული ვალუტის გაუფასურებში.

დიაგრამა: 2.9.პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები კვარტლების მიხედვით (მლნ აშშ დოლარი)



წყარო: პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები, საქართველოს სტატისტიკის სამსახური.

იხ. <https://www.geostat.ge/ka>.

თავი III. მონეტარული მდგომარეობის ინდექსის გაანგარიშების მეთოდოლოგიური ასპექტები და მიღებული შედეგების ანალიზი

3.1. მონეტარული მდგომარეობის ინდექსის მეთოდოლოგიური მიმოხილვა

ეკონომიკის მონეტარული პოლიტიკის მდგომარეობა შეიძლება შეფასდეს მის ნეიტრალურ მდგომარეობასთან შედარებით. მონეტარული პოლიტიკა არის ექსპანსიური/შემზღუდავი (წინა პერიოდთან შედარებით) თუკი ის ხელს უწყობს წარმოების პოტენციურ დონესთან შედარებით გაზრდას/შემცირებას. თუმცა პრაქტიკაში რთულია ეკონომიკის ნეიტრალური დონის განსაზღვრა და შესაბამისად, რთულია ერთი ცვლადის გამოყოფა რომელიც აღწერს მონეტარული პოლიტიკის მდგომარეობას (Fridman, C. 1994). გასული საუკუნის სამოცდაათიან წლებში სამეცნიერო ლიტერატურაში მონეტარული აგრეგატები მონეტარული პოლიტიკის მდგომარეობის ძირითადი მაჩვენებელი იყო (Friedman, M., Schwartz, A., 1963). თუმცა, ფული ენდოგენურია და ძნელია, განვასხვავოთ ფულის მოთხოვნის განმსაზღვრელი ფაქტორებისაგან ფულის მიწოდების შესაცვლელად გატარებული მონეტარული პოლიტიკის ზემოქმედება. ამასთან, მონეტარულს აგრეგატს, რომელიც მისაღებია პოლიტიკის ორიენტირის მაჩვენებლად (Hanson, B., and Lindberg, H. 1994), უნდა ჰქონდეს სტაბილური პროგნოზირებადი კავშირი ერთობლივ მოთხოვნასთან. თუმცა ფინანსურმა ლიბერალიზაციამ და სიახლეებმა აღნიშნული დამოკიდებულების არასტაბილურობა გამოიწვია. შემდეგ, უკვე 90-იან წლებში სხვა ინდიკატორები უფრო მეტად ინფორმატიული აღმოჩნდა. კერძოდ, ფედერალურ ფონდებზე ფონდებზე საპროცენტო განაკვეთები კარგად ასახავდა მაკროეკონომიკური ცვლადების სამომავლო დინამიკას და შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის გადაწყვეტის კარგი ინდიკატორი იყო (Bernanke, B., Blinder, A., 1992). საპროცენტო განაკვეთი მონეტარული პოლიტიკის მდგომარეობის კარგი მაჩვენებელია. საპროცენტო განაკვეთის გაზრდა არ არის აუცილებელი, რომ შემზღუდავი მონეტარული პოლიტიკის ნიშანი იყოს. შესაძლოა, ის მაღალ ინფლაციურ მოლოდინებსაც უკავშირდებოდეს, რაც უფრო ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკის შედეგია. საპროცენტო განაკვეთის ზრდა, ხშირად კარგ საინვესტიციო გარემოს ასახავს და კაპიტალის შემოდინების მზარდი მოთხოვნის ნიშანია. ამ შემთხვევაში ნეიტრალური საპროცენტო განაკვეთი იზრდება და

საპროცენტო განაკვეთის ზრდა იწვევს მის ნეიტრალურ საპროცენტო განაკვეთთან სხვაობის უცვლელობას, ხოლო საპროცენტო განაკვეთის უცვლელად დატოვება კი ექსპანსიურ მონეტარულ პოლიტიკას გულისხმობს. საპროცენტო განაკვეთის ზრდა არის მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება და არ არის აუცილებელი, რომ იგი შემზღუდავ პოლიტიკას გულისხმობდეს, რაც ეკონომიკის ნეიტრალური დონის ქვემოთ შესაბამის საპროცენტო განაკვეთამდე შემცირებაა.

რაც შეეხება ნეიტრალური საპროცენტო განაკვეთის შეფასებას, საშუალო საპროცენტო განაკვეთი მის მიახლოებულ მნიშვნელობად შეიძლება გამოვიყენოთ. თუმცა, მზარდი და ფინანსური ბაზრის განვითარების პროცესში მყოფი ეკონომიკისათვის არც ისე ზუსტი მიახლოებაა (Freedman, C. 1995). მასში არ აისახება რეალური სექტორისა და შრომის ბაზრის სტრუქტურული ცვლილებები. განვითარებული ქვეყნებისათვის გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთი ნეიტრალური საპროცენტო განაკვეთის კარგი მიახლოებაა, რაც ითვალისწინებს სტრუქტურულ ცვლილებებს, თუმცა არ ითვალისწინებს გარდამავალ, მოკლევადიან შოკებს. შემოსავლიანობის მრუდი (მოკლევადიან და გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებს შორის სხვაობა) მოკლევადიან და ნეიტრალურ საპროცენტო განაკვეთებს შორის სხვაობის კარგი მაჩვენებელია. თუმცა, მასში ასევე ასახულია რისკის პრემია გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთიდან. მაღალი ინფლაციის, დიდი ვალისა და მაღალი დოლარიზაციის ქვეყნებში საპროცენტო განაკვეთი დიდი ცვალებადობით ხასიათდება, ამიტომ მათი ინეტრპრეტაციისა და გამოყენებისას მეტი სიფრთხილეა საჭირო.

ღია ეკონომიკისათვის გაცვლითი კურსი მონეტარული მდგომარეობის კიდევ ერთი მაჩვენებელია (Hansson, B., and Lindberg, H. 1994). მაგალითად: გაუფასურება ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკის ნიშანია, თუმცა, როგორც საპროცენტო განაკვეთის შემთხვევაში ეს ყოველთვის არ არის სავალდებულო, მაგალითად: თუკი ნეიტრალური გაცვლითი კურსიც გაუარესდა.

მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი ასახავს როგორც რეალური საპროცენტო განაკვეთის, ისე რეალური გაცვლითი კურსის ნეიტრალური დონიდან გადახრას. აღსანიშნავია აგრეთვე, თუკი ეკონომიკაში მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთმა ნულოვან ქვედა ზღვარს მიაღწია, იგი უკვე აღარ არის ინფორმატიული მონეტარული მდგომარეობის შესახებ.

მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი (Eika, K. Ericsson, N. Nymoen, R., 1996) რეალური საპროცენტო განაკვეთისა და რეალური გაცვლითი კურსის საბაზო წელთან შედარებით ცვლილების შეწონვით მიიღება. ხოლო წონები აღნიშნული ორი ცვლადის ერთობლივ მოთხოვნაზე გავლენის სიდიდეზეა დამოკიდებული (დაახლოებით 2 წლის განმავლობაში) და შემდეგი სახე აქვს.

$$MCI = \theta_r (r_t - r_0) + \theta_e (e_t - e_0)$$

ვინაიდან, გაცვლითი კურსის ინდექსის ლოგარითმის ცვლილება პროცენტული ცვლილების მიახლოებას წარმოადგენს და საპროცენტო განაკვეთის საბაზო პერიოდთან ცვლილება პროცენტულ პუნქტებში იზომება, მონეტარული მდგომარეობის ინდექსის განზომილებაც პროცენტულ პუნქტებშია და მისი ცვლილებაც მარტივად გვიჩვენებს რის გამოიხდა მონეტარული მდგომარეობის გამკაცრება, თუ შერბილება.

აღნიშნული მაცვენებლის კონცეფცია ფრიდმანს ეკუთვნის (Friedman, M., 1994) და პირველად ეს ინდექსი მონეტარული პოლიტიკის გატარებისას მიზნობრივ მაჩვენებლად კანადის ბანკმა შემოიღო (Freedmen, C. 2000).- 90 დღიანი ფასიანი ქაღალდების ნომინალური საპროცენტო განაკვეთისა და ნომინალური ეფექტური გაცვლითი კურსის საბაზისო პერიოდთან სცვლილების შეწონილი ჯამი. წონები შერჩეულია ამ ორი ცვლადის წარმოებაზე გავლენის სიდიდის შესაბამისად. კანადა იყენებს 3:1 წონებს, რაც ეკონომეტრიკული შეფასებით მიიღეს (განტოლებაში გამოიყენება რეალური საპროცენტო განაკვეთი და რეალური გაცვლითი კურსი). თუმცა, მოთხოვნის განტოლება რეალურ ცვლადებზე დაყრდნობით შეაფასეს, მონეტარულ ინდექსს ნომინალური ცვლადებით ითვლიან, რაც ინდექსის მხოლოდ მოკლევადიან პერიოდში გამოყენებით არის გამართლებული.

მონეტარული მდგომარეობის ინდექსის ზრდა პოლიტიკის გამკაცრებას გულისხმობს, საპროცენტო განაკვეთის შემცირება ზრდის ერთობლივ მოთხოვნას და ამცირებს მონეტარულ ინდექსს. აგრეთვე ადგილობრივი ვალუტის გაუფასურება ზრდის მოთხოვნას, რაც მონეტარული ინდექსის შერბილებაში აისახება. ვინაიდან წონები ნორმალიზებულია, ინდექსის ერთეული პროცენტულ პუნქტს შეადგენს, რაც ამარტივებს სხვადასხვა ცვლადებით შედგენილი ინდექსების ინტერპრეტაციას და შედარებას.

მონეტარული მდგომარეობის ინდექსს ითვლიან და აქვეყნებენ საერთაშორისო ორგანიზაციები (IMF, OECD) და უმსხვილესი ფინანსური დაწესებულებები (Deutsche Bank, Merrill Lynch, JP Morgan). იგი გამოიყენება, როგორც შუალედური პოლიტიკის ნიშნული მოკლევადიან პერიოდში. ის მარტივია დასათვლელად და გასაგებად ასევე გვიჩვენებს, როგორ მოქმედებს ერთობლივ მოთხოვნაზე გაცვლითი კურსი და საპროცენტო განაკვეთი.

წონების შესაფასებლად იყენებენ როგორც ცალკეულ განტოლებას, ისე მრავალცვლადიან სისტემებს, კონტეგრაციას-გრძელვადიან წონასწორობის დაშვებას, ან ეკონომიკის ღიაობის მაჩვენებელს. შეფასება დამოკიდებულია მოდელის დაშვებებზე. შეფასებისას ყურადსაღებია ცვლადების არასტაციონარობა, ეგზოგენურობა და ცვლადებს შორის უკუკავშირი. პარამეტრების მუდმივობა, გამოტოვებული ცვლადების პრობლემა (Eika, K., Ericsson, N., Nymoen, R., 1996). ცვლადების არჩევისას იყენებენ, როგორც რეალურ, ისე ნომინალურ მაჩვენებლებს. თუმცა, ნომინალური ცვლადებით აგებული ინდექსის გამოყენება შესაძლებელია დაბალი ინფლაციის პერიოდში. იყენებენ მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთებს, თუმცა განვითარებული ეკონომიკის ქვეყნები, უმეტესად გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებს ირჩევენ და სხვა ინდიკატორებთან ერთად ფინანსური მდგომარეობის ინდექსს (FCI) (Swiston, A. 2008), რაც დაითვლება მონეტარული მდგომარეობის ინდექსში ფინანსური ბაზრის მაჩვენებლის გათვალისწინებით. თუმცა აქტივების ფასების შემოტანამ მონეტარული მდგომარეობის ინდექსში შესაძლებელია „ფილტრის“ მოვალეობა შეასრულოს, რაც უმეტესად საჭიროა მაღალი სიხშირის მქონე მონაცემებისათვის (Siklos, P.L., 2000).

აღნიშნული ინდექსი, შესაძლებელია, მნიშვნელოვანი იყოს მონეტარული პირობების შესაფასებლად, მაგრამ მისი, როგორც პოლიტიკის ორიენტირის გამოყენება სიფრთილეს მოითხოვს. ამის მიზეზია ის დაშვებები, რომლებიც ერთობლივ მოთხოვნაზე საპროცენტო განაკვეთისა და გაცვლითი კურსის გავლენის შესაფასებლად არის საჭირო. აგრეთვე, აღსანიშნავია, რომ მას შემდეგ, რაც ბანკებმა დაიწყეს ამ ინდექსის, როგორც პოლიტიკის ორიენტირის ან მონეტარული პირობების შესაფასებლად აგება, შეცვლილი ბაზრის მოლოდინების გამო გართულდა შესაბამისი წონების შეფასება, ამიტომ უმჯობესია მასთან ერთად სხვა მაჩვენებლებიც გამოვიყენოთ

და აგრეთვე, უნდა გავითავალისწინოთ დროითი ლაგებიც, რაც მონეტარული პოლიტიკის შედეგებს აქვს (Svenson, A., 1998).

3.2 მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი საქართველოსათვის

საქართველოს მონეტარული ინდექსის აგებისას მეტად საყურადღებოა, როგორ გავითვალისწინოთ ეკონომიკაში არსებული დოლარიზაციის მაღალი დონე და შესაბამისად, გაცვლითი კურსის რყევებით გამოწვეული ცვლილებები ლარის შემოსავლის მქონე მსესხებლებისა და დეპოზიტარებისათვის.

საქართველოს ეკონომიკაში მაღალი დოლარიზაციის გამო, მონეტარული გადაცემის მექანიზმი შესუსტებულია. აგრეთვე, იმის გამო, რომ მომხმარებლის უმეტესობას შემოსავალი ლარში აქვს ხოლო სესხი დოლარში. დოლარის გაუფასურება ზრდის ვალის მომსახურების ტვირთს, რაც გასათვალისწინებელი მონეტარული ინდექსის დათვლისას.

საქართველოსათვის მონეტარული ინდექსის დათვლისას გამოყენებულია საპროცენტო განაკვეთის სესხებზე (ნომინალური საპროცენტო განაკვეთ ლარში და ნომინალური საპროცენტო განაკვეთ დოლარში გაცემულ სესხებზე) და რეალური ეფექტური გაცვლითი კურსი. აღნიშნული ცვლადების წონების შესაფასებლად გამოყენებულია 4:1)ორი მიდგომა.

1. სტრუქტურული მოდელის (FPASS) (Canova, F. 2007)თანახმად მიღებული წონები (4:1);
2. ეკონომეტრიკული მიდგომა(კალმანის ფილტრი) (Kalman, R. E. 1960), რომლის მიხედვითაც შესაძლებელია ცვლადი ელასტიკურობების შეფასება.

მეორე მიდგომა გამოიყენეს თურქეთის ეკონომიკისათვის(Siklar, 2015), რაც ცვლადი ეკონომიკისათვის მეტად მნიშვნელოვანი და ინფორმატიულია.

წონების ემპირიულად შესაფასებლად ჯერ უნდა შეფასდეს ერთობლივი მოთხოვნის განტოლება. მიღებული მონაცემები გამოიყენება მონეტარული მდგომარეობის ინდექსის ასაგებად.

საქართველოს ეკონომიკისათვის ერთობლივი მოთხოვნის განტოლების შეფასებამ აჩვენა პარამეტრების არასტაბილურობა, რის გამოც უმცირეს კვადრატთა მეთოდის გამოყენება არ არის გამართლებული. რაც შეეხება აღნიშნული არასტაბილური დამოკიდებულებების გამომწვევ მიზეზებს, აღსანიშნავია ეკონომიკური აგენტების ქცევის ცვლილება ბოლო პერიოდის განმავლობაში, რაც აისახება:

- კრედიტების ვადიანობის მიახლოებაში ლარსა და დოლარში გაცემული სესხებისათვის;
- გაიზარდა ლარში გაცემული სესხების საკრედიტო ხელშეკრულებების ოდენობა;
- შესაბამისად მნიშვნელოვნად გაიზარდა ლარის სესხები დოლართან შედარებით;
- დეპოზიტები დოლარში გაიზარდა და შესაბამისად, შემცირდა საპროცენტო განაკვეთები დოლარის დეპოზიტზე.

აღნიშნული ცვლილებების საფუძველზე შესაძლებელია ვივარაუდოთ, რომ ერთობლივ მოთხოვნაზე საპროცენტო განაკვეთისა და გაცვლითი კურსის გავლენა არ არის მუდმივი, რის გამოც ერთობლივი მოთხოვნის შესაფასებლად გამოიყენება კალმანის ფილტრი.

საქართველოსათვის მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი მოიცემა შემდგენაირად:

$$Mci = 0.8 * \Delta i_{GEL} + 0.2 * \Delta reer$$

ინდექსში MCI-W საპროცენტო განაკვეთის და გაცვლითი კურსის ცვლილებები შესაბამისად 0,8 და 0,2- ით არის შეწონილი.

ამრიგად, მონეტარული მდგომარეობის ინდექსის დინამიკა გვიჩვენებს, რომ ბალანსის ეფექტის გატვალისწინება მნიშვნელოვანია ლარის აშშ დოლართან გაცვლითი კურსის მკვეთრი გაუფასურებისას, როდესაც ეკონომიკის მაღალი დოლარიზაციის გამო ლარის შემოსავლის მქონე დოლარის მსესხებლისათვის ვალის მომსახურების ტვირთი მნიშვნელოვნად იზრდება და შესაბამისად მონეტარული პირობები მკაცრდება. რაოდენობრივად კი, ლარის აშშ დოლართან 10 % გაუფასურება ინდექსის საშუალოდ 0,85 პ.პ-ით გაზრდას იწვევს. თუ აღნიშნული 10 % გაუფასურება მტლიანად გადაეცა რეალურ ეფექტურ გაცვლით კურსს, მაშინ ინდექსი 1,04 პ.პ -ით შემცირდება.

მაშასადამე, მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი აფასებს ეკონომიკაში არსებულ მონეტარულ პირობებს, რაც პოლიტიკის საშუალოვადიანი ორიენტირი და დამატებითი ინფორმაციის შემცველია. ამასთან ერთად, მნიშვნელოვანია მასში ლარის შემოსავლის მქონე დოლარის მსესხებლისათვის ლარის აშშ დოლართან გაცვლითი კურსის მერყეობის, როგორც სესხის ტვირთის ცვლილების განსაზღვრელი ფაქტორის გატვალისწინება . აგრეთვე, საპროცენტო განაკვეთისა და გაცვლითი კურსის ცვლადი ელასტიკურობების განსაზღვრა ინდექსში შესაბამისი წონების გასათვალისწინებლად.

ასევე აღსანიშნავია, რომ მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი დროული და დამატებითი ინფორმაციის შემცველია, თუმცა ზოგჯერ გამოუყენებელია ტურბულენტური ეკონომიკისათვის.

დასკვნა

ეროვნულ და საერთაშორისო ვალუტებს შორის კავშირი მნიშვნელოვნად დამოკიდებულია სახელმწიფო სავალუტო პოლიტიკაზე. ამის გარეშე შეუძლებელია სავაჭრო პოლიტიკის, საერთაშორისო მონეტარული პოლიტიკის გაანალიზება. თავის მხრივ, სავალუტო პოლიტიკას განსაზღვრავს არაერთი ფაქტორი, დაწყებული საშინაო თუ საერთაშორისო მაკროეკონომიკური მდგომარეობიდან პოლიტიკურ ინსტიტუტებამდე. მცირე-ღია ეკონომიკის მქონე ქვეყნებისათვის სავალუტო პოლიტიკას აქვს არსებითი გავლენა ქვეყნის ეკონომიკურ აქტივობასა და პოლიტიკურ გადაწყვეტილებაზე. სავალუტო პოლიტიკა მეტყველებს არა მარტო ქვეყნის ეკონომიკურ მდგომარეობაზე, არამედ სოციალურ დაპოლიტიკურ ინსტიტუტებზე. ერთი შეხედვით, გადაწყვეტილება გაცვლითი კურსის რეჟიმის არჩევის შესახებ მარტივი ჩანს, მაგრამ პოლიტიკის გამტარებლებმა უნდა გაითვალისწინონ მისი შედეგების ზეგავლენა საზოგადოების თითოეულ წევრზე.

ნომინალური და რეალური გაცვლითი კურსების ცვლილების ზეგავლენა მაკროეკონომიკურ მდგომარეობაზე განსაკუთრებით მნიშვნელოვანი გახდა ფინანსური ბაზრების ინტეგრაციისა და კაპიტალის მოძრაობის დაჩქარების შემდეგ. გაცვლითი კურსის რეჟიმი გავლენას ახდენს საქონლისა და კაპიტალის მოძრაობაზე და უზრუნველყოფს მაკროეკონომიკურ სტაბილურობასა და ეკონომიკურ ზრდას. ფლუქტუაციები გაცვლით კურსში კი მოქმედებს ფასების დონესა და ერთობლივ გამოშვებაზე.

ეკონომისტებს შორის არსებობს ჩამოყალიბებული აზრი იმის შესახებ, რომ ზოგადად, მოქნილი გაცვლითი კურსის რეჟიმები ფიქსირებული გაცვლითი კურსის რეჟიმებზე დომინირებს გარდა ორი შემთხვევისა:

პირველი, როდესაც ქვეყნების ჯგუფი მჭიდროდაა ინტეგრირებული და ოპტიმალურ სავალუტო ზონას აყალიბებენ. ოპტიმალური სავალუტო ზონის ფორმირებისათვის ქვეყნები ან მსგავსი შოკების ძალიან დიდ ზაგავლენას უნდა განიცდიდნენ, ან მათ შორის ფაქტორების მაღალი მობილურობა უნდა იყოს.

მეორე შემთხვევაა, როდესაც არ არსებობს ნდობა, რომ ცენტრალური ბანკი მოქნილი გაცვლითი კურსის შემთხვევაში მონეტარულ პოლიტიკას პასუხისმგებლობის

გრძნობით განახორციელებს. ამ შემთხვევაში, ფიქსირებული გაცვლითი კურსის ფორმები არის მონეტარული პოლიტიკის დამოუკიდებლობის შემცირების შესაძლებლობა.

ნაშრომის მეორე თავში განხილულია გაცვლითი კურსის საგარეო შოკებზე რეაგირების მექანიზმი. მცირე-დია ეკონომიკისათვის ნომინალური გაცვლითი კურსის გაუფასურებას აქვს ექსპანსიური გავლენა ეკონომიკურ ზრდაზე, რაც გამოწვეულია ექსპორტის წახალისებითა და იმპორტის შემცირებით. თუმცა, კვლავ ღია საკითხი იმის შესახებ, მიიღწევა თუ არა ეს ეფექტი საქართველოსათვის, რადგან ქვეყანაში დოლარიზაციის მაღალი დონეა და იმპორტირებული შუალედური საქონლის წილიც საკმაოდ მაღალია. გასათვალისწინებელია, რომ ვალუტის გაუფასურებას აქვს მოცულობისა და საფასო ეფექტები. გაუფასურებამ მოსალოდნელია გაზარდოს რეალური ექსპორტი და შეამციროს რეალური იმპორტი, უმცა იმპორტის ღირებულება ეროვნულ ვალუტაში შესაძლოა გაიზარდოს და გადაფაროს რეალური ექსპორტის ზრდის გავლენა. აღსანიშნავია, რომ საქართველოში გაუფასურების გავლენა სავაჭრო და მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტზე მოსალოდნელია გააძლიეროს :

- ქვეყანაში საწარმოო რესურსების არასრულმა დატვირთვამ;
- მომსახურების ექსპორტის მაღალმა წილმა;
- საექსპორტო ბაზრებისა და პროდუქტების კონცენტრაციის შემცირებამ.

ღია ეკონომიკისათვის გაცვლითი კურსი მონეტარული მდგომარეობის მაჩვენებელია. ნაშრომის მესამე თავში განხილულია მონეტარული მდგომარეობის ინდექსის მეთოდოლოგია და სტრუქტურა. აღნიშნული ინდექსი გამოთვლილია საქართველოსათვის.

მონეტარული მდგომარეობის ინდექსს ითვლიან და აქვეყნებენ საერთაშორისო ორგანიზაციები (IMF, OECD) და უმსხვილესი ფინანსური დაწესებულებები (Deutsche Bank, Merrill Lynch, JPMorgan). იგი გამოიყენება, როგორც შუალედური პოლიტიკის ნიშნული მოკლევადიან პერიოდში. ის მარტივია დასათვლელად და გასაგებად, ასევე გვიჩვენებს, როგორ მოქმედებს ერთობლივ მოთხოვნაზე გაცვლითი კურსი და საპროცენტო განაკვეთი. მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი აფასებს ეკონომიკაში არსებულ მონეტარულ პირობებს, რაც პოლიტიკის საშუალოვადიანი ორიენტირი და დამატებითი ინფორმაციის შემცველია. ამასთან ერთად, მნიშვნელოვანია მასში ლარის

შემოსავლის მქონე დოლარის მსესხებლისათვის ლარის აშშ დოლართან გაცვლითი კურსის მერყეობის, როგორც სესხის ტვირთის ცვლილების განმსაზღვრელი ფაქტორის გათვალისწინება. აღსანიშნავია, რომ მონეტარული მდგომარეობის ინდექსი დროული და დამატებითი ინფორმაციის შემცველია, თუმცა ზოგჯერ გამოუყენებელია ტურბულენტური ეკონომიკისათვის.

გამოყენებული ლიტერატურა

ანანიაშვილი, ი. 2016. დროითი მწკრივების ანალიზი. ლექციების კურსი, თსუ.

ანანიაშვილი, ი. 2012. ეკონომეტრიკა. თბილისი: მერიდიანი.

1. ბერიძე თ. „ეკონომიკური ზრდა და ეკონომიკური განვითარება: რაოდენობრივი და თვისებრივი განსაზღვრულობა“. საქართველოს ეკონომიკურ მეცნიერებათა აკადემია. შრომები. ტ.10 გამომცემლობა „სიახლე“. გვ.115–122;
2. ბლანშარი, ო. “მაკროეკონომიკა“, გვ. 675-682, 2010
3. გელაშვილი ს. „ეკონომიკური პროცესების სტატისტიკური პროგნოზირება“. სახელმძღვანელო. გამომც. „მერიდიანი“, თბ., 2012
4. გელაშვილი ს. „ეკონომიკური პროცესების სტატისტიკური პროგნოზირება“. სახელმძღვანელო. გამომც. „მერიდიანი“, თბ., 2012.
5. გველესიანი რ., გოგორიშვილი ი. "ეკონომიკური პოლიტიკა", გამომცემლობა "უნივერსალი", თბილისი, 2009
6. მექვაბიშვილი ე. „გლობალიზაციის ეპოქის ფინანსურ-ეკონომიკური კრიზისების პოლიტიკური ანატომია“, ჟ. ეკონომიკა და ბიზნესი, ტ.VIII, #2, 2015
7. პაპავა ვ. "საქართველოს ეკონომიკა", გამომცემლობა ინტელექტი, თბილისი, 2015
8. სილაგაძე ა. "ეკონომიკური დოქტრინები", თბილისი, 2010
9. უილი დ.ნ. ეკონომიკური ზრდა. თბილისი: ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი. 2016.
10. ხადური ნ. „ეკონომიკური ზრდა - რეალობა და პერსპექტივები“, პაატა გუგუშვილის ეკონომიკის ინსტიტუტის საერთაშორისო სამეცნიერო-პრაქტიკული კონფერენციის „ეკონომიკის აქტუალური პრობლემები განვითარების თანამედროვე ეტაპზე“. მასალების კრებული, თბილისი, 2010
11. ხადური ნ., კაკულია ნ., ჩიქობავა მ. „მაკროეკონომიკა“, ლექციების კურსი. თბილისი, 2011
12. ხადური, ნ. კაკულია, ნ. ჩიქობავა, მ. “ღია ეკონომიკის მაკროეკონომიკა”, ლექციების კურსი, თსუ, 2018
13. ხადური ნ. „ქართული ეკონომიკური მოდელი და გლობალური ეკონომიკა., IV საერთაშორისო სამეცნიერო კონფერენციის „გლობალიზაცია და ეკონომიკის მდგრადი განვითარების პერსპექტივები“ კრებული. თბილისი, 2012
14. საქართველოს ეროვნული ბანკი. “ჟურნალი ეკონომიკა და საბანკო საქმე“ ტომი 4, N2, 2016. <https://www.nbg.gov.ge/uploads/journal/2016/2/II.pdf>
15. საქართველოს ეროვნული ბანკი. “ჟურნალი ეკონომიკა და საბანკო საქმე“ ტომი 4, N2, 2016. <https://www.nbg.gov.ge/uploads/journal/2016/2/V.pdf>
16. <https://www.geostat.ge/ka/modules/categories/535/metadata-monetaruli-statistika>
17. Akram, Q.F. “PPP in the medium run despite oil shocks: The case of Norway.” Central Bank of Norway, Working Paper 4, 2002

18. Aubion, M. "Use of Currencies in International Trade: Any Changes in the Picture?", WTO Staff Working Paper ERSD-2012-10, 2012.
19. Arize, C. A., Osang, T., Slottje, J. D. Exchange Rate Volatility and Foreign Trade: Evidence from thirteen LDC's. *Journal of Business and Economics Statistics*, 18(1), 10-17. 2000
20. Akerlof, G. Blanchard, O. Romer, D. Stiglitz, J. What Have We Learned? *Macroeconomic Policy After Crisis*. 2014.
21. Aghion, P., Howitt, P. "A Model of Growth Through Creative Destruction." *Econometrica*, 60, 323–351. 1992.
22. Baxter, M., Stockman, A. "Business cycles and the exchange-rate regime: Some international evidence," *Journal of Monetary Economics* 23, (May 1989), 377- 400. 1989
23. Bergsten, C. F. "The Collapse of Bretton Woods: Implications for International Monetary Reform," in Michael D. Bordo and Barry Eichengreen, eds. *A Retrospective on the Bretton Woods International Monetary System*, (University of Chicago Press,), pp. 587—93. 1993
24. Bordo, M. D. "The Classical Gold Standard: Some Lessons for Today," *this Review*, pp. 2—17 (May 1981),
25. Behar, A., Fouejieu, A. *External Adjustment in Oil Exporters: The Role of Fiscal Policy and the Exchange Rate*. 2016.
26. Balassa, B. "The purchasing-power parity doctrine: a reappraisal." *The Journal of Political Economy*, Vol. 72, no. 6, pp. 584-596, 1964
27. Balino, T., Bennet, A., Borensztein, E. *Monetary Policy in Dollarized Economies*. International Monetary Fund Occasional Paper(1999)
28. Beier, A., Jurgen A. "Constructing Historical Euro-Zone Data", Vol.11, No 469, pp. 102-121, 2001.
29. Berg, A., and Borensztein, E. "The Pros and Cons of Full Dollarization", IMF Working Papers, WP/00/50, 2000
30. Bernanke, B and A Blinder A: "The federal funds rate and the channels of monetary transmission", *American Economic Review*, 82, pp 901–921; 1992.
31. Brito S., Magud N., Sosa S. "Real Exchange Rates, Economic Complexity and Investment", IMF working paper, pp. 3-35, 2018
32. Catão, L., Terrones, M. *Financial De-Dollarization: A Global Perspective and the Peruvian Experience*. International Monetary Fund Working Paper WP/16/97. 2016.
33. Chang, A. and Velasco A. "Financial Fragility and the Exchange Rate Regime", National Bureau of Economic Research, Working Paper ,W6469, 1998.
34. Cooper, R. N. Flexible Exchange Rate and Stabilization Policy. *Journal of Economics*, 9(2), 261-273 . 1978.
35. Canova, F. "Methods for Applied Macroeconomic Research," Vol. 13, Princeton University Press. 2007.
36. Driver, R.L., Peter, F. Westaway. "Concepts of Equilibrium Exchange Rates", pp. 5-54, 2003.
37. Deutsch, M., Gerard, H. B. A study of normative and informational social influenced upon individual judgment. *Journal of Abnormal Social Psychology*, 51, 624–636. 1995.

38. Eichengreen, B., Gupta, P. The real exchange rate and export growth: are services different?. Bank of Korea WP, 17. 2013.
39. Eika K, Ericsson N, Nymoer R.,: `Hazards in Implementing a Monetary Conditions Index~Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers Number 568; 1996.
40. Fleming, M.J. "Domestic Financial Policies Under Fixed and Under Floating Exchange Rates", International Monetary Fund Staff Papers, pp. 369-380, 1962.
41. Frankel, J.A. "No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times", NBER Working Paper Series No. 7338, National Bureau of Economic Research, Inc., 1999.
42. Freedman, C `The Role of Monetary Conditions and the Monetary Conditions Index in the Conduct of Policy _ Bank of Canada Review, pp. 53-9; 1995.
43. Freedman, C. "The Use of Indicators and of the Monetary Conditions Index in Canada". Chapter 18. 1994.
44. Freund, C., Pierola, M. D. Export surges. *Journal of Development Economics*, 97(2), 387-395. 2012.
45. Frieden, J. "The Political Economy of Exchange Police Regime", pp. 4-13, 2014.
46. Friedman, M., Schwartz, A. *Monetary History of the United States 1867-1960*. Princeton University Press. 1963.
47. Freedman, C. *The Framework for the Conduct of Monetary Policy in Canada: Some Recent Developments*, Ottawa Economics Association. 2000.
48. Gagnon, J. E. "Stabilizing Properties of Flexible Exchange Rates: Evidence from the Global Financial Crisis", Peterson Institute for International Economics, Policy Brief, 2013.
49. Ghosh, A. R., Ostry, J. D., Tsangarides, C. "Exchange Rate Regimes and the Stability of the International Monetary System", IMF Occasional Paper, No 270, 2009.
50. Ghosh, A., Atish R., Mahvash S. Charalambos G. Tsangarides C. "Is the exchange rate regime really irrelevant for external adjustment?." *Economics Letters* 118, no. 1 (2013):
51. Ghosh, A., Atish R., Marco E. Zettelmeyer, J. "Exchange rate regimes and external adjustment: new answers to an old debate." *The new international monetary system: Essays in honor of Alexander Swoboda*, C. Wyplosz, ed., Routledge (2010).
52. Humphrey, M. T., Keleher, R. E. *The Monetary Approach to the Balance of Payment, Exchange Rates and World Inflation*. 63-91. 1982.
53. Hansson, B., and Lindberg, H. :Monetary Conditions Index _ A Monetary Policy Indicator", *Quarterly Review* (SverigesRiksbank _ Swedish Central Bank), 12-17; 1994.
54. Hoffmann, M. "Fixed Versus Flexible Exchange Rates: Evidence from Developing Countries", *Economica*. Vol. 74.(No. 295),pp. 425-449, 2007.
55. International Monetary Fund. *Exchange Rates and Trade Flows: Discontinued?* World Economic Outlook, October 2015. (pp.105-142). 2015.

56. Kalman, R. E. A new approach to linear filtering and prediction problems, *Journal of Fluids Engineering* 82 (1) (1960) 35–45
57. Kenen, P. “The Optimum Currency Area: An Eclectic View”. *Monetary Problems of the International Economy*. Chicago: University of Chicago Press. 2014
58. Krugman, P.R., Obstfeld, M., Melitz, M. J. ”International Economics: theory & policy”, 9th ed. Boston: 2012.
59. Lucas, R.E., “Expectations and the Neutrality of Money”, *Journal of Economic Theory*, Vol, 4, (April), pp. 103-124. Anna. 2003.
60. Mundell, R. A. "A Theory of Optimum Currency Areas", *The American Economic Review*, Vol. 51, No. 4, pp. 657-665; 1961.
61. McKinnon, R. I.” Money in International Exchange: The Convertible Currency System (Oxford University Press, 1979.
62. Montiel, P. J., 1998, —”The Capital Inflow Problem”.Washington: World Bank Economic Development Institute.1998.
63. Makin, A. J. A Monetary Model of Exchange Rate and Balance of Payment Adjustment. *Economic Issues*, 10(1), 25-36. 2005.
64. Nagayasu, J. MacDonald, R. “The Long-Run Relationship Between Real Exchange Rates and Real Interest Rate Differentials-A Panel Study”. International Monetary Fund, 1999.
65. Nakaso, H. “Financial Crises and Central Banks’ “Lender of Last Resort” Function”, World Bank Executive Forum “Impact of the financial crises on central bank functions”, 2013.
66. Obstfeld M. Rogoff K. “The Mirage of Fixed Exchange Rates”. NBER Working Paper. No 5191. 1995
67. Pierola, M. D., Fernandes, A. M., Farole, T. The role of imports for exporter performance in Peru. World Bank Policy Research Working Paper, No.7492. 2015.
68. Reinhart, C., Rogoff K. S. The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation. NBER Working Paper. No. 8963, 2002.
69. Rodrik, D. The real exchange rate and economic growth. *Brookings papers on economic activity*, 2008(2), 365-412. 2008.
70. Rogoff K., Mody A. Evolution and Performance of Exchange Rate. 2003
71. Swiston, A. Financial Conditions Index: Putting Credit Where Credit is Due. IMF Working Paper; 2008.
72. Sarno, L., Taylor, M. P. The economics of exchange rates. Cambridge University Press. 2002.
73. Siklos, P. “Is the MCI Useful Signal of Monetary Conditions? An Empirical Investigation”, *International Finance* 3:3, 413-437; 2000.
74. Svensson, L. E. “Open-economy inflation targeting” *Journal of international economics*, 50(1), 155-183. 2000

75. Tsangarides, C. "Crisis and Recovery: Role of the Exchange Rate Regime in Emerging Market Countries". IMF Working Papers. WP/10/242. 2010.
76. Taylor, J.B. "A Historical Analysis of Monetary Policy Rules" in Taylor, J.B. (ed.) Monetary Policy Rules (Chicago: University of Chicago Press) pp. 319-347. 1999 a.