

ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო  
უნივერსიტეტი  
ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტი



**ანა ბაბია**

**მაკროეკონომიკურ წონასწორობაზე ზემოქმედების მონეტარული  
მექანიზმები**

სამაგისტრო პროგრამა ეკონომიკა

ნაშრომი წარმოდგენილია ეკონომიკის მაგისტრის აკადემიური ხარისხის  
მოსაპოვებლად

ხელმძღვანელი: ლია თოთლაძე  
ასისტენტ პროფესორი

თბილისი 2020

## ანოტაცია

სტაბილური ეკონომიკური ზრდისა და მაკროეკონომიკური წონასწორობის მიღწევის პროცესში მნიშვნელოვანი ადგილი უკავია ქვეყნების მხრიდან სწორი მონეტარული პოლიტიკის გატარებას. მონეტარული პოლიტიკის უმთავრეს მიზანს წარმოადგენს ფასების სტაბილურობის მიღწევა და ამ გზით გრძელვადიანი ეკონომიკის ზრდისა და განვითარების უზრუნველყოფა. ნაშრომში წარმოდგენელი ანალიზი ეფუძნება მიმდინარე მონეტარულ პროცესებსა და წარსულ გამოცდილებას. მონეტარულ პოლიტიკა მოქმედებს გადაცემის კონკრეტული არხების საშუალებით და გავლენა აქვს საპროცენტო განაკვეთებზე, გაცვლით კურსებზე, საბანკო სესხებზე, აქციებისა და უძრავი ქონების ფასებზე.

ნაშრომის მიზანია, გაანალიზოს მონეტარული მექანიზმების არსი და ზეგავლენა მაკროეკონომიკურ სტაბილურობაზე მსოფლიოში და კონკრეტულად საქართველოს მაგალითზე.

სამაგისტრო ნაშრომში განხილულია მონეტარული პოლიტიკის ტრანსმისიის მექანიზმები, როგორც თეორიული ასპექტები, ასევე საერთაშორისო გამოცდილება. გაანალიზებულია საქართველოს ეროვნული ბანკის როლი მაკროეკონომიკური სტაბილურობის მიღწევაში და მის ხელთ არსებული მონეტარული ინსტრუმენტები. ყურადღება გამახვილებულია საქართველოს ძირითად მაკროეკონომიკურ მაჩვენებლებზე, რომლებიც ასახავენ საქართველოს ეკონომიკური ზრდის მიმდინარე ტენდენციებს. განსაკუთრებული ადგილი აქვს დათმობილი ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის ანალიზს და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთს, როგორც ფინანსური სტაბილურობის ძირითად ინსტრუმენტებს.

*საკვანძო სიტყვები: მონეტარული პოლიტიკა, ინფლაციის თარგეთირება, მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი.*

## **The annotation**

Anna Bagbaia "Impact of the Monetary Mechanisms on Macroeconomic Equilibrium"

In the process of achieving stable economic growth and macroeconomic equilibrium, it is of great importance for countries to pursue the right monetary policy. The main goal of the monetary policy is to achieve price stability and thus ensure long-term economic growth and development. The analysis presented in this paper is based on the current monetary developments and past experiences. The monetary policy operates through specific transmission channels and has an impact on interest rates, exchange rates, bank loans, stock and real estate prices.

The aim of this paper is to analyze the nature of monetary mechanisms and impact of those mechanisms on macroeconomic stability in the world and in particular on Georgia.

The master's thesis discusses the transmission mechanisms of the monetary policy, its theoretical aspects and relevant international experience. The paper analyses the role of the National Bank of Georgia in achieving macroeconomic stability, as well as monetary mechanisms at its disposal. The focus is on Georgia's key macroeconomic indicators, which reflect current trends in Georgia's economic growth. The special attention is paid to the analysis of the inflation targeting regime and the monetary policy rate as the main instruments of financial stability.

*Keywords: Monetary policy, Inflation targeting, Monetary policy rate.*

## სარჩევი

შესავალი .....	5
<b>თავი 1. მონეტარული პოლიტიკის ტრანსმისიის მექანიზმები.....</b>	<b>7</b>
1.1 მაკროეკონომიკური წონასწორობა, მონეტარული პოლიტიკის მიზნები და მსოფლიო გამოცდილება.....	7
1.2 მონეტარული პოლიტიკის ტრანსმისიის მექანიზმი: საპროცენტო განაკვეთებისა და გაცვლითი კურსის გავლენა .....	14
1.3 მონეტარული პოლიტიკის ტრანსმისია ფრიდმანისა და ნეოკლასიკურ მოდელებში, ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობა.....	22
<b>თავი 2. საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკა და მისი გავლენა მაკროეკონომიკურ წონასწორობაზე.....</b>	<b>27</b>
2.1. მონეტარული პოლიტიკის შეფასების მაკროეკონომიკური მოდელირება .....	27
2.2. ინფლაციის თარგეთირება, როგორც მონეტარული პოლიტიკის რეჟიმი საქართველოში .	30
2.3. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, როგორც ფინანსური სტაბილურობის ინსტრუმენტი საქართველოში.....	43
<b>თავი 3. მონეტარული პოლიტიკის სრულყოფის მიმართულებები საქართველოში .....</b>	<b>50</b>
3.1. მონეტარული რეგულირების თავისებურებები საქართველოში .....	50
3.2. მონეტარული პოლიტიკის სრულყოფის ასპექტები საქართველოში .....	57
<b>დასკვნა .....</b>	<b>60</b>
გამოყენებული ლიტერატურა.....	62
დანართები.....	64

## შესავალი

მაკროეკონომიკური სტაბილურობის მისაღწევად აუცილებელია სახელმწიფომ გაატაროს ისეთი ეკონომიკური პოლიტიკა, რომელიც უზრუნველყოფს ფასების სტაბილურობას და ეკონომიკურ ზრდას. ქვეყნის მონეტარული პოლიტიკის განმსაზღვრელი არის დამოუკიდებელი ეროვნული ბანკი, თუმცა ქვეყნების მიხედვით ეროვნული ბანკის დამოუკიდებლობისა და ძალაუფლების ხარისხი შესაძლოა განსხვავებული იყოს. ფასების სტაბილურობა უზრუნველყოფა არის საკვანძო საკითხი, რადგან ფასების ხშირი მერყეობა ამცირებს გრძელვადიანი ინვესტიციების განხორციელების შესაძლებლობას, ხოლო დაბალი და სტაბილური ინფლაცია ხელს უწყობს გრძელვადიან ეკონომიკურ ზრდას.

მონეტარული პოლიტიკის ერთ-ერთ კონცეპტუალურ მიმართულებას წარმოადგენს ინფლაციის თარგეთირება, რომლის დროსაც ეროვნული ბანკი საპროცენტო განაკვეთის მართვით ზემოქმედებს ინფლაციაზე. წინასწარ განისაზღვრება ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი და მოკლევადიანის საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებით, ქვეყნის ცენტრალური ბანკი ზეგავლენას ახდენს უფრო გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთზე და შესაბამისად ერთობლივ მოთხოვნაზე. მონეტარული პოლიტიკის მიზნებიდან გამომდინარე ეროვნული ბანკი შესაძლოა იყენებდეს ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის ინსტრუმენტებს, როგორებიცაა რეფინანსირების სესხები, სადეპოზიტო სერთიფიკატების აუქციონები, ერთდღიანი სესხები და ერთდღიანი დეპოზიტები და მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნები. მაგალითად, ევროპის ცენტრალური ბანკი იყენებს შემდეგ მონეტარულ ინსტრუმენტებს: ღია ბაზრის ოპერაციები, მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნები და საფინანსო მდგრადობის ინსტრუმენტები.

მნიშვნელოვანია, ეროვნულმა ბანკმა შეძლოს ინფლაციური მოლოდინის მართვა, იმისათვის რომ ეკონომიკური მოვლენების განვითარება იყოს პროგნოზირებადი და მოულოდნელი რყევების თავიდან აცილება მოხდეს. მონეტარული პოლიტიკის ფორმირებაში აუცილებელია გავითვალისწინოთ არა მხოლოდ ეროვნული, არამედ საერთაშორისო პოლიტიკის ზეგავლენაც. დღესდღეობით ქვეყნების უმრავლესობა

გაწევრიანებულია სხვადასხვა საერთაშორისო ორგანიზაციებში, მათ შორის, მსოფლიო ბანკსა და საერთაშორისო სავალუტო ფონდში, შესაბამისად ისინი, რიგ მონეტარული პოლიტიკის საკითხებზე სხვა წევრ ქვეყნებთან ერთად იზიარებენ საერთო მოქმედების ჩარჩოსა და წესებს.

მაკროეკონომიკური სტაბილურობის მისაღწევად აუცილებელია მონეტარული და ფისკალური პოლიტიკის კოორდინაცია, რადგან მხოლოდ მონეტარული მექანიზმების გამოყენება არ არის საკმარისი ეკონომიკის სტაბილიზაციის მისაღწევად. ხელისუფლებამ განსაკუთრებული ყურადღება უნდა გაამახვილოს შემდეგ ფაქტორებზე: გაცვლითი კურსის ცვლილება და დანახარჯების სტრუქტურის ცვალებადობის საჭიროება. მაკროეკონომიკური სტაბილურობის და გრძელვადიანი ეკონომიკური ზრდის გარანტირებისთვის მნიშვნელოვანია კრიზისების მიმართ ეკონომიკის რეზისტენტულობის გაძლიერების მიმართულეებით მუშაობა.

# თავი 1. მონეტარული პოლიტიკის ტრანსმისიის მექანიზმები

## 1.1 მაკროეკონომიკური წონასწორობა, მონეტარული პოლიტიკის მიზნები და მსოფლიო გამოცდილება

„ინფლაცია ყოველთვის და ყველგან მონეტარული ფენომენია“ - მილტონ ფრიდმანი. ამ ფრაზით მილტონ ფრიდმანი აჩვენებს თუ როგორი მიზეზ-შედეგობრივი კავშირი არსებობს ფულის მასასა და ინფლაციას შორის. შესაბამისად, მონეტარულ პოლიტიკას ცენტრალური როლი უკავია ინფლაციასთან ბრძოლაში. ნებისმიერი სახელმწიფოს მიზანია უზრუნველყოს მოსახლეობის კეთილდღეობა და მდგრადი განვითარება. ამისათვის კი, აუცილებელია ფასების სტაბილურობის შენარჩუნება.

ფასების სტაბილურობის შენარჩუნება უტოლდება ფულის რეალური ღირებულების ანუ, მსყიდველობითუნარიანობის შენარჩუნებას. ამაში იგულისხმება ფულის შიდა ღირებულების შენარჩუნება (შიდა სამომხმარებლო კალათით გამოხატული მსყიდველობითი უნარი), რაც განსხვავდება საგარეო ღირებულებისგან (უცხოურ ვალუტაში გამოხატული მსყიდველობითი უნარი) (ბენასი-კუერი, კიური, ჟაკი, & პისანი-ფერი, ეკონომიკური პოლიტიკა, 2012). აქედან გამომდინარე, ნებისმიერი სახელმწიფოს და კერძოდ, მონეტარული ხელისუფლების მიზანს წარმოადგენს ფასების სტაბილურობის შენარჩუნება სხვადასხვა მონეტარული მექანიზმების დახმარებით. სახელმწიფოები განსხვავებული ეკონომიკური მოცემულობებიდან გამომდინარე განსხვავდებიან მონეტარული პოლიტიკით და გააჩნიათ სხვადასხვა მიდგომები. ამასთანავე აუცილებელია ქვეყნის ცენტრალური ბანკი აწვდიდეს ფინანსურ ინსტიტუტებს საკმარის ფულად რესურსს იმისათვის, რომ მათ შეძლონ ფუნქციონირება.

ფედერალურ სარეზერვო სისტემაში გამოყოფენ მონეტარული პოლიტიკის 6 მიზანს: დასაქმების მაღალი დონე, ეკონომიკური ზრდა, ფასების სტაბილურობა, საპროცენტო განაკვეთის სტაბილურობა, ფინანსური ბაზრების სტაბილურობა და სტაბილურობა უცხოურ სავალუტო ბაზრებზე. საპროცენტო განაკვეთის სტაბილურობა სასურველია

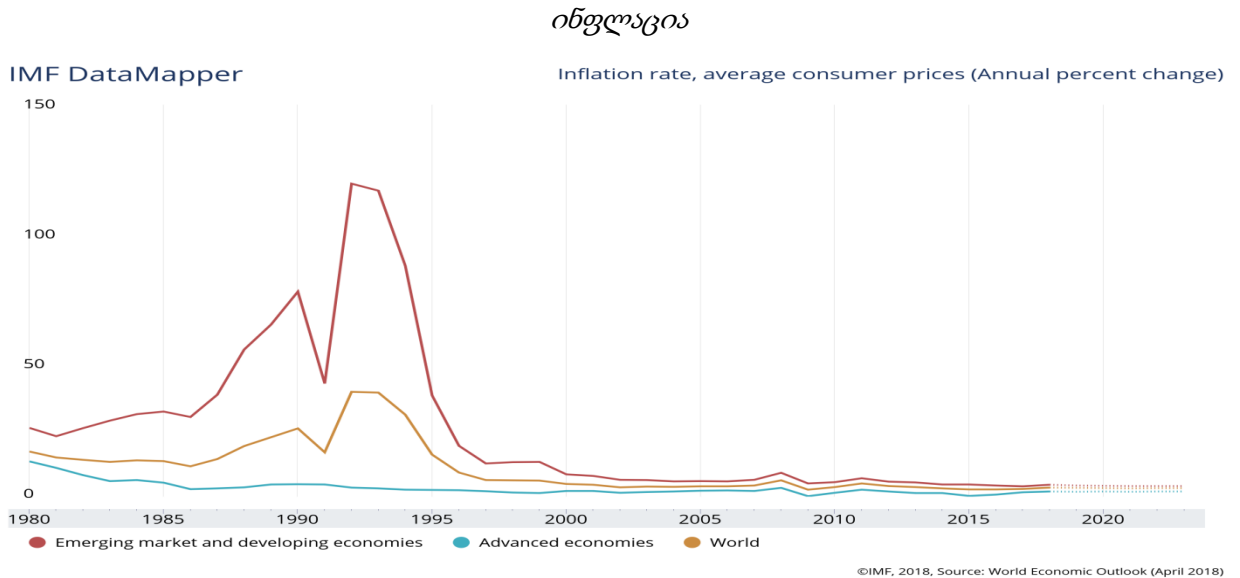
რადგან, ის ეკონომიკაში გაურკვეველობის შეგრძნებას აჩენს და აძნელებს ეკონომიკური აქტორების მიერ მომავლის დაგეგმარებას. ფინანსური ბაზრების სტაბილურობა მნიშვნელოვანია ეკონომიკის განვითარებისათვის რადგან, ფინანსურ კრიზისებს შეუძლიათ სერიოზული ზეგავლენა მოახდინონ ფინანსური ბაზრების მიერ ხალხისთვის ინვესტიციების განხორციელებისათვის საჭირო კრედიტების მიწოდებაზე, რაც აისახება ეკონომიკური აქტივობის შენელებაში. შესაბამისად ცენტრალური ბანკის მიზანია უზრუნველყოს ისეთი მდგრადი ეკონომიკური სისტემა, სადაც ფინანსური კრიზისები თავიდან იქნება აცილებული. ფინანსური ბაზრების სტაბილურობა მჭიდრო კავშირშია საპროცენტო განაკვეთის ცვალებადობასთან. საპროცენტო განაკვეთის მკვეთრი ცვალებადობა იწვევს დიდ კაპიტალურ დანაკარგებს გრძელვადიანი ობლიგაციებისა და იპოთეკური სესხებისგან (mortgages), რაც მფლობელი ფინანსური ინსტიტუტებისთვის ბუნებრივია არასასურველია. რაც შეეხება სტაბილურობას უცხოურ სავალუტო ბაზრებზე, ფედერალური სარეზერვო სისტემა მას განსაკუთრებულ მნიშვნელობას ანიჭებს, რადგან შეერთებული შტატებისთვის ეკონომიკაში საერთაშორისო ვაჭრობას მნიშვნელოვანი ადგილი უკავია. დოლარის ღირებულება სხვა ვალუტებთან მიმართებით არის ცენტრალური ბანკის მთავარი საზრუნავი, რადგან დოლარის ღირებულების ზრდა აშშ-ში წარმოებულ პროდუქციას აძვირებს და ფირმებს ნაკლებად კონკურენტუნარიანს ხდის. შესაბამისად დოლარის ღირებულების მკვეთრი ცვლილებების თავიდან აცილება ფედერალური სარეზერვო სისტემის მნიშვნელოვანი ამოცანაა და იმ ქვეყნებში რომლებიც უფრო მეტად არიან დამოკიდებულები უცხოურ ვალუტაზე, უცხოური სავალუტო ბაზრების სტაბილურობას უფრო მეტი მნიშვნელობა გააჩნია (Mishkin., 2004).

1970-იანი წლებში არსებული სანავთობე შოკების გამო, 1980-იანი წლების დასაწყისში ცენტრალურმა ბანკებმა მემკვიდრეობით მიიღეს ინფლაციის მაღალი დონეები, რასაც ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკა მოჰყვა. შემდგომ ცენტრალურმა ბანკებმა, ინფლაციის შეზღუდვის მიზნით, მიმართეს მკაცრ დისკრეციულ პოლიტიკას. მონეტარული პოლიტიკის გატარების მიუხედავად, ზოგ ქვეყანაში ინფლაციის მაღალი დონე შენარჩუნდა ან გაიზარდა, მაგალითად ისრაელში 1980-1986 წლებში ინფლაცია



წლიურად 100 პროცენტით იზრდებოდა. მნიშვნელოვანია რომ ამ წლებში გაიზარდა გამოუკიდებელი ცენტრალური ბანკის მოდელის გავრცელება მსოფლიოში. (ბენასი-კუერი, კიური, ჟაკი, & პისანი-ფერი, ეკონომიკური პოლიტიკა, 2012).

ნახ.1.1.



წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი

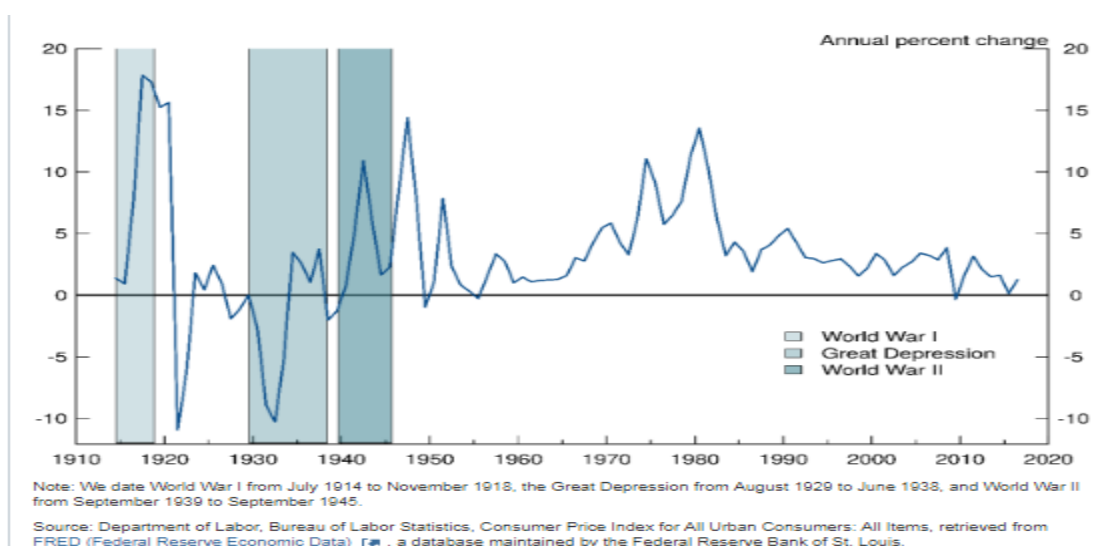
როგორც ნახ.1.1-ზე გრაფიკულ გამოსახულებაზე ჩანს განვითარებადი და განვითარებული ქვეყნების ინფლაციის დონეები დროთა განმავლობაში დასტაბილურდა და შედარებით დაუახლოვდა კიდევ ერთმანეთს. როგორც გრაფიკიდან ჩანს, 2007-2008 წლის მსოფლიოს კრიზისის დროს ინფლაციის საერთო მაჩვენებელი, როგორც განვითარებად, ისე განვითარებულ ქვეყნებში დაახლოებით ერთნაირი მიმართულებით შეიცვალა. განვითარებად ქვეყნებს საკმაოდ გაუჭირდათ 1990-95 წლებში ინფლაციასთან ბრძოლა, თუმცა 1995 წლის შემდგომ ინფლაციის დონე დარეგულირდა.

სამომხმარებლო ფასების დონე 1970-იანი წლებში და 1980-იანი წლების დასაწყისში ძალიან სწრაფი ტემპით გაიზარდა, რაც ინფლაციის მაჩვენებელს წელიწადში 10 პროცენტს აღემატებოდა. 1980-იანი წლების სამომხმარებლო ფასების ინფლაცია

ზოგადად დაბალი და საკმაოდ სტაბილურია. სამომხმარებლო ფასები მკვეთრად დაეცა პირველი მსოფლიო ომის შემდეგ და დიდი დეპრესიის პირველი რამდენიმე წლის განმავლობაში. ინფლაციის არაპროგნოზირებადობა და ფასების ცვლილება ართულებს დაზოგვისა და ინვესტიციების გადაწყვეტილებებს ეკონომიკური აქტორების მხრიდან. ინფლაციისა და დეფლაციის მაღალი მაჩვენებლები აუცილებელს ხდის ხშირად განახლდეს კონტრაქტები, დაიბეჭდოს ახალი მენიუ და კატალოგები, შეიცვალოს საგადასახადო განაკვეთები, რაც შესაბამისად არის დაკავშირებული დამატებით ხარჯებთან. მაღალი დეფლაციის დროს, როდესაც პროდუქციის ფასი მკვეთრად მცირდება ზარალდებიან მსესხებელი მეწარმეები რომელთან კრედიტი აქვთ დასაფარი. დეფლაციამ ასევე ეკონომიკურ აქტივობასა და სამუშაო ადგილების შექმნას შეიძლება შეუშალოს ხელი. მონეტარული პოლიტიკა, ფინანსურ სიტუაციაზე და ინფლაციურ მოლოდინებზე ზეგავლენის მოხდენით, ასტიმულირებს საქონელსა და მომსახურებაზე მოთხოვნას, გავლენას ახდენს ეკონომიკის პროდუქტიულობის ზრდაზე საბოლოოდ მნიშვნელოვანი ფაქტორია ინფლაციისა და ეკონომიკის სტაბილიზაციის პროცესში. ინფლაციის დაბალი და სტაბილური დონე ამერიკის შეერთებული შტატების მოსახლეობის კეთილდღეობის შენარჩუნების პროცესში მნიშვნელოვან ფაქტორად მიიჩნევა ([federalreserve.gov.htm](http://federalreserve.gov.htm), n.d.).

ნახ. 1.2.

სამომხმარებლო ფასების დინამიკა 1910-2020წ.წ.



წყარო: ფედერალური სარეზერვო სისტემა

როგორც ინფლაციის მაღალი დონე, ასევე დეფლაციის მკვეთრი მაჩვენებელი არის საზიანო ეკონომიკის სტაბილური ფუნქციონირებისთვის. განსაკუთრებული ყურადღება ასევე ექცევა ინფლაციის მოლოდინს მოსახლეობაში და ცენტრალური ბანკისადმი მოსახლეობის ნდობის ხარისხს. როგორც გრაფიკიდან ჩანს, პირველი მსოფლიო ომის პერიოდში ადგილი ჰქონდა სწრაფ ინფლაციას, რომელიც ომის დამთავრების შემდგომ გადაიზარდა დეფლაციაში. მთლიანობაში 1980-იანი წლებიდან მოხდა ინფლაციის შედარებით დარეგულირება და მას მსგავსი სერიოზული რყევები არ განუცდია.

ფედერალური სარეზერვო სისტემა ბოლო ასწლეულის განმავლობაში იყენებდა სხვადასხვა ნომინალურ საშუალებებს (nominal anchor), როგორცაა: ოქროს სტანდარტი, ფიქსირებული გაცვლითი რეჟიმი და ფულის მარაგის თარგეთირება. ფიქსირებული სავალუტო რეჟიმის დროს მონეტარული ავტორიტეტი ახდენს განსაზღვრული რაოდენობის ფულის ყიდვას ან გაყიდვას ფიქსირებული კურსით. ფიქსირებული სავალუტო რეჟიმის მქონე ქვეყანა ინარჩუნებს ინფლაციის იგივე დონეს, რომელსაც ის ქვეყანა რომელთანაც აქვს აღნიშნული რეჟიმი, აქედან გამომდინარე, განვითარებადი ქვეყნებისთვის სასარგებლოა ასეთი რეჟიმის შენარჩუნება ისეთ ქვეყნებთან როგორცაა ამერიკა ან გერმანია. ხოლო ფულის მარაგის თარგეთირებით, ცენტრალური ბანკი ცდილობს ფულის რაოდენობის კონტროლის მეშვეობით აკონტროლოს ინფლაციის დონის ცვლილება. იმისათვის რომ ფიქსირებული სავალუტო რეჟიმები იყოს მდგრადი, ამისათვის აუცილებელია მოსახლეობა დარწმუნებული იყოს, რომ ცენტრალური ბანკი შეძლებს მოთხოვნისამებრ დააკონვერტოს ფული და სპეკულაციური შეტევისგან დაიცავს საპროცენტო განაკვეთი. წინააღმდეგ შემთხვევაში, ადამიანები ცდილობენ თავიანთი შიდა აქტივების უცხოური ვალუტის აქტივებზე გადაცვლას, რაც საფრთხეს უქმნის უცხოურ სავალუტო ბაზარს. რაც შეეხება ფულის მარაგის თარგეთირებას, ინფლაციის რეგულირებისთვის ფულის მარაგის ფიქსირებული რაოდენობის დაწესებამ 1970-80 წლებში, ფედერალური სარეზერვო სისტემა და ასევე სხვა ცენტრალური ბანკები, დაარწმუნა, რომ დამოკიდებულება ინფლაციას, ეკონომიკურ საქმიანობასა და ფულის რაოდენობის ზომას შორის იყო არასტაბილური.

დღესდღეობით ამერიკის შეერთებულ შტატებში ღია ბაზრის ფედერალური კომიტეტის Federal Open Market Committee's (FOMC) მიზანია შეინარჩუნოს ინფლაციის ყოველწლიური დონე 2 პროცენტზე. FOMC არსებული ეკონომიკური სიტუაციიდან გამომდინარე იმუშავებს სტრატეგიას, რომელიც ემსახურება საბოლოო მიზნის, დაბალი და სტაბილური ინფლაციის მიღწევას. კომიტეტის ამგვარი ქმედებები აყალიბებს მოსახლეობაში მოლოდინებს, რომელიც თავის მხრივ ეხმარება ინფლაციის 2 პროცენტზე გაჩერებას. საბოლოოდ კომიტეტს ეძლევა საშუალება გაზარდოს დასაქმების დონე და მთლიანობაში მოახდინოს ეკონომიკის სტაბილიზაცია (federalreserve.gov.htm, n.d.).

1980-იანი წლებიდან ფედერალურმა სარეზერვო სისტემამ დაიწყო ბანკთაშორისი საპროცენტო განაკვეთის თარგეთირება. ღია საბაზრო ოპერაციები ტარდება დღეში ერთხელ, ისე რომ რეალური ბანკთაშორისი საპროცენტო განაკვეთი იყოს მიახლოებით ფედერალური სარეზერვო სისტემის მიერ წინასწარ განსაზღვრული სიდიდის ტოლი. ტეილორი იყო პირველი ვინც აჩვენა მარტივი წესი რომლის მიხედვითაც ბანკთაშორისი საპროცენტო განაკვეთი იყო ინფლაციის ფუნქცია. ტეილორის წესი გამოიყენება არა მხოლოდ ფედერალური სარეზერვო სისტემის პოლიტიკის შემუშავების პროცესში არამედ, მსოფლიოს გარშემო ბევრი ცენტრალური ბანკის მიერ. აღსანიშნავია რომ 1990-იანი წლებიდან შეინიშნებოდა ფედერალური სარეზერვო სისტემისა და სხვა ცენტრალური ბანკების მონეტარული პოლიტიკის გამჭვირვალობის ზრდა. 1994 წლიდან FOMC ახორციელებს მიღებული პოლიტიკის გადაწყვეტილებების მყისიერ გახმავანებას. FOMC-ის მიერ გამოქვეყნებული პრესრელიზები დაინტერესებულ პირებს აწვდის ინფორმაცია მოსალოდნელ პოლიტიკის ცვლილებებთან დაკავშირებით, ასევე კომიტეტის წევრების მოლოდინების შესახებ ინფლაციასა და ეკონომიკურ ზრდასთან დაკავშირებით (E. Walsh, 2010).

სწორედ გამჭვირვალობის ზრდა და მაკროეკონომიკური პოლიტიკის დახვეწა არის სავარაუდოდ მიზეზი 1980-იანი წლებიდან ამერიკის შეერთებული შტატების მეტნაკლებად სტაბილური ინფლაციის დონის და შესაბამისად მაკროეკონომიკური სტაბილურობის შენარჩუნების.

ქვეყანების დიდი უმრავლესობა ამა თუ იმ საერთაშორისო ორგანიზაციაში არის გაწევრიანებული, ამ ორგანიზაციებში წევრობა კი გარკვეულწილად განსაზღვრავს მათ ეკონომიკურ თუ მონეტარულ პოლიტიკას. საერთაშორისო სავალუტო ფონდი ეხმარება სახელმწიფოს ფინანსურად სტაბილური სისტემის ჩამოყალიბებაში და სამართლებრივი ჩარჩოს საერთაშორისო სტანდარტებთან შესაბამისობაში მოყვანაში, რაც საბოლოოდ ემსახურება გრძელვადიანი სტაბილურობის მიღწევასა და ეკონომიკურ ზრდას. საერთაშორისო სავალუტო ფონდის ექსპერტიზის ერთ-ერთი მიმართულებას წარმოადგენს ცენტრალური ბანკისა და მაკროპრუდენციული ზედამხედველობა (IMF, n.d.).

საერთაშორისო მონეტარული ფონდის სტრუქტურის შემადგენელი ნაწილია საერთაშორისო მონეტარული და ფინანსური კომიტეტი (IMF, n.d.), რომელიც მიუხედავად იმისა, რომ არ წარმოადგენს ფორმალურ გადაწყვეტილებების მიმღებს, არის მნიშვნელოვანი, რადან მათ მიერ ხდება ფონდის სტრატეგიული პოლიტიკის შემუშავება. საერთაშორისო სავალუტო ფონდის წევრობას აქვს განსაზღვრული ვალდებულებები და სარგებელი (IMF, n.d.). წევრმა ქვეყანამ თავი უნდა აარიდოს შეზღუდვებს უცხოური ვალუტის გაცვლასთან დაკავშირებით და უნდა იყოს ღია ეკონომიკური პოლიტიკის მიმართ, რომელიც ზეგავლენას ახდენს სხვა ქვეყანაზე. ორგანიზაციის მიზანია გადაწყვიტოს სავალუტო პრობლემები და წევრი ქვეყნები ვალდებულები არიან გაუზიარონ სხვებს ინფორმაცია ფინანსურ, ფისკალურ და გაცვლით პოლიტიკასთან დაკავშირებით, რომელმაც შესაძლოა სხვა ქვეყნებზე იქონიოს ზეგავლენა. საერთაშორისო სავალუტო ფონდი საშუალებას აძლევს თითოეულ წევრ ქვეყანას აირჩიოს ფულის გაცვლის ღირებულების განსაზღვრისათვის საკუთარი მეთოდი. თუმცა, არის მოთხოვნა, რომ ვალუტა არ უნდა იყოს გამყარებული ოქროთი.

## 1.2 მონეტარული პოლიტიკის ტრანსმისიის მექანიზმი: საპროცენტო განაკვეთებისა და გაცვლითი კურსის გავლენა

კავშირს მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებასა და ცვლილებებს დასაქმებას, წარმოებას და ინფლაციაში ცნობილია, როგორც მონეტარული პოლიტიკის ტრანსმისიის მექანიზმი. ის შეიძლება ორ ნაწილად გავყოთ, მონეტარული პოლიტიკის ზეგავლენა ერთობლივ მოთხოვნაზე და ერთობლივ მოთხოვნაში განხორციელებული ცვლილებების ზეგავლენა წარმოებაზე, დასაქმებასა და ფასებზე. (Bain & Howells, 2003) მონეტარული პოლიტიკის გავლენა შესაძლოა შემდეგი სამი სახით გამოიხატოს:

- მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება, რომლითაც ცენტრალური ბანკს სურს ასესხოს საბანკო სექტორს იმისათვის რომ თავიდან აირიდონ ლიკვიდობის დეფიციტი (საპროცენტო განაკვეთის კონტროლი);
- ფულის მასის კონტროლი (change in the monetary base);
- პირდაპირი კონტროლი, რომელიც გულისხმობს ცვლილებების შეტანას რეგულაციებში, რომელიც ეხება ბანკების სესხების გაცემის საპროცენტო განაკვეთის ზრდას (Bain & Howells, 2003).

საპროცენტო განაკვეთის კონტროლი და ტრანსმისიის მექანიზმის ექვსი მიდგომა გამოიკვეთება: ცენტრალური ბანკი ადგენს მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთს; კერძო სექტორი ადგენს სესხის დონეს, რომლის მიღებაც სურს ცენტრალური ბანკისგან მოცემული საპროცენტო განაკვეთის პირობებში; კერძო ბანკები არეგულირებენ საკუთარ შეფარდებით საპროცენტო განაკვეთებს, საბაზრო აქტივებს და ბანკთაშორის სესხებს იმისათვის, რომ დაფარონ შესაბამისი კრედიტი; ზემოთჩამოთვლილი ქმედებები განსაზღვრავენ ფულის მარაგს, მოთხოვნას და ასევე ანაბრებს, და ეს კი განსაზღვრავს საბანკო რეზერვების რაოდენობას; ასევე განისაზღვრება თუ რამდენის სესხება და დაბრუნება სჭირდებათ კერძო ბანკებს ცენტრალური ბანკებისათვის, იმისათვის რომ დააკმაყოფილონ სარეზერვო მოთხოვნები. საბოლოოდ კი, ცენტრალური ბანკი, დაწესებული მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის შენარჩუნების მიზნით, იყენებს ღია საბაზრო ოპერაციებს და შესაბამისად

აკმაყოფილებს ბანკების სარეზერვო მოთხოვნებს. მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებით მონეტარული ხელისუფლებები ცდილობენ ზეგავლენა მოახდინონ საპროცენტო განაკვეთის საერთო დონეზე ეკონომიკაში. მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების ცვლილება სწრაფად არის შესაძლებელი და იგივე მიმართულებით, როგორც ოფიციალური საპროცენტო განაკვეთები. მოკლევადიანისგან განსხვავებით, საშუალოვადიან და გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებზე ზეგავლენა ნაკლებად გარკვეულია. ნომინალური საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება, რომელიც ცენტრალურმა ბანკმა მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების გზით მოახერხა, საბოლოოდ ცვლის რეალურ საპროცენტო განაკვეთს და აქ მნიშვნელოვანია გავიგოთ თუ რა ზეგავლენას ახდენს ეს მონეტარული პოლიტიკა კერძო სექტორის დანახარჯებზე (Bain & Howells, 2003).

მონეტარული პოლიტიკა საოჯახო მეურნეობების დანახარჯებზე სხვადასხვა გზით ახდენს ზეგავლენას, რადგან მათი დანახარჯები არის დამოკიდებული არამხოლოდ ამჟამინდელ შემოსავალზე, არამედ მოსალოდნელზეც და ზოგადად დაგროვილ სიმდიდრეზე, ასევე იმაზე თუ რამდენის სესხება შეუძლიათ მათ.

საპროცენტო განაკვეთის ზრდას შემდეგი ეფექტები აქვს:

- მომხმარებელს არსებული შემოსავლიდან მეტის დაზოგვის სტიმული აქვს.
- ზრდის გადასახადს არსებულ მცურავი საპროცენტო განაკვეთის (floating interest rates) სესხებზე და შესაბამისად ამცირებს განკარგვადი შემოსავლის რაოდენობას.
- ზრდის სესხის ღირებულებას და შესაბამისად ზრდის იმ პროდუქციის ღირებულებას, რომლის შეძენაც სესხის ხარჯზე ხდება.
- ამცირებს ფინანსური აქტივების ღირებულებას და შესაბამისად ამცირებს კერძო სექტორის სიმდიდრის ღირებულებასაც (Bain & Howells, 2003).

აღსანიშნავია საპროცენტო განაკვეთის ზრდა მცურავი პროცენტის იპოთეკურ სესხებზე, ზოგ ქვეყანაში, მაგალითად გაერთიანებულ სამეფოში, პირადი სესხების 80 პროცენტი სწორედ მცურავი პროცენტის იპოთეკურ სესხებზე მოდის, შესაბამისად საპროცენტო განაკვეთის ზრდით უნდა მოველოდეთ დანახარჯების შემცირებას.

საპროცენტო განაკვეთს გააჩნია რედისტრიბუციული ეფექტი. როდესაც ის იზრდება დამზოგველების მდგომარეობა უმჯობესდება, ხოლო სესხის ამღებების კი უარესდება, თუმცა დამზოგველების რიცხვი ხშირ შემთხვევაში მეტია ვიდრე მსესხებლების, ამიტომ მთლიანობაში საპროცენტო განაკვეთის ზრდა შეამცირებს მოხმარებას.

საინტერესოა საინვესტიციო ხარჯებზე საპროცენტო განაკვეთის ზრდის ეფექტი: 1) საინვესტიციო პროექტები ხდება ნაკლებად მიმზიდველი, რადგან მომავალი მოგებიდან გადასახადის წილი იზრდება; 2) ამცირებს აქციების ფასს და ფირმების ღირებულებას, რის შედეგადაც ფირმებს უძნელდებათ სესხის აღება (Bain & Howells, 2003).

საპროცენტო განაკვეთის ზრდის უარყოფითი შედეგი შესაძლოა იყოს ფირმების მხრიდან სამუშაო ადგილების რაოდენობის მკვეთრი ცვლილება, თუმცა ფირმები განსხვავდებიან ერთმანეთისგან ბიზნესის სახეობებითა თუ ზომის მიხედვით, შესაბამისად მათზე სხვადასხვა ზეგავლენა შეიძლება იქონიოს საპროცენტო განაკვეთის ზრდამ, თუმცა ეს მონეტარული პოლიტიკა ძირითადად საინვესტიციო დანახარჯების შემცირებაზე ახდენს ზეგავლენას. საყურადღებოა, რომ საპროცენტო განაკვეთის ზრდამ უნდა გამოიწვიოს ადგილობრივი ვალუტის მიმზიდველობის გაზრდა უცხოურ ბაზარზე და გაზარდოს ვალუტის ღირებულება. ამას უარყოფითი შედეგი აქვს ადგილობრივი ფირმების საერთაშორისო კონკურენციის საკითხში, რადგან მათ მიერ წარმოებული პროდუქცია ძვირდება. ასევე ზიანდება შიდა ბაზარი, რადგან ადგილობრივი წარმოების პროდუქცია არის უფრო ძვირი ვიდრე იმპორტირებული, შესაბამისად მოგების დონეც მცირდება.

საერთო მოთხოვნის ფორმირებაში მნიშვნელოვანი ადგილი უკავია მოლოდინებს, კერძოდ, მოელოდა თუ არა მოსახლეობა საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებას, უკვე გაზრდილი საპროცენტო განაკვეთი ქმნის თუ არა მომავალში მისი კიდევ გაზრდის მოლოდინს და ასევე მოლოდინებს მომავალ ინფლაციასთან დაკავშირებით.



მნიშვნელოვანია დროითი ლაგები (time lags), რომელიც ასახავს დამოკიდებულებას პოლიტიკის ფორმირებასა და საბოლოო შედეგს შორის. განასხვავებენ რამდენიმე სახის ლაგს:

- პოლიტიკის გადაწყვეტილების ლაგი (policy decision lag) - დროის პერიოდი, რომელიც სჭირდებათ პოლიტიკის შემმუშავებლებს, რათა დააკვირდნენ ეკონომიკურ ვითარებას და გადაწყვიტონ მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება;
- ინსტიტუციური ლაგი - დროის პერიოდი, რომელიც სჭირდება ოფიციალურ საპროცენტო განაკვეთს (official rate) ზეგავლენა მოახდინოს სხვა საპროცენტო განაკვეთებზე;
- შემოსავლის ლაგი - დროის პერიოდი, რომელიც მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთს სჭირდება, რათა ზეგავლენა მოახდინოს საოჯახო მეურნეობების შემოსავალზე;
- დანახარჯის ლაგი - დროის პერიოდი, რომელიც სჭირდება მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთს, რათა ზეგავლენა მოახდინოს მოსახლეობისა და ფირმების დანახარჯებზე;
- რეალური საპასუხო ლაგი - (real response lag) დროის პერიოდი, რომელიც სჭირდება დანახარჯებში ცვლილებებს აისახოს ინფლაციის დონეზე, წარმოების მოცულობაზე და დასაქმებაზე.

ინდუსტრიული ეკონომიკების პრაქტიკა აჩვენებს, რომ მონეტარული პოლიტიკის განმსაზღვრელების მიერ გატარებულ მონეტარულ პოლიტიკას, კერძოდ, ოფიციალური საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებას სჭირდება 12 თვე, რათა სრულიად აისახოს მოთხოვნასა და მიწოდებაზე (Bain & Howells, 2003).

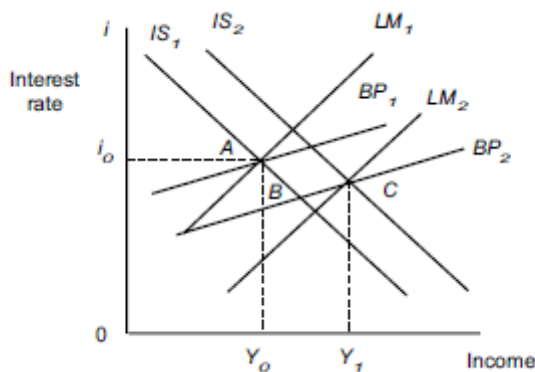
მონეტარისტებს ყოველთვის მოჰყავს ემპირიული მონაცემები იმის დასადასტურებლად, რომ ფულის რაოდენობის ცვლილება ყოველთვის აისახებოდა წარმოებასა (output) და ინფლაციის დონეზე. თუმცა, როგორც დეივიდ ლაიდლერი ამბობს, წარმოებისა და ინფლაციის ციკლურმა ბუნებამ შეიძლება მცდარ შედეგებამდე მიგიყვანოს. (Bain & Howells, 2003) ლაიდლერის ვარაუდით, წინდახედულმა ეკონომიკურმა აქტორებმა შესაძლოა წინასწარ შეცვალონ მათ ხელში არსებული ფულის

რაოდენობა მოსალოდნელი წარმოებისა და ფასების შესაბამისად, მანამ სანამ ეს ცვლადები მართლა მოხდება. აქ უნდა გავითვალისწინოთ დროითი ლაგების ეფექტი. საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება სხვა ცვლადებზე, რომ აისახოს დაახლოებით ერთი წლიდან ორ წლამდე სჭირდება, თუმცა აღსანიშნავია, რომ დროითი ლაგი ინსტრუმენტის ცვლილებასა და ფულის რაოდენობის ცვლილებას შორის არის უფრო პატარა. საპროცენტო განაკვეთის შემცირებას მოჰყვება სესხებზე მოთხოვნის გაზრდა და საბოლოოდ ფულზე მოთხოვნის ზრდა.

მნიშვნელოვანია გავანალიზოთ თუ რა ეფექტი აქვს ფულის რაოდენობის ცვლილებას ღია ეკონომიკაში. მანდელ-ფლემინგის ღია ეკონომიკის მოდელი ცნობილ IS/LM მოდელს უმატებს BP მრუდს, რომელიც გადასახადების წონასწორობის ბალანსის აღსანიშნავად შემოიტანეს ავტორებმა. განიხილება ორი შემთხვევა: ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკა ფიქსირებული და მცურავი გაცვლითი სავალუტო კურსების დროს.

ნახ.1.3.

*ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკა მცურავი გაცვლითი კურსების პირობებში*



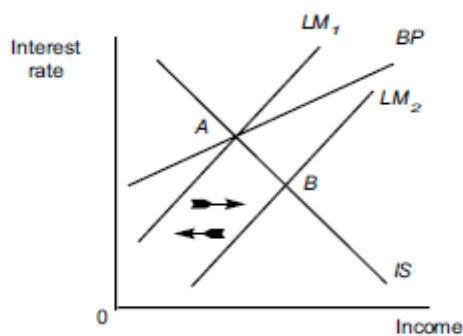
წყარო: (Bain & Howells, 2003)

ეს მოდელი შეიქმნა 1960-იან წლებში, როდესაც ვალუტების უმრავლესობა იყო დაკავშირებული ბრეტონ-ვუდსის ფიქსირებული სავალუტო სისტემით. BP მრუდი აღნიშნავს ყველა შესაძლო შემოსავლისა და საპროცენტო განაკვეთის კომბინაციას,

რომლის შემთხვევაშიც საგადასახდელო ბალანსი არის წონასწორობაში. ვალუტის კურსების დევალვაცია და რევალვაცია იწვევს BP მრუდის გადაადგილებას. ვალუტის დევალვაცია აუმჯობესებს საგადასახდელო ბალანსის მიმდინარე ანგარიშს და საგადასახდელო ბალანსის ზოგად წონასწორობას (Overall balance of payments equilibrium) დაბალ საპროცენტო განაკვეთზე გადაანაცვლებს. ამ შემთხვევაში ფულის მასის გაზრდით LM1 მრუდი გადაინაცვლებს LM2-ში, იზრდება შემოსავალი და მცირდება საპროცენტო განაკვეთი. ვალუტის გადინება იწვევს საპროცენტო განაკვეთის შემცირებას და BP მრუდის ქვემოთ გადაადგილებას. ამავდროულად, ვალუტის გაუფასურება აუმჯობესებს ადგილობრივი ფირმების საერთაშორისო კონკურენტუნარიანობას, რადგან სამამულო ქვეყნაში წარმოებული საქონელი იაფდება, რაც იწვევს IS მრუდის გადაადგილებას. ახალი წონასწორობის წერტილი, როგორც ვხედავთ არის C. ამ წერტილში საგადასახდელო ბალანსი ისევ წონასწორობაშია, ასევე საქონლისა და ფულის ბაზარიც, თუმცა ექსპანსიურმა მონეტარულმა პოლიტიკამ გამოიწვია უფრო მაღალი შემოსავლის დონე და უფრო დაბალი საპროცენტო განაკვეთი. აღსანიშნავია, რომ ვალუტის კურსის გაუფასურებით გამოწვეული კონკურენტუნარიანობის ზრდა დროთა განმავლობაში ინფლაციით შთაინთქმევა, შესაბამისად სავალუტო კურსის ცვლილებას, გამოწვეულს ფულის მასის ცვლილებით აქვს მოკლევადიანი ეფექტი (Bain & Howells, 2003).

ნახ.1.4.

*ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკა ფიქსირებული გაცვლითი კურსების პირობებში*



*წყარო: (Bain & Howells, 2003)*

მნიშვნელოვანია, ასევე განვიხილოთ ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკა ფიქსირებული სავალუტო რეჟიმის დროს, აღსანიშნავია რომ ამ შემთხვევაში BP მრუდი არ გადაადგილდება. ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკა, რომელიც LM1 მრუდს LM2-ში გადაანაცვლებს, წონასწორობის წერტილს კი A-დან B-ში, იწვევს საშინაო საპროცენტო განაკვეთის მსოფლიო საპროცენტო განაკვეთზე ქვემოთ დავარდნას. რადგან მიმდინარე ანგარიში დეფიციტს განიცდის შემოსავლის ზრდასთან ერთად, დეფიციტშია ასევე მთლიანი საგადასახდელო ბალანსი. ვალუტა გაედინება ქვეყნიდან და ადგილი აქვს ფულის მარაგების შემცირებას. პრაქტიკაში საგადასახდელო ბალანსის დეფიციტი გავლენას ახდენს ვალუტის ღირებულებზე, ამ დროს, იმისათვის რომ ფიქსირებული ვალუტის კურსი იქნას შენარჩუნებული, საჭიროა ცენტრალური ბანკის მხრიდან ჩარევა, მაგალითად საერთაშორისო რეზერვებით საკუთარი ვალუტის ყიდვით. აღსანიშნავია, რომ თუ სავალუტო რეჟიმი არის მკაცრად ფიქსირებული, დროის პერიოდი, რომელიც დასჭირდება ეკონომიკას წონასწორობის A წერტილში დასაბრუნებლად დამოკიდებულია, იმაზე თუ რამდენად მობილურია კაპიტალი და რამდენად სწრაფად შეიძლება მოხდეს კაპიტალის გადინება ქვეყნიდან (რომელიც გამოიწვია იმ ფაქტმა, რომ საშინაო საპროცენტო განაკვეთი მსოფლიო საპროცენტო განაკვეთზე დაბალია) (Bain & Howells, 2003).

მანდელ-ფლემინგის მოდელის სისუსტე იმაში მდგომარეობს, რომ მაშინ, როდესაც ქვეყნის საქონლისა და მომსახურეობის ღირებულების საერთაშორისო კონკურენტუნარიანობა ძლიერად არის დამოკიდებული ქვეყნებს შორის ინფლაციის დონის განსხვავებებზე, ამ მოდელში განიხილება ფიქსირებული ფასის შემთხვევა. ასევე მნიშვნელოვანია, რომ მანდელ-ფლემანგის მოდელში გაითვალისწინება მხოლოდ ზოგადი კაპიტალის ნაკადები ეკონომიკაში, მაშინ როდესაც მთლიანი წონასწორობისათვის აუცილებელია აგრეთვე საფონდო ბირჟაც იყოს წონასწორობაში. ამ მოდელის მიხედვით, კაპიტალის გადინება ხდება მანამდე, სანამ საშინაო საპროცენტო განაკვეთი არ გაუტოლდება მსოფლიო საპროცენტო განაკვეთს. ასევე, საყურადღებოა, რომ მანდელ-ფლემინგის მოდელში არ არის გათვალისწინებული

მოსახლეობის მოლოდინები სავალუტო კურსის დევალვაციასა და რევალვაციასთან მიმართებით (Bain & Howells, 2003).

რაც შეეხება, საკრედიტო არხს, განასხვავებენ მის ორ მიმართულებას: (bank landing channel) საბანკო სესხის არხი და (balance sheet channel) – საბალანსო ანგარიშგების არხი. საკრედიტო არხის განხილვისას საბანკო სესხების არხი არის გასწავთრებული მნიშვნელობის, რადგან ისინი ამარაგებენ სასესხო საშუალებებით მცირე ბიზნესებს, რომელთან შესაძლოა ასიმეტრიული ინფორმაცია გააჩნდეთ. დიდ ფირმებს პიდაპირ აქვთ წვდომა საკრედიტო ბაზრებზე საფონდო და ობლიგაციების ბაზრების მეშვეობით. შესაბამისად შემზღულდავ მონეტარულ პოლიტიკას (contractionary monetary politics) ექნება პირდაპირი ზეგავლენა სწორედ პატარა ფირმებზე. საბალანსო ანგარიშგების არხი ეყრდნობა ფირმების წმინდა ღირებულებებს. ნაკლები წმინდა ღირებულების ქონა ნიშნავს იმას, რომ კრედიტორებს აქვთ ნაკლები უზრუნველყოფის საშუალებები სესხების გაცემისას. წმინდა ღირებულების შემცირება მსესხებლებს მათ არასასურველი შერჩევის პრობლემის წინაშე აყენებს, ამცირებს რა სესხის მიღების და შესაბამისად ინვესტიციების დაფინანსების საშუალებას. ასეთი ფირმების აქტივების მფლობელებს აქვთ მეტი სტიმული რისკიან ინვესტიციურ პროექტებში მონაწილეობის, რაც უკავშირდება მორალური სიძნელების პრობლემის (moral hazard problem) გაჩენას. რადგან რისკიანი პროექტებიდან კრედიტორებს ნაკლები შანსი აქვთ ფულის დაბრუნების, მცირდება სესხების გაცემისა და ინვესტიციების განხორციელების შესაძლებლობა. ბერნანკესა და გერტლერის მიხედვით, შემზღულდავი მონეტარული პოლიტიკის შედეგად განპირობებული სესხის ხელმისაწვდომობის შემცირება, ასევე დიდ გავლენას ახდენს საოჯახო მეურნეობებზეც, რომელთან მცირე ბიზნესების მსგავსად საბანკო კრედიტის მიღების გარდა ფულის სესხების სხვა არხები არ გააჩნიათ, შესაბამისად მცირდება მათ მიერ კერძო ქონების შეძენის შესაძლებლობა. კიდევ ერთი მნიშვნელოვანი ფაქტორია ის რომ, საფონდო ბირჟაზე ფასების შემცირება ამცირებს ფინანსური აქტივების ღირებულებას. ფინანსური აქტივების ღირებულების შემცირება აისახება სამომხმარებლო დანახარჯების შემცირებაზე, რადგან საოჯახო მეურნეობებს ნაკლებად უსაფრთხო ფინანსური პოზიცია ექნებათ. (Mishkin, 1995)

### 1.3 მონეტარული პოლიტიკის ტრანსმისია ფრიდმანისა და ნეოკლასიკურ მოდელებში, ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობა.

1960-იანი წლების კრიზისის ფრიდმანისა და ფელპსის მიერ შეიქმნა მოლოდინებით გაძლიერებული ფილიპსის მრუდი. მოლოდინების თეორიის მოდელისთვის დამატებით ფელპსმა და ფრიდმანმა დასაქმებულთა ინფლაციური მოდელის ინკორპორაცია მოახდინეს. შესაბამისად მოხდა ნომინალური და რეალური ხელფასების განცალკევება რაც არ იყო ასახული ფილიპსის თავდაპირველ მოდელში. ეს მოდელი ამბობს, რომ დასაქმებულებს გააჩნიათ ადაპტირებული მოლოდინი, შესაბამისად ისინი საკუთარ ინფლაციურ მოლოდინებს ამყარებენ წარსული ინფლაციის საშუალო დონეზე. ამ მოდელმა ნათელი გახადა, რომ მთავრობის მხრიდან უმუშევრობის შემცირების მიზნით ფულის მარაგების ზრდა გამოიწვევდა ინფლაციის ზრდას და გრძელვადიან პერიოდში არ შეამცირებდა უმუშევრობას, ანუ ექნებოდა მხოლოდ მოკლევადიანი ეფექტი. ნებისმიერ დასაქმების დონეს დასაქმების ბუნებრივ დონეზე (NAIRU - უმუშევრობის არა-აჩქარებული ინფლაციის განაკვეთი) ქვემოთ, ექნება მხოლოდ მოკლევადიანი ეფექტი. აქ მთავარია რომ ინფლაციური მოლოდინის გამო დასაქმებულები მოითხოვენ ხელფასების გაზრდას, რაც საბოლოოდ იწვევს ნომინალური ხელფასების სწრაფ ზრდას. შესაბამისად, მთავრობის მხრიდან უმუშევრობის შემცირების მიზნით ერთობლივ მოთხოვნაზე ზეგავლენა არაეფექტიანია. ამ ქმედებამ, ასევე შეიძლება გამოიწვიოს ეკონომიკის ეფექტიანობის შემცირება და უმუშევრობის ბუნებრივი დონის გაზრდა (Bain & Howells, 2003).

შეიქმნა ახალი კლასიკური მოდელი, რომელიც მოიცავს რაციონალური მოლოდინების თეორიას და (continuous market clearing) მუდმივ საბაზრო ცვალებადობის მოდელს. ითვლება რომ დასაქმებულთა მოლოდინები საშუალოდ სიმართლეს შეესაბამება და შემთხვევითი შეცდომა ნულის ტოლია. ამ მოდელში დასაქმებულები მათ ხელში არსებული ინფორმაციის საუკეთესო გამოყენებას ახდენენ და ასევე სახელმწიფო პოლიტიკას აანალიზებენ მომავალი ვარაუდების ჩამოსაყალიბებლად. ყველა წინა მოდელში ხელისუფლება იყო ეგზოგენური, ამ

მოდელში კი ის გაითვალისწინება. მუდმივი საბაზრო ცვალებადობა გულისხმობს, რომ ფასები ბაზარზე თავისუფლად და გამუდმებით იცვლება რათა „ბაზრები გაიწმინდოს“. ითვლება, რომ ყველას ვისაც სურს დასაქმება შეუძლია იშოვოს სამსახური (market clearing equilibrium) საბაზრო წონასწორობის ხელფასით და შესაბამისად მუშაობა არის ნებაყოფლობითი. ამ მოდელში წარმოება და დასაქმება მერყეობს ბუნებრივი დონეების გარშემო და სწრაფად რეგულირდება. ერთობლივი მოთხოვნის ზრდა არ იწვევს უმუშევრობას მოკლევადიან პერიოდშიც კი, ადგილი აქვს მხოლოდ ინფლაციას. რაციონალური მოლოდინების მქონე ადამიანები საკუთარ მოლოდინებში ითვალისწინებენ ხელისუფლების მიერ გატარებულ პოლიტიკას, შესაბამისად ინფლაციის მოლოდინის საპასუხოდ იზრდება ხელფასებზე მოთხოვნაც და შესაბამისად არ მცირდება უმუშევრობის დონე, ამ რეალობამ პოლიტიკის ირელევანტურობის სახელი მიიღო. რამდენიმე მეცნიერის მიერ განხორციელდა ახალი კლასიკური მოდელის ემპირიული შემოწმება. გუდჰარტმა 1989 წელს 17 ქვეყანაზე ჩაატარა კვლევა და დაადგინა, რომ მოულოდნელ მონეტარულ შოკებს ჰქონდა ყველაზე ძლიერი ეფექტი თუმცა უმეტეს შემთხვევაში მონეტარულ პოლიტიკას მაშინაც ჰქონდა ეფექტი, როცა ის მოსალოდნელი იყო (Bain & Howells, 2003).

მონეტარული მექანიზმების ეფექტიანობისთვის მნიშვნელოვანი ფაქტორია ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობა და სანდოობა. მიუხედავად იმისა რომ ცენტრალური ბანკები არიან მონეტარული პოლიტიკის გამტარებლები 1980 იან წლამდე ბევრ ქვეყანას დამოუკიდებელი ცენტრალური ბანკი არ ჰქონდა, 1990-იანი წლებიდან მომრავლდა დამოუკიდებელი ცენტრალურ ბანკების მქონე ქვეყნების რაოდენობა. ერთ-ერთი არგუმენტი ცენტრალური ბანკების დამოუკიდებლობისათვის არის ის რომ მთავრობის ინტერესებში შეიძლება შედიოდეს მაღალი ინფლაცია. ცენტრალურმა ბანკს აქვს შესაძლებლობა გაზარდოს ფულის შექმნიდან მიღებული შემოსავალი, რაც საბოლოოდ დივიდენდების სახით გადაეცემა მთავრობას. აქედან გამომდინარე, მთავრობას შეუძლია გამოიყენოს ეს შესაძლებლობა თუ ცენტრალური ბანკი დამოუკიდებელი არ არის. ბანკები შესაძლოა იყოს დამოუკიდებელი, თუმცა სხვადასხვანაირად მოქმედებდნენ. ევროპის ცენტრალური ბანკი ინფლაციის მაჩვენებელს დამოუკიდებლად ადგენს, ხოლო ინგლისის ცენტრალური ბანკი კი

მთავრობის მიერ დადგენილი ინფლაციის მაჩვენებელს იყენებს, თუმცა ორივე ცენტრალური ბანკის მიზანი არის ფასების სტაბილურობა. ცენტრალური ბანკების დამოუკიდებლობა კანონმდებლობით არის განსაზღვრული. ზოგიერთ ქვეყანაში, მათ შორის ამერიკის შეერთებულ შტატებში, ფედერალური სარეზერვო სისტემა წელიწადში ორჯერ მოხსენებით წარსდგება კონგრესის წინაშე, რაც მის გამჭვირვალობას ზრდის (ბენასი-კუერი, კიური, ჟაკი, & პისანი-ფერი, ეკონომიკური პოლიტიკა, 2012).

აღსანიშნავია, რომ ცენტრალური ბანკების დამოუკიდებლობის საკითხი განსაკუთრებით სენსიტიური შეიძლება იყოს დემოკრატიული ტრანზაქციის გზაზე მყოფი ქვეყნებისათვის, სადაც ინსტიტუტები ბოლომდე არ არის ჩამოყალიბებული და მთავრობამ შესაძლოა ხშირად გამოიყენოს ცენტრალურ ბანკი საკუთარი მიზნებისათვის.

ნებისმიერი სახელმწიფოს ეროვნულ ინტერესებში შედის ჰქონდეს ისეთი ცენტრალური ბანკი, რომელიც იქნება დამოუკიდებელი და არ გადაუხვევს მის მიერ გამოცხადებულ პოლიტიკას. ცენტრალური ბანკის ნდობის გამყარების ერთ-ერთი გზა მისი დამოუკიდებლობის საკანონმდებლო დონეზე გამყარება იქნება. შეზღუდვების მიზანია ცენტრალურმა ბანკმა უმუშევრობის ბუნებრივ დონეზე დაბლა ჩამოწევის ცდუნებას არ აჰყვეს და ამ მიზნით ფულის მარაგი მნიშვნელოვნად არ გაზარდოს. დამოუკიდებლობა მნიშვნელოვანია რადგან პოლიტიკოსების მიერ არჩევნებში გამარჯვების სურვილმა შესაძლოა მიმდინარე უმუშევრობის შემცირების მიზნით ფულის მასა გაზარდოს რაც მომავალში გამოიწვევს ინფლაციის დონის ზრდას. დამოუკიდებლობის უზრუნველყოფასთან ერთად აუცილებელია საკანონმდებლო დონეზე გართულდეს ეროვნული ბანკის ხელმძღვანელის თანამდებობიდან გათავისუფლების რეგულაციები და განისაზღვროს მისი თანამდებობაზე ყოფნის ვადები. (ბლანშარი, 2010.)

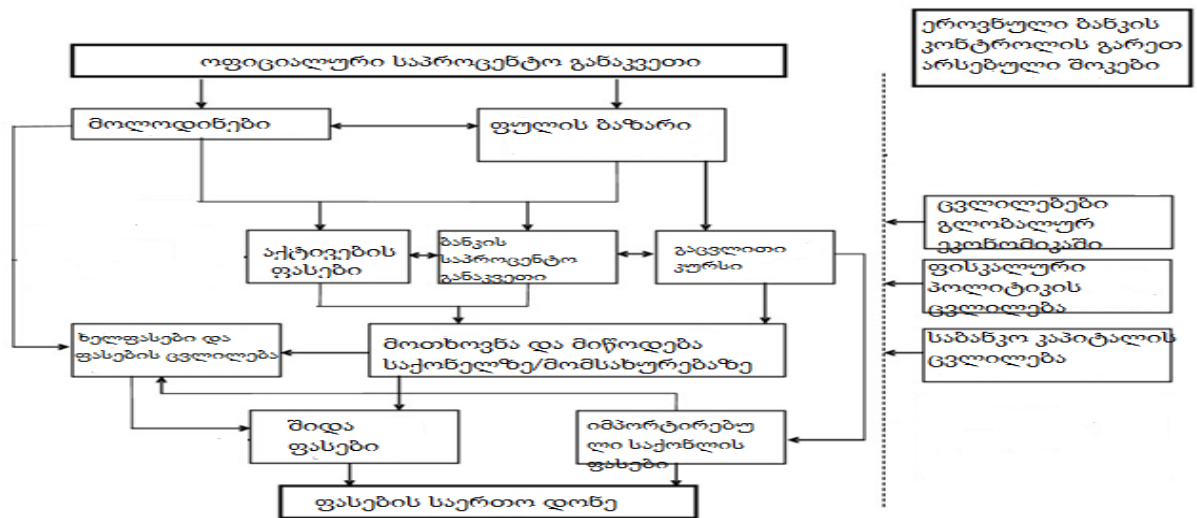
ევროკავშირის წევრი ქვეყნების ცენტრალური ბანკებისა დამოუკიდებლობის აუცილებლობა და თვითონ ევროკავშირის ცენტრალური ბანკის დამოუკიდებლობა ჩადებულია მასტრიხტის ხელშეკრულებაში, რომელიც 1992 წელს შეიქმნა (Treaty on the European Union, 1992).



ცენტრალური ბანკებისთვის დამოუკიდებლობის მასობრივად მინიჭების ერთ-ერთი მიზეზი არის ფინანსური ბაზრების დარწმუნება იმაში, რომ მონეტარული პოლიტიკა ევროკავშირის ყველა ქვეყანაში არის ანტი-ინფლაციური და ტარდება დამოუკიდებელი ცენტრალური ბანკების მიერ.

ნახ.1.5

*მონეტარული პოლიტიკის ტრანსმისიის მექანიზმის ფუნქციონირება*



წყარო: ევროპის ცენტრალური ბანკი

ევროპის ცენტრალური ბანკის მონეტარული პოლიტიკის მექანიზმის ტრანსმისიის გრაფიკის მიხედვით ოფიციალური საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება პირველ რიგში ზეგავლენას ახდენს ფულის ბაზარსა და მოლოდინებზე. მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებებით გამოწვეული ცვლილება ფულის ბაზარზე, თავი მხრივ ზეგავლენას ახდენს აქციების ფასებზე, ბანკთაშორის საპროცენტო განაკვეთზე და გაცვლით კურსზე. აღნიშნული ფაქტორი შემდგომში გადაეცემა საქონელსა და მომსახურებაზე მოთხოვნას. გაცვლითი კურსის ცვლილება, თავის მხრივ, ცვლის იმპორტირებული საქონლის ფასს. ხოლო, მოლოდინების ცვლილებით გამოწვეული ხელფასებისა და ფასების ცვლილება ზეგავლენას ახდენს შიდა ფასებზე. საბოლოო ჯამში კი იცვლება ფასების საერთო დონე. (ecb.europa.eu, n.d.)

ცენტრალური ბანკი არის მონოპოლისტი ეროვნული ვალუტის გამოშვების საკითხში, მხოლოდ მას შეუძლია საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების მართვით საბოლოოდ ზეგავლენა მოახდინოს ფასებზე და სტაბილურობაზე. მონეტარული პოლიტიკის ცვლილება ზეგავლენას ახდენს ეკონომიკური აქტორების ინფლაციის მოლოდინებზე და შესაბამისად ფასების ცვალებადობაზეც. თუ ცენტრალური ბანკის სანდოობა მაღალია ეკონომიკური აგენტები არ ცვლიან ფასებსა და ხელფასებს უფრო მაღალი ინფლაციის ან დეფლაციის მოლოდინით. მონეტარული პოლიტიკის ცვლილებამ შეიძლება ზეგავლენა მოახდინოს აქტივების ფასებზე (მაგალითად საფონდო ბაზრის ფასებზე) და ასევე, საპროცენტო განაკვეთზე. აქტივების ფასის ზრდა ასევე ახდენს ზეგავლენას მოხმარებასა და ინვესტიციებზე. აქტივებზე ფასების ზრდა ზრდის გირაოს ღირებულებას, რომელიც მსესხებელს საშუალებას აძლევს ბანკისგან მიიღოს დამატებითი სახსრები და შეამციროს ბანკების რისკ პრემია. (ecb.europa.eu, n.d.)

## თავი 2. საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკა და მისი გავლენა მაკროეკონომიკურ წონასწორობაზე

### 2.1. მონეტარული პოლიტიკის შეფასების მაკროეკონომიკური მოდელირება

მონეტარული პოლიტიკის შეფასებისათვის ცენტრალური/ეროვნული ბანკები იყენებენ მაკროეკონომიკურ მოდელებს. მოდელების არსი, სტრუქტურა დამოკიდებულია ეროვნული ბანკების მიზანზე. საპროცენტო განაკვეთის ოპტიმალური დონის დასადგენად ეროვნული ბანკები იყენებენ მაკროეკონომიკურ პროგნოზირების მოდელებს. საშუალოვადიან პერიოდში ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლის შენარჩუნებისათვის, ასევე გამოიყენება ეკონომეტრიკული მოდელები. სხვადასხვა ქვეყნების ეროვნული ბანკები მუდმივად მუშაობენ მოდელების გაუმჯობესებაზე. (nbg.gov.ge, n.d.)

წარმატებული მონეტარული პოლიტიკის გასატარებლად, აუცილებელია არსებული ეკონომიკური კლიმატის სწორი შეფასება და ყოვლისმომცველი ეკონომიკური პროგნოზი.

ეროვნული ბანკის ექსპერტების მიერ ხდება რისკებისა განხილვა და ანალიზის შედეგად საქართველოს ეროვნული ბანკი, საბაზისო მაკროეკონომიკურ სცენართან ერთად ალტერნატიულ სცენარსაც აქვეყნებს. (nbg.gov.ge, n.d.) ეკონომიკური პროგნოზის მონაცემები ყოველთვის მოიცავს გარკვეულ ცდომილებებს და მაკროეკონომიკური პროგნოზის შედეგად მიღებული საპროცენტო განაკვეთის ტრაექტორია ვერ იქნება ზუსტი. ეროვნული ბანკი ამ შედეგებს იყენებს საორიენტაციოდ და მის მიერ გამოქვეყნებული საპროცენტო განაკვეთის ტრაექტორია არ გულისხმობს მომვალში მის უპირობო შესრულებას. ეროვნულმა განკმა ახალ ინფორმაციაზე დაყრდნობით შეიძლება პირველი პროგნოზისგანს განსხვავებულ საპროცენტო განაკვეთზე შეაჩეროს არჩევანი. (nbg.gov.ge, n.d.)

საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა, ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკთან და საერთაშორისო მონეტარულ ფონდთან ერთად შეიმუშავა პროგნოზირებისა და მონეტარული პოლიტიკის ანალიზის სისტემა (FPAS). (Tvalodze, Mkhattrishvili, Mdivnishvili, Tutberidze, & Zedginidze, 2016).

FPAS მოიცავს ანალიტიკური ინსტრუმენტების სამ კატეგორიას: მოკლევადიანი პროგნოზირების მექანიზმები; საშუალოვადიანი პროგნოზირების მექანიზმი (ქართული ეკონომიკური მოდელი GEMO) და სატელიტური მოდელები. სატელიტური მოდელები გამოიყენება ეკონომიკის ციკლური მდგომარეობის შეფასებისთვის და გამოიყენება ექსპერტული შეფასებების ფორმირებისთვის. მოკლევადიანი პროგნოზირების ინსტრუმენტი არის ეკონომეტრიკული მოდელი რომელიც პროგნოზირებს მთავარი მაკროეკონომიკური ცვლადების მოკლევადიან დინამიკას. ამ მოდელით მიღებული შედეგები გამოიყენება საშუალოვადიანი პროგნოზირებისთვის (Tvalodze, Mkhattrishvili, Mdivnishvili, Tutberidze, & Zedginidze, 2016).

ქართული ეკონომიკური მოდელი (GEMO) არის ნახევრად სტრუქტურული მოდელი რომელიც ეყრდნობა ახალ კეინზიანურ მიდგომას ნომინალური და რეალური სიხისტეების მიმართ. მოდელი ასევე მოიცავს ახალი კლასიკური ბიზნეს ციკლის ტრადიციულ დინამიურ სტოქასტურ საერთო ეკვილიბრიუმის ტრადიციულ მიდგომას რაციონალური მოლოდინებით. ეს მოდელი სპეციალურად არის შემუშავებული და მოიცავს ქართული ეკონომიკური რეალობისთვის დამახასიათებელ თავისებურებებს. ქართული ეკონომიკური მოდელი ექსპერტების შეფასებებთან ერთად, ასევე იყენებს მოკლევადიანი პროგნოზირების და სატელიტი მოდელების შედეგად მიღებულ მონაცემებს. მნიშვნელოვანია რომ ამ მოდელის სტრუქტურა საშუალებას იძლევა მუდმივად მოხდეს მისი გაუმჯობესება. აღნიშნული ეკონომიკური მოდელი საშუალებას იძლევა მივიღოთ საპროცენტო განაკვეთის ისეთი ტრაექტორია, რომელიც საშუალოვადიან პერიოდში ინფლაციის მაჩვენებელს მიზნობრივ მაჩვენებელთან დააბრუნებს (Tvalodze, Mkhattrishvili, Mdivnishvili, Tutberidze, & Zedginidze, 2016).

საქართველოს ეროვნული ბანკი 2009 წლიდან გადავიდა ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე. (nbg.gov.ge, n.d.) ეროვნული ბანკი ინფლაციის მიზნობრივ

დონეზე შესანარჩუნებლად იყენებს საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებას. საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ რეფინანსირების განაკვეთის განსაზღვრა, ბევრი სხვა ქვეყნის ცენტრალური ბანკების მსგავსად, ხდება მოდელში ტეილორის ტიპის მონეტარული პოლიტიკის რეაქციის ფუნქციის მიხედვით. (nbg.gov.ge, n.d.)

მოდელის განსაკუთრებულობა მდგომარეობს იმაში, რომ ითვლისწინებს იმპორტირებული საქონლის ფასებსა და balance sheet effects (due to dollarization) დოლარიზაციასთან დაკავშირებულ გავლენებს ბალანსზე. იმპორტირებული საქონლის ფასები მნიშვნელოვან როლს თამაშობს საქართველოს მსგავს პატარა ღია ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში. ასევე მნიშვნელოვანია, რომ ასეთ ქვეყნებს ახასიათებს ვალის დიდი ნაწილის უცხოურ ვალუტაში არსებობა. (Tvalodze, Mkhattrishvili, Mdivnishvili, Tutberidze, & Zedginidze, 2016)

მოდელის პარამეტრიზაცია დაფუძნებულია კალიბრაციის მეთოდს, რომელსაც მსოფლიოს გარშემო ბევრი ცენტრალური ბანკი მიმართავს. კალიბრაცია განხორციელდა ექსპერტული განსჯით, რომელიც ეყრდნობა მსგავსი მახასიათებლების მქონე ქვეყნების ეროვნული ბანკების მიერ გამოყენებულ მოდელებს. (Tvalodze, Mkhattrishvili, Mdivnishvili, Tutberidze, & Zedginidze, 2016)

მონეტარული პოლიტიკა მოდელში წარმოდგენილია ტეილორის წესით და შესაბამისობაშია საქართველოს ორგანული კანონით განსაზღვრულ ეროვნული ბანკის მიზნებთან. მოდელი რეფინანსირების საპროცენტო განაკვეთს მოსალოდნელი ინფლაციის მიზნობრივ მაჩვენებელთან შესაბამისობაში ადგენს. მონეტარული პოლიტიკის წესს შემდეგი სახე აქვს:

$$i_t = \gamma_1 i_{t-1} + (1 - \gamma_1) \left[ i_t^N + \gamma_2 E_t (\pi_{4,t+4} - \pi_{t+4}^{tar}) + \gamma_3 \hat{Y}_t \right] + \varepsilon_t^i - \gamma_4 \varepsilon_t^{tar} \quad (2.1)$$

$i_t^N$  - არის ნეიტრალური ნომინალური საპროცენტო განაკვეთი,  $\pi_{4,t+4}$  - მომავალი წლის მოსალოდნელი ინფლაცია  $\pi_{t+4}^{tar}$  - ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი  $\varepsilon^i$  - მონეტარული პოლიტიკის შოკი. (Tvalodze, Mkhattrishvili, Mdivnishvili, Tutberidze, & Zedginidze, 2016)

$$i_t^N = \bar{r}_t + \pi^{tar} \quad (2.2)$$

განტოლების თანახმად, როდესაც ეკონომიკა წონასწორობაშია, ნეიტრალური განაკვეთი შეესაბამება მის ბუნებრივ დონეს და უდრის რეალური განაკვეთის წონასწორობის ჯამს დამატებული მიზნობრივი ინფლაცია. როდესაც საპროცენტო განაკვეთი მისი ნეიტრალური დონის ტოლია მონეტარული პოლიტიკა არც ექსპანსიურია და არც შემზღუდავი. (Tvalodze, Mkhatrihvili, Mdivnishvili, Tutberidze, & Zedginidze, 2016)

## 2.2. ინფლაციის თარგეთირება, როგორც მონეტარული პოლიტიკის რეჟიმი საქართველოში

საქართველოს მიერ საბჭოთა კავშირისგან დამოუკიდებლობის პირველ პერიოდში ქვეყანა ეკონომიკურმა და პოლიტიკურმა კრიზისმა მოიცვა, რაც ეკონომიკური, პოლიტიკური და სოციალური ტრანსფორმაციის სიძნელეებთან იყო დაკავშირებული. საქართველო არ აღმოჩნდა მზად საბაზრო ეკონომიკაზე გადასასვლელად, რაც ბევრი ფაქტორით იყო გამოწვეული. ეკონომიკური კავშირების რყევამ, რომელიც საბჭოთა კავშირის ცენტრალიზებული ეკონომიკის პირობებში არსებობდა საქართველო სერიოზული ეკონომიკური პრობლემების წინაშე დააყენა, რასაც თან დაემატა პოლიტიკური დაპირისპირება და ეთნიკური კონფლიქტები. 1991-1994 წლებში ქვეყანა მასობრივი უმუშევრობის წინაშე დადგა. 1994 წელს მთლიანი შიდა პროდუქტის (მშპ) მოცულობამ 1990 წლის დონის მიმართ 27,5% შეადგინა, ხოლო 1993-1995 წლების პერიოდში ინვესტიციების მოცულობა 1990 წლის ანალოგიური მაჩვენებლის მხოლოდ 2,8%-ს შეადგენდა. (საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე, 2001) 1994 წელს, საქართველოს ხელისუფლებამ დაამტკიცა მაკროეკონომიკური სტაბილურობისა და სისტემური ცვლილებების ანტიკრიზისული გეგმა, რომელიც საერთაშორისო ორგანიზაციების დახმარებით შემუშავდა. განხორციელებული ანტიკრიზისული პოლიტიკა საბაზრო რეფორმების კურსისადმი ერთგულებას ეფუძნებოდა. (საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე, 2001)

1993 წელი განსაკუთრებით მძიმე აღმოჩნდა საქართველოსთვის, ქვეყანაში საომარი ვითარების მდგომარეობისა და კუპონის უკონტროლო ემისიის ფონზე, ადგილი ჰქონდა ჰიპერინფლაციას. მთლიანი შიდა პროდუქტის მოცულობა 1993 წელს 1990 წელთან შედარებით 30,73 პროცენტი შეადგინა. 1994 ინფლაციამ 7840 პროცენტს გადააჭარბა. ანტიკრიზისული პროგრამის რეალიზაციამ დადებითი შედეგები მოუტანა ქვეყანას და 1995 წელს მიღწეულ იქნა მთლიანი შიდა პროდუქტის 2,6 პროცენტის ზრდა, ხოლო ინფლაცია წინა წლების მაჩვენებლებთან შედარებით შემცირდა და 157,4 პროცენტი შეადგინა (ხადური, კაკულია, & ჩირობავა, 2011). გეგმის შესაბამისად, თანდათანობით განხორციელდა საგარეო-ეკონომიკური ურთიერთობები ლიბერალიზაცია, მიმოქცევაში შევიდა ქართული ეროვნული ვალუტა - ლარი (1995), ჩამოყალიბდა საგადასახადო და საბაჟო სამსახურები, დასრულდა პრივატიზაცია და შეიქმნა საბაზრო ეკონომიკის ფუნქციონირებისთვის აუცილებელი საკანონმდებლო ბაზა (ხადური, კაკულია, & ჩირობავა, 2011) ზემოთჩამოთვლილი რეფორმები, და განსაკუთრებით საკანონმდებლო ბაზის სრულყოფა აუცილებელია ნებისმიერი სახელმწიფოს გამართული ფუნქციონირებისათვის. განვითარებადი ქვეყნებისთვის განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია, მუდმივად მოხდეს საკანონმდებლო ბაზის სრულყოფის მიმართულებით მუშაობის გაგრძელება და მისი განვითარება.

ჰიპერინფლაციისთან ბრძოლაში ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი ფაქტორი იყო 1995 წლის სექტემბერში ეროვნული ვალუტის ლარის შემოღება. ლარმა ჩაანაცვლა ძველი გაუფასურებული ვალუტა და შედეგად მოხდა ინფლაციის სტაბილიზაცია. 1995 წელს, წლიურმა ინფლაციამ 53 პროცენტი შეადგინა, 1996 წელს 13,5 პროცენტი, 1997 წელს 7,3 პროცენტი, 1998 წელს 10,7 პროცენტი, ხოლო 1999 წელს 10,7 პროცენტი. 1998 წელს ინფლაციის მატება აფხაზეთის ტერიტორიაზე კონფლიქტის გაღვივებამ გამოიწვია. (საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე, 2001)

საქართველომ დამოუკიდებლობის მიღების დღიდან საკმაოდ ტურბულენტური პერიოდი გამოიარა და მემკვიდრეობით მივიღეთ მეტნაკლებად სუსტი ინსტიტუტები და ეკონომიკა. მნიშვნელოვანია საერთაშორისო საზოგადოებასთან ერთად ხელისუფლებამ მუდმივად იმუშაოს საქართველოს ეკონომიკის სპეციფიკურობაზე

მორგებული მაკროეკონომიკური პოლიტიკის დახვეწის მიმართულებით, რათა შესაძლებელი გახდეს მოქალაქეებისთვის კეთილდღეობის და სტაბილურობის უზრუნველყოფა.

90 - იანი წლებიდან ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმს მსოფლიოში უამრავი ქვეყანა იყენებს. დროთა განმავლობაში გამოვლინდა, რომ ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი არის საკმაოდ მოქნილი, რაც უახლოესი ფინანსური კრიზისის დროსაც გამოჩნდა. ცენტრალური ბანკები ქვეყნის ეკონომიკის შეფასებებისა და თავისებურებებზე დაყრდნობით ინფლაციის ისეთ თარგეთს ადგენენ, რომელიც საუკეთესოდ მიესადაგება მათ საჭიროებებს. საქართველოს მეზობელი ქვეყნებიდან ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე 2006 წელს გადავიდნენ სომხეთი და თურქეთი, ხოლო რუსეთმა 2015 წლიდან მიიღო ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმი. (Jahan, n.d.)

საქართველოს ეროვნული ბანკის მიზანი არის ფასების სტაბილურობის მიღწევა, რაც ხელს უწყობს მოსახლეობის კეთილდღეობის ზრდას და საბოლოოდ დადებით გავლენას ახდენს გრძელვადიან ეკონომიკურ ზრდაზე. შესაბამისად, ეროვნული ბანკის მიზანი დაბალი და სტაბილური ინფლაციის მიღწევაა, რომელიც მნიშვნელოვანია დასაქმების მაღალი დონის უზრუნველსაყოფად და ეკონომიკური ზრდისა და სტაბილურობის მისაღწევად. ეკონომიკურ ზრდაზე მრავალი ეგზოგენური და ენდოგენური ფაქტორი ახდენს ზეგავლენას, მათ შორის ეკონომიკის ციკლური მერყეობა. ეროვნული ბანკი მონეტარული პოლიტიკის ზეგავლენით ცდილობს ციკლური მერყეობის ეფექტის შემცირებას, რაც ეკონომიკის გრძელვადიანი სტაბილური განვითარებისთვის არის მნიშვნელოვანი. (NBG, მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი, 2019)

ინფლაცია ზოგადი განმარტებით საქონელსა და მომსახურებაზე ფასების ზრდას აღნიშნავს. ინფლაციის მერყეობა მეტწილად დამახასიათებელია განვითარებადი ქვეყნებისთვის და მას ქვეყნის განვითარებაზე და სტაბილურობაზე სერიოზული ზეგავლენის მოხდენა შეუძლია. ინფლაციის შედეგი ყველაზე მეტად დაბალი შემოსავლის მქონე მოსახლეობაში შეიგრძნობა. ინფლაცია გადაიზრდება ეროვნული ვალუტის გაუფასურებაში. თუ ინფლაცია მოცემულ ქვეყანაში არის უფრო მაღალი



ვიდრე მის სავაჭრო პარტნიორ ქვეყნებში, ადგილობრივი წარმოების პროდუქცია ხდება ნაკლებად კონკურენტული (EPRC, 2012).

ეკონომიკაში განასხვავებენ 4 სახის ინფლაციას 1) მოთხოვნის ზრდით გამოწვეული ინფლაცია იგივე მონეტარული ინფლაცია, რომელიც გამოწვეულია მთლიანი მოთხოვნის სიჭარბით მიწოდებასთან მიმართებაში 2) დანახარჯებით გამოწვეული ინფლაცია, მზა პროდუქციის და მომსახურების ფასები იზრდება ნედლეულის ფასის ზრდის გამო ან როდესაც დასაქმებულთა ხელფასების ზრდა იწვევს პროდუქციის ფასების ზრდას. 3) დაწესებული ფასის ინფლაცია ანუ ოლიგოპოლისტური ინფლაცია, როდესაც რამდენიმე ბიზნესი თანხმდება ზღვრული სარგებლის გაზრდის მიზნით გაზარდოს პროდუქციის ფასი. ოლიგოპოლისტებს აქვთ შესაძლებლობა გაზარდონ ფასი როდესაც საჭიროდ ჩათვლიან, ამ ფაქტს კარტელურ გარიგებებსაც უწოდებენ. 4) მეოთხე სახის ინფლაცია არის სექტორალური ინფლაცია, რომელიც ერთ სექტორში ფასების ზრდა მეორე სექტორში ფასების ზრდას იწვევს, რაც სპილოვერის ეფექტის მსგავსია. მაგალითად ნავთობის და ნავთობპროდუქტების ფასის ზრდა გადაეცემა სხვა სექტორებსაც. ამ სახის ინფლაცია განსაკუთრებით ისეთ ქვეყნებზე ახდენს ზეგავლენას, რომლებიც დიდწილად არიან დამოკიდებულნი იმპორტზე, ასეთ ქვეყნებში იმპორტირებული ინფლაცია ფასების საერთო დონის ზრდაზე მნიშვნელოვან ზეგავლენას ახდენს. (EPRC, 2012) საქართველოში იმპორტი აჭარბებს ექსპორტს და შესაბამისად იმპორტირებული საქონლის ფასების ზრდა სერიოზულ ზეგავლენას ახდენს საქართველოს ეკონომიკაზე და მოსახლეობის მსყიდველობითუნარიანბაზეც.

ინფლაციის ერთ-ერთი გამომწვევი მიზეზი შეიძლება იყოს ფისკალური დეფიციტი და დიდი რაოდენობით საგარეო ვალი. დეფიციტის დაფინანსება ძირითადად ხდება საგარეო ვალის გაზრდით და შესაბამისად საგარეო ვალდებულებების ზრდით. გაზრდილი საგარეო ვალით ხდება სოციალურ დახმარებების დაფინანსება. ინფლაციის პრობლემის გადაჭრის ერთ-ერთი გზა შესაძლოა იყოს ფისკალური დეფიციტის პრობლემის აღმოფხვრა. ფისკალური დეფიციტი არის ენდოგენური პრობლემა, რომელზე ზეგავლენაც სახელმწიფოს შეუძლია, განსხვავებით ეგზოგენური ფაქტორებისგან, როგორცაა მსოფლიოში

ნავთობის ფასების ზრდა და ა.შ. ფისკალური დეფიციტის შესამცირებლად სახელმწიფომ უნდა შეცვალოს დანახარჯების სტრუქტურა. ის თანხა, რომელიც ხმარდება ერთჯერად სოციალურ დახმარებებს უნდა მოხმარდეს წარმოების ისეთ დარგებს, სადაც საქართველოს შედარებითი უპირატესობა აქვს და მომავალში მეტ მოგებას მოიტანს. (EPRC, 2012)

როდესაც საგარეო ვალის შეფარდება მთლიან შიდა პროდუქტთან მაღალია, იზრდება სახელმწიფოს მიერ ვალის ვერ გადახდის შესაძლებლობა. ასეთ სიტუაციაში, ფინანსური ინვესტორების მხრიდან სახელმწიფო ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთის გაზრდის მოთხოვნაა მოსალოდნელი. ეს პროცესი რა თქმა უნდა ქვეყნის გადახდისუნარიანობის რისკიდან გამომდინარეობს. მაღალმა ვალმა შესაძლოა ფისკალური პოლიტიკის დაგეგმარება გაართულოს. (ბლანშარი, 2010.) საქართველოსთვის, რომელსაც ბიუჯეტის დეფიციტის პრობლემა აქვს და მეტწილად საგარეო ინვესტიციების მოზიდვაზეა დამოკიდებული, საგარეო ვალის მუდმივი ზრდა სერიოზულ პრობლემას წარმოადგენს.

საქართველოს წმინდა საგარეო ვალის სტატისტიკა ბოლო 5 წლის განმავლობაში ასე გამოიყურება: 2017 წელს წმინდა საგარეო ვალმა 10,210,523.6 დოლარი შეადგინა, რაც მთლიანი შიდა პროდუქტის 62.7%. 2017 წელს წმინდა სახელმწიფო სექტორის წმინდა საგარეო ვალი მშპ-ს 26.1% იყო. 2018 წლის ბოლოსთვის წმინდა საგარეო ვალი 2017 წელთან შედარებით გაიზარდა და შეადგინა 10,390,384.9, თუმცა შემცირდა მისი თანაფარდობა მთლიან შიდა პროდუქტთან 59.1% იყო. 2019 წლის ბოლოს კი წმინდა საგარეო ვალმა -10,669,284.5 მთლიანი შიდა პროდუქტის 60.3 პროცენტი შეადგინა. (www.nbg.gov.ge, n.d.)

2019 წლის ბოლო სამი თვის განმავლობაში, ქვეყნის მთლიანი საგარეო ვალი 729.0 მლნ აშშ დოლარით გაიზარდა. აქედან, ოპერაციული ცვლილებებიდან გამომდინარე საგარეო ვალი 529.5 მლნ აშშ დოლარით გაიზარდა, საკურსო ცვლილებებიდან გამომდინარე გაიზარდა 141.6 მლნ აშშ დოლარით, ფასის ცვლილებებიდან გამომდინარე 33.9 მლნ აშშ დოლარით და სხვა ცვლილებებიდან გამომდინარე გაიზარდა 23.9 მლნ აშშ დოლარით. (bm.ge, 2020) აღსანიშნავია, რომ 2015 -

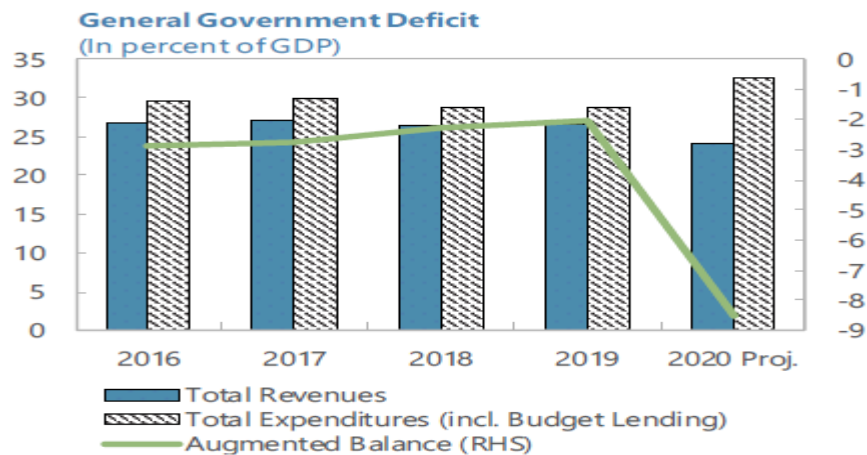
2016 წლებში, საგარეო ვალის ზრდაზე ყველაზე დიდი ზეგავლენა გაცვლითი კურსის გაუფასურებას ჰქონდა (mof.ge, მიმდინარე ეკონომიკური ტენდენციები, 2019). საქართველოში 2014 წლიდან 2015 წლამდე დოლარის მიმართ ეროვნული ვალუტა 1.8 ნიშნულიდან დან 2.3 მდე გაუფასურდა. 2016 წელს, გაცვლითმა კურსმა 2.4, ხოლო 2017 და 2018 წელს 2.5 შეადგინა. 2019 წელსაც გაგრძელდა გაუფასურების ტენდენცია და გაცვლითმა კურსმა დოლართან 2.8-ს მიაღწია. (Geostat.ge, n.d.) ამ მონაცემების დაყრდნობით შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ არამხოლოდ ფისკალური დეფიციტის შევსების მიზნით ხდება სახელმწიფოს მხრიდან დამატებით საგარეო ვალის აღება, არამედ ვალუტის კურსის მერყეობიდან გამომდინარეც. რაც საქართველოს ეკონომიკას ასუსტებს და გადასახადების გადამხდელების ფინანსურ მდგომარეობას ამძიმებს.

მნიშვნელოვანია რომ, 2020 წლის 31 მარტისთვის მთლიანი საგარეო ვალი 18.287.6 მილიარდ დოლარს შეადგენს, აქედან ეროვნულ ვალუტაში ვალი მხოლოდ 1,872.6 მილიარდი ლარის ექვივალენტია, ხოლო უცხოურ ვალუტაში ვალი 16,415.0 მილიარდს დოლარს შეადგენს. მნიშვნელოვანია, რომ მთლიანი საგარეო ვალის დაახლოებით 90 პროცენტი უცხოურ ვალუტაშია დენომინირებული. შესაბამისად ვალის დაფარვის მიზნით, მუდამ იარსებებს უცხოურ ვალუტაზე მოთხოვნა.

საქართველოში მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტის დაფინანსების ძირითად წყაროს წარმოადგენს უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები და საგარეო ვალი. მნიშვნელოვანია, რომ შემცირდეს საგარეო ვალის წილი დეფიციტის დაფინანსებაში გადაიზარდოს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების წილი. 2016 წელთან შედარებით მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი 2017 და 2018 წელს შემცირდა. 2017 წელს მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი მთლიანად იყო დაფინანსებული უცხოური პირდაპირი ინვესტიციებით, რაც დაფინანსების სტრუქტურის გაუმჯობესებაზე მიუთითებს. თუმცა, 2018 წელს, დეფიციტის დასაფინანსებლად საჭირო გახდა როგორც, საგარეო ვალი, ასევე უცხოური პირდაპირი ინვესტიციები. (mof.ge, მიმდინარე ეკონომიკური ტენდენციები, 2019) 2020 წელს შექმნილი კრიზისული ვითარებიდან გამომდინარე მოსალოდნელია პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების შემცირება და შესაბამისად ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსებისთვის საგარეო ვალის საგრძნობლად ზრდა.

ბიუჯეტის დეფიციტმა 2015 წელს მთლიანი შიდა პროდუქტის 3.7 პროცენტი შეადგინა, 2016 და 2017 წელს 4 პროცენტი, 2018 წელს 2.9 პროცენტი, ხოლო 2019 წელს 2.5 პროცენტი (mof.ge, n.d.). როგორც გრაფიკიდან ჩანს, 2020 წელს მოსალოდნელია დეფიციტის გაზრდა.

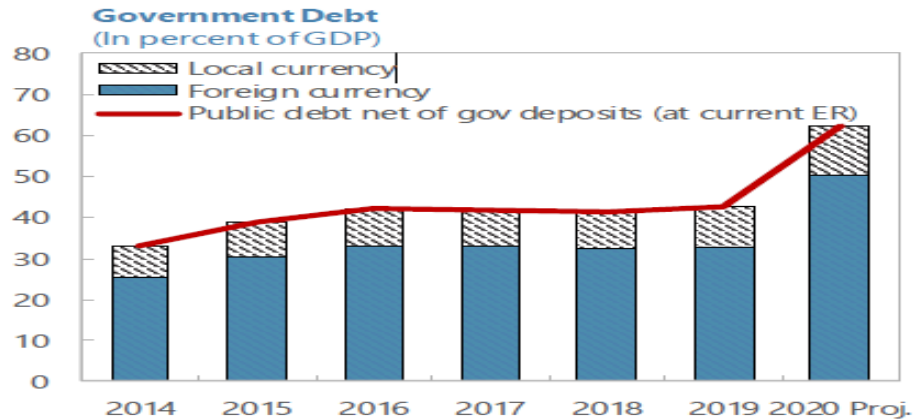
ნახ.2.3



წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი

პანდემიამ უარყოფითი ზეგავლენა მოახდინა შემოსავლების რაოდენობაზე და შესაბამისად საერთაშორისო მონეტარული ფონდის პროგნოზირებით 2020 მოსალოდნელია ბიუჯეტის დეფიციტის გაზრდა. შედეგად სახელმწიფო იძულებული იქნება ბიუჯეტის დაფინანსების მიზნით სახელმწიფო ვალი გაზარდოს. ვალის გაზრდა ძირითადად უცხოურ ვალუტაში მოხდება, რაც ვალის მომსახურების გადასახადს ზრდის ვალუტის კურსის ცვალებადობის შედეგად.

*Public debt remains highly exposed to FX risks.*



წყარო: საერთაშორისო სავალუტო ფონდი

საერთაშორისო სავალუტო ფონდის პროგნოზის მიხედვით, ბიუჯეტის დეფიციტი 2020 წელს 6 პროცენტული პუნქტით გაიზრდება და მთლიანი შიდა პროდუქტის 8.4 პროცენტი იქნება. ეს შედეგი გამოწვეულია პანდემიის საპასუხოდ მთავრობის მიერ შემამსუბუქებელი ღონისძიებების დაფინანსებით გამოწვეული დანახარჯებით და ეკონომიკის ზრდის ტემპის შენელებით გამოწვეული შემოსავლების შემცირებით. კორონავირუსის შედეგად მოსალოდნელია მთლიანი შიდა პროდუქტის 4 პროცენტით შემცირება. (International Monetary Fund, 2020)

ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე საქართველოს ეროვნული ბანკი 2009 წლიდან გადავიდა, ამით ჩანაცვლდა მანამდე არსებული მონეტარული თარგეთირების რეჟიმი, რომელიც დროთა განმავლობაში ფინანსური სექტორის განვითარებასთან და მონეტარული პოლიტიკის დახვეწასთან ერთად არაეფექტური გახდა. 2009 წელს საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ ინფლაციის მიზნობრივ მაჩვენებლად 6% გამოცხადდა. შემდგომ წლებში ეკონომიკის განვითარებასთან ერთად, თანდათანობით შემცირდა ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებელი და 2018 წელს 3% გახდა (პარლამეტი, 2018). საქართველოს პარლამენტის დადგენილებით „2019-2021 წლების ფულად-საკრედიტო და სავალუტო პოლიტიკის ძირითადი მიმართულებების შესახებ“

(პარლამეტი, 2018) 2019-2021 წლებისთვის ინფლაციის თარგეთირების 3%-იანი მიზნობრივი მაჩვენებელი დაამტკიცა საქართველოს პარლამენტმა. (პარლამეტი, 2018)

ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმის ერთ-ერთ დადებით მხარეს წარმოადგენს მოლოდინების მართვა და მოქალაქეებთან კომუნიკაციის საშუალება. როგორც ცნობილია ინფლაციის ერთ-ერთი განმსაზღვრელი არის სწორედ ინფლაციური მოლოდინები, ეროვნული ბანკის მიერ მიზნობრივი ინფლაციის წინასწარ გამოცხადება საშუალებას იძლევა შეიქმნას სწორი ინფლაციური მოლოდინები. ამისთვის აუცილებელია ცენტრალური ბანკის რეგულარული კომუნიკაცია ეკონომიკურ აგენტებთან. ეფექტური კომუნიკაციის გზით ცენტრალური ბანკი ცდილობს ინფლაციის მოლოდინების მიზნობრივ დონესთან შესაბამისობაში შენარჩუნებას. (NBG, მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი, 2019)

საქართველოს კანონმდებლობით განსაზღვრულია ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის არჩევისის წესები და ვადა. საქართველოში ეროვნული ბანკის პრეზიდენტს და ვიცე-პრეზიდენტებს საქართველოს პრეზიდენტი წარადგენს და საბოლოოდ პარლამენტი ნიშნავს. თანამდებობაზე ყოფნის ვადა 7 წლით განისაზღვრება. ქვეყნის ცენტრალური ბანკი ყოველწლიურად წარუდგენს პარლამენტს საქმიანობის ანგარიშს.

მოლოდინების მართვა უმნიშვნელოვანესი ასპექტია ეროვნული ბანკების მიერ მაკროეკონომიკური სტაბილურობის შენარჩუნებისთვის, განსაკუთრებით კი ეს ეხება განვითარებადი ქვეყნების ეკონომიკებს, რომლებიც გარდამავალ ფაზაში იმყოფებიან. ფასების სტაბილურობის შენარჩუნება ნაკლები საზოგადოებრივი დანახარჯებით არის შესაძლებელი, როდესაც მოსახლეობას აქვს ეროვნული ბანკის ნდობა.

აუცილებელია განვიხილოთ ინფლაციური მოლოდინების ზეგავლენა რეალურ საპროცენტო განაკვეთზე. მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობა პირდაპირ კავშირშია ინფლაციურ მოლოდინებთან. როდესაც ინფლაციური მოლოდინები სტაბილურია, ნომინალური და რეალური საპროცენტო განაკვეთები მსგავსი სიდიდით იცვლება. ხოლო ინფლაციურ მოლოდინების მერყეობა, ნომინალური და რეალური საპროცენტო განაკვეთების სხვადასხვა სიდიდით ცვლილებაზე აისახება. რეალურ

საპროცენტო განაკვეთს მნიშვნელოვანი ზეგავლენა აქვს ინდივიდების გადაწყვეტილებებზე დაზოგვასთან და ინვესტირებასთან დაკავშირებით. (ლემონჯავა, 2016)

საქართველოს ეროვნული ბანკი ადგენს ინფლაციის პროგნოზს, რომელზე დაყრდნობითაც ის აქვეყნებს 3 წლიან ინფლაციის მიზნობრივ მაჩვენებელს. მნიშვნელოვანია, რომ ეროვნული ბანკის მიერ წარდგენილ ინფლაციის მიზნობრივ მაჩვენებელს ამტკიცებს საქართველოს პარლამენტი. (NBS, მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი, 2019) საქართველოს პარლამენტის მიერ მიზნობრივი მაჩვენებლის დამტკიცება სანდოობისა და გამჭვირვალობის გაზრდის მიმართულებით მნიშვნელოვანი ფაქტორია.

საქართველოს ეროვნული ბანკის მიზანია ინფლაციის დაბალ დონეზე შენარჩუნება და არა ნულოვან დონემდე შემცირება. ცნობილია რომ ინფლაცია იზომება სამომხმარებლო ფასების ინდექსის მიხედვით, გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნებში შედარებით სწრაფი ტემპებით ხდება პროდუქციის ხარისხის გაუმჯობესება და შესაბამისად ფასების გაძვირება შესაძლოა სწორედ ხარისხის გაუმჯობესებით იყოს გამოწვეული და არა ინფლაციით. ეს კი სამომხმარებლო ფასების ინდექსში გვიან აისახება. პროდუქტის გარკვეულ სახეობაზე ფასების ცვლილებამ შესაძლოა მომხმარებლებს უბიძგოს უფრო იაფი ალტერნატივის შეძენისკენ. (NBS, მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი, 2019) ინფლაციის მიზნობრივი მაჩვენებლების 3 პროცენტიან დონეზე შენარჩუნების მხარდამჭერი ექსპერტების აზრით, ნულოვანი დონისგან განსხვავებით ინფლაციის გარკვეული დონის შენარჩუნება სასარგებლოა და დანახარჯებიც შედარებით მცირეა. ინფლაციის ნულოვან დონემდე შემცირება გარკვეული პერიოდის განმავლობაში უმუშევრობის დონის ზრდას იწვევ, რის ხარჯიც საბოლოო ჯამში შესაძლოა სარგებელზე მეტი აღმოჩნდეს. (ბლანშარი, 2010.)

მიუხედავად იმისა, რომ სამომხმარებლო კალათა პერიოდულად გადახედვას და განახლებას ექვემდებარება, დროის ფაქტორი მნიშვნელოვნად აყოვნებს რეალური ცვლადების ასახვას. შედეგად ინფლაციის დონე ხშირად უფრო ნაკლებია ვიდრე

სამომხმარებლო ფასების ინდექსით მიღებული მაჩვენებელი. (NBG, მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი, 2019)

საქართველოში სამომხმარებლო კალათა ბოლოს 2020 წელის 5 თებერვალს განახლდა (Geostat.ge, n.d.).

ღარიბი ქვეყნების მოსახლეობისთვის განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია პროდუქტებზე, წამლებსა და სამედიცინო მომსახურებაზე ფასების გაზრდა და არა მთლიანად სამომხმარებლო კალათის ფასების ზრდა. ნეგატიური სავაჭრო ბალანსის მქონე ქვეყნებისთვის, ასევე მნიშვნელოვანია იმპორტირებული საქონლის ფასების ზრდა. (Papava & Charaia, 2019) საქართველო ამჟამად ეკონომიკური ტრანზიტიულობის გზაზე იმყოფება. საქართველოს სამომხმარებლო კალათის შემადგენლობაზე დაყრდნობით, შეგვიძლია ვთქვათ, რომ მოსახლეობისთვის განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია სწორედ პროდუქტებზე, წამლებსა და სამედიცინო მომსახურებაზე ფასების ზრდა.

აუცილებელია იმპორტირებული ინფლაციის გაანალიზებაც. იმპორტირებული ინფლაცია განსაკუთრებით პრობლემატურია იმ ქვეყნებისთვის, რომლებიც წარმოებისთვის საჭირო ნედლეულისა და ენერგოპროდუქტების უდიდესი ნაწილის იმპორტირებას ახდენენ. საზღვარგარეთ ამ პროდუქციის გაძვირება ავტომატურად იწვევს შემოტანილი საქონლის გაძვირებასაც, რაც იმპორტირებული ინფლაცია. იმპორტირებული ინფლაციის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ზეგავლენა არის ეროვნული ვალუტის გაუფასურება. ვალუტის გაუფასურებით იზრდება იმპორტირებული საქონლის ფასი და შედეგად ვიღებთ ინფლაციას. რა თქმა უნდა, ეს ეხება იმ ქვეყნებს რომლებშიც ექსპორტს აჭარბებს იმპორტი. (Papava & Charaia, 2019)

ინფლაციის თარგეთირების კრიტიკოსების თანახმად, ტრადიციული ინფლაციის ინდიკატორი ვეღარ ასახავს განვითარებადი, შედარებით ღარიბი ქვეყნების რეალობას, რომლებიც დიდწილად იმპორტზე არიან დამოკიდებულნი. ასეთი ქვეყნების რიგს მიეკუთვნება საქართველოც. ტრადიციული ინფლაციის ინდიკატორი ვერ ასახავს იმ პრობლემას რომელიც ფასწარმოქმნის პროცესს ახლავს. (Papava & Charaia, 2019) თვალსაჩინოებისთვის უნდა გავითვალისიწნოთ შემდეგი მაჩვენებლები:



- 2018 წლის მონაცემების მიხედვით საქართველოს სავაჭრო ბალანსი იყო უაროვითი და ექსპორტი იმპორტს დაახლოებით სამჯერ აღემატებოდა.
- იმპორტირებული საქონელი სამომხმარებლო კალათის 80%-ს შეადგენს.
- დოლარიზაციის მაღალი დონე, რომელმაც 2019 წელს 55 % შეადგინა.

კრიტიკოსების მიერ შემოთავაზებულია ინფლაციის თარგეთირების „კომპლექსური მიდგომა“ (Papava & Charaia, 2019), რომელიც გულისხმობს, რომ იმპორტდამოკიდებული ქვეყნების ცენტრალურმა ბანკებმა მონეტარული პოლიტიკის გატარებისას მხედველობაში უნდა მიიღონ არა, მხოლოდ ინფლაცია, არამედ იმფლაციაც. ტერმინი იმფლაცია თავის თავში აერთიანებს იმპორტირებული ფასების საშუალო დონის ცვლილებასა და ეროვნული ვალუტის გაუფასურებას. ასევე არსებობს აგფლაციის და მუნფლაციის ინდიკატორები, რომელიც ბევრ ქვეყნაში გამოიყენება. აგფლაციაზე და მუნფლაციაზე ზემოქმედების ბერკეტები მონეტარული პოლიტიკის გამტარებელ ცენტრალურ ბანკებს ნაკლებად აქვთ, ისინი მეტწილად მთავრობის მიერ სწორი ეკონომიკური რეფორმების გატარების გზით უნდა იქნას დაძლეული. ინფლაციის თარგეთირების კომპლექსური მიდგომის ფარგლებში იმფლაციის ინდიკატორის ეფექტური რეგულირების მექანიზმია, ცენტრალური ბანკების მიერ იმპორტირებული ფასების ზრდის საპასუხოდ ეროვნული ვალუტის გაცვლითი კურსის ცვლილება (Papava & Charaia, 2019).

საქართველო არის მცირე ღია ეკონომიკა, რომლისთვისაც ყველაზე ოპტიმალურ რეჟიმს წარმოადგენს მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი. მნიშვნელოვანია, რომ საქართველოს არ ჰყავს, რომელიმე ერთი გამოკვეთილი სავაჭრო პარტნიორი და მისი საგარეო ვაჭრობა არის საკმაოდ დივერსიფიცირებული. მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი ეხმარება საქართველოს და მსგავსი პატარა და ღია ეკონომიკის ქვეყნებს შეამციროს საგარეო შოკის ზეგავლენა ინფლაციასა და ზოგადად ეკონომიკურ ზრდაზე, რადგან გაცვლითი კურსი ასრულებს შოკის მშთანთქავ ფუნქციას. (nbg.gov.ge, n.d.)

ეროვნული ბანკის მიზანია სავალუტო ბაზარზე მინიმალური ინტერვენციების განხორციელება, ხოლო გრძელვადიან პერიოდში ინტერვენციების საერთოდ გაუქმება. (nbg.gov.ge, n.d.)

ჯოსეფ სტიგლიცი თვლის, რომ ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმზე უარი უნდა თქვან, როგორც განვითარებულმა ასევე განვითარებადმა ქვეყნებმა. მთავარი არგუმენტი არის იმპორტირებული ინფლაცია. სტიგლიცის აზრით, იმპორტირებული ინფლაციის ზეგავლენის შედეგად ინფლაციის მაჩვენებლის ზრდის საპასუხოდ ცენტრალური ბანკების მიერ საპროცენტო განაკვეთის ზრდა ეფექტური არ იქნება. განვითარებადი ქვეყნები განიცდიან მაღალ ინფლაციას, რადგან სურსათსა და საწვავზე მსოფლიო ფასები არის მერყევი. მდიდარ ქვეყნებთან შედარებით, განვითარებადი ქვეყნებში სურსათი და საწვავი სამომხმარებლო კალათის უფრო დიდ ნაწილს შეადგენენ. მთავრობები და ეროვნული ბანკები უძღურები არიან იმპორტირებული ინფლაციის მიმართ. ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმს, რომლის გატარების შედეგადაც ვიღებთ უფრო სუსტ ეკონომიკას, მაღალ უმუშევრობის დონეს, საბოლოოდ არ აქვს შედეგი ინფლაციაზე (Stiglitz, 2008).

განვითარებადი ქვეყნებში ინფლაციის მაღალმა დონემ შესაძლოა მოსახლეობაში უკმაყოფილება გამოიწვიოს და სავარაუდოდ პოლიტიკური დამაბულობის და არეულობის მიზეზიც გახდეს (Stiglitz, 2008).

საქართველოში სამომხმარებლო კალათა ბოლოს 2020 წელის 5 თებერვალს განახლდა. საქართველოს სამომხმარებლო კალათში სურსათის და არაალკოჰოლური სასმელების წილი 31,27%, ალკოჰოლური სასმელებისა და თამბაქოს წილი 6.39%, ტრანსპორტი - 12.06%, ჯანმრთელობის დაცვა 7.84%, ტანსაცმელი და ფეხსაცმელი 3.92%, საცხოვრებელი სახლი, წყალი, ელექტროენერგია, აირი და სათბობის სხვა სახეები 5.94%, დასვენება გართობაზე 3.82%, სასტუმროები, კაფეები და რესტორნები - 5.40%. (Geostat.ge, n.d.)

ეროვნული ბანკის საოპერაციო დოკუმენტის მიხედვით, მსოფლიოში ნავთობის ზრდა, რომელიც ასევე აისახება საქართველოში ნავთობის ფასის ზრდაზე, საბოლოოს იწვევს სამომხმარებლო ფასების ინდექსის ზრდასაც. ამ სიტუაციაში ეროვნული ბანკი მიიჩნევს რომ საპროცენტო განაკვეთის ზრდა, რომელიც ზეგავლენას ვერ მოახდენს მსოფლიო ფასებზე, არამიზანშეწონილია, რადგან ის გამოიწვევს ეკონომიკის ზრდის შენელებასა და უმუშევრობის ზრდას. (NBG, მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი, 2019) მიწოდების ასეთ შოკებზე ეროვნული ბანკი არ რეაგირებს.

მონეტარული პოლიტიკის გამკაცრება ხდება იმ შემთხვევაში, თუ სამომხმარებლო ფასების ინდექსის ზრდა ზეგავლენას ახდენს ინფლაციურ მოლოდინების ზრდაზე ქვეყანაში (NBG, მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი, 2019).

### 2.3. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, როგორც ფინანსური სტაბილურობის ინსტრუმენტი საქართველოში

ეროვნული ბანკის მიერ მონეტარული პოლიტიკის მექანიზმების გამოყენება სხვადასხვა არხით გადაეცემა ეკონომიკას და საბოლოო ჯამში ზეგავლენას ახდენს ინდივიდებისა და კომპანიების ქცევაზე, რაც შემდეგ აისახება მოხმარებისა და ინფლაციის დონეზე. მონეტარული პოლიტიკის ყველა გადაწყვეტილება ემსახურება ინფლაციის მიზნობრივ დონეზე შენარჩუნებას და ამ გზით, საბოლოოდ ეკონომიკის წონასწორობაში მოყვანას. (ლემონჯავა, 2016)

ეროვნული ბანკის მიზანია, ფასების სტაბილურობის მიღწევა და ეკონომიკური ზრდის ხელშეწყობა, ამისათვის საქართველოს ეროვნული ბანკი იყენებს მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთს, იგივე რეფინანსირების განაკვეთს. რეფინანსირების განაკვეთი არის ძირითადი ინსტრუმენტი, რომლის ცვლილების გზითაც ქვეყნის ცენტრალური ბანკის მიერ საბოლოოდ ზეგავლენა ხდება ინფლაციაზე (NBG, მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი, 2019).

ეროვნული ბანკი, ფულის ბაზარზე სასურველი საპროცენტო განაკვეთის მისაღწევად იყენებს საოპერაციო ჩარჩოს, რომელიც მოიცავს შემდეგ ინსტრუმენტებს: რეფინანსირების სესხები, ღია ბაზრის ერთთვიანი ინსტრუმენტი, სადეპოზიტო სერტიფიკატების აუქციონები, სახაზინო ობლიგაციების აუქციონები, ერთდღიანი სესხები, ერთდღიანი დეპოზიტები და მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნები (nbg.gov.ge, n.d.). საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ სადეპოზიტო

სერტიფიკატებისა და ერთდღიანი დეპოზიტების გამოყენება ემსახურება საჭიროებისამებრ სისტემიდან ჭარბი ლიკვიდობის ამოღებას. ხოლო, სავალუტო სვოპების, ერთდღიანი სესხისა და ღია ბაზრის ერთთვიანი ინსტრუმენტის გამოყენების გზით ეროვნული ბანკი ლიკვიდობის მიწოდებას ახორციელებს.

ეროვნული ბანკი, საბანკო სისტემის ლიკვიდობის მართვის ძირითად ინსტრუმენტად იყენებს ღია ბაზრის ოპერაციებს. ღია ბაზრის ოპერაციების საშუალებით, ეროვნული ბანკი ახდენს მოკლევადიანი ლიკვიდობის საჭიროებისამებრ მიწოდებას ან ამოღებას და ამით ზეგავლენას ახდენს ბანკთაშორის საპროცენტო განაკვეთზე და საბოლოოდ ფასების დონეზე. ამ ოპერაციებისთვის გამოიყენება რეფინანსირების სესხები, ღია ბაზრის ერთთვიანი ინსტრუმენტები, ეროვნული ბანკის სადეპოზიტო სერტიფიკატები, მთავრობის სახაზინო ვალდებულებები და სახაზინო ობლიგაციები. (nbg.gov.ge, n.d.)

ანალიზისთვის აუცილებელია განვიხილოთ, ეროვნული ბანკის მიერ მონეტარული ინსტრუმენტების გამოყენების ისტორია და მათი ეფექტიანობის ხარისხი. რეფინანსირების ერთკვირიან სესხს, როგორც მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტს, საქართველოს ეროვნული ბანკი 2008 წლის სექტემბრიდან იყენებს. რეფინანსირების სესხები გამოიყენება ბაზრისთვის ლიკვიდობის მისაწოდებლად. საბანკო სისტემაში მოკლევადიანი ლიკვიდობის დეფიციტის შემცირების მიზნით ცხადდება აუქციონი რეფინანსირების სესხის კონკრეტულ თანხაზე, რომელიც ლიკვიდობის ჯგუფის შეფასებაზე დაყრდნობით დგინდება. აუქციონში მონაწილეობას იღებენ მხოლოდ ბანკები და მათ გირაოს სახით შეუძლიათ გამოიყენონ ეროვნული ბანკის სადეპოზიტო სერტიფიკატები, სახაზინო ვალდებულებები, სახელმწიფო ობლიგაციები, საერთაშორისო საფინანსო ინსტიტუტების მიერ გამოშვებული ლარით დენომინირებული სასესხო ფასიანი ქაღალდები და სხვა. (nbg.gov.ge, n.d.)

მონეტარული პოლიტიკის სრული ეფექტის დასანახად მისი გატარებიდან დაახლოებით 4-6 კვირაა საჭირო, აქედან გამომდინარე მონერატული პოლიტიკის გადაწყვეტილებები ორიენტირებულია საშუალოვადიან პერიოდზე. როგორც

ცნობილია, მონეტარული პოლიტიკის დანიშნულება არის მოთხოვნაზე რეაგირება, საქართველოს ეროვნული ბანკიც სხვა ბანკების მსგავსად რეაგირებენ მოთხოვნის შოკებზე (NBG, მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი, 2019). მონეტარული პოლიტიკის გავლენა მიწოდებაზე ძალიან მცირეა.

საქართველო არის პატარა ღია ეკონომიკა და მასზე ბევრ ეგზოგენურ ფაქტორს შეიძლება ჰქონდეს ზეგავლენა. ეროვნული ბანკის მიზანია ინფლაცია მიზნობრივ მაჩვენებელს დაუახლოვდეს საშუალო პერიოდში, შესაბამისად ის მიზნობრივი ინფლაციიდან მოკლევადიან რყევებზე არ ახდენს რეაგირებას (NBG, მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი, 2019)

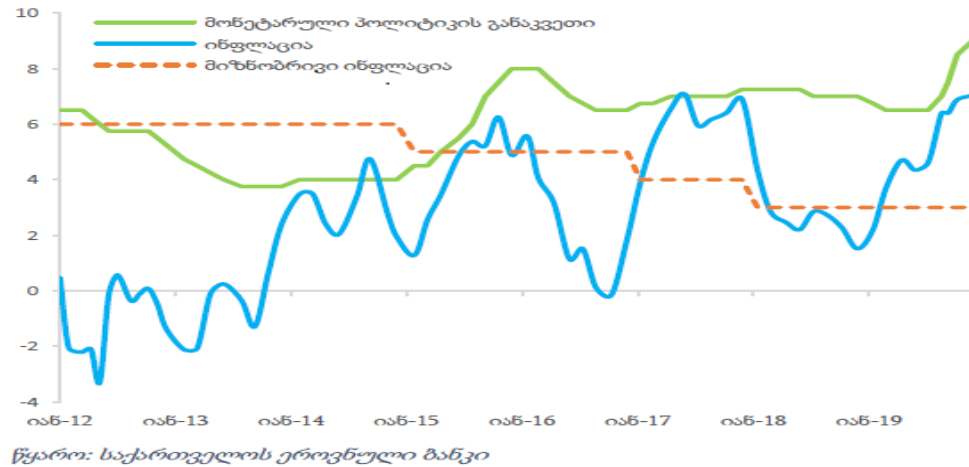
ეროვნული ბანკის საბოლოო მიზანი არის პოლიტიკის განაკვეთის მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთთან დაახლოება. როგორც ცნობილია პოლიტიკის განაკვეთის ცვლილება გადაეცემა ბანკთაშორის საპროცენტო განაკვეთს, შემდგომ ზეგავლენას ახდენს მომხმარებლის ქცევაზე და საბოლოოდ ფასების დონეზეც აისახება. (NBG, მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი, 2019)

საქართველოს ეროვნული ბანკის მთავარი ფუნქციაა ქვეყნის მონეტარული პოლიტიკის შემუშავება და განხორციელება. ფულად-საკრედიტო და სავალუტო საკითხების განხილვისა და რეკომენდაციების შემუშავების მიზნით, ეროვნულ ბანკში ფუნქციონირებს მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტი. ([www.nbg.gov.ge](http://www.nbg.gov.ge), n.d.) კომიტეტი შეიმუშავებს რეკომენდაციებს და წარუდგენს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტს საბოლოო გადაწყვეტილებების მისაღებად. კომიტეტი იღებს გადაწყვეტილებებს მიზნობრივი ინფლაციის დონის გამოცხადებასთან, პოლიტიკის განაკვეთის განსაზღვრასთან დაკავშირებით, ეროვნული ბანკის ფასიანი ქაღალდების ემისია, მინიმალური სარეზერვო მოთხოვნების დადგენა, ფულად-საკრედიტო, სავალუტო და მონეტარული პოლიტიკის ინსტრუმენტების გამოყენება და საპროცენტო განაკვეთის დონე ეროვნული ბანკის, სასესხო, სადეპოზიტო და სხვა ფულად საკრედიტო ოპერაციებზე. ([nbg.gov.ge](http://nbg.gov.ge), n.d.)

მონეტარული პოლიტიკის კომიტეტი განსაზღვრავს მინიმალურ სარეზერვო მოთხოვნებს ეროვნულ და ასევე უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე. კომერციულ ბანკებს აქვთ 14 დღიანი დასაცავი პერიოდი, რომლის დასრულებისას ვალდებულნი არიან ეროვნული ბანკის საკორესპონდენტო ანგარიშზე იქონიონ არანაკლებ მინიმალური სარეზერვო თანხა. ეროვნული ბანკისათვის სარეზერვო მოთხოვნები ლიკვიდობის მართვის ერთ-ერთი საშუალებაა. უცხოურ ვალუტაზე სარეზერვო მოთხოვნის ზრდა, ზრდის კომერციული ბანკებისათვის რესურსის მოზიდვის ხარჯებს, რაც ზრდის უცხოურ ვალუტის სესხებზე საპროცენტო განაკვეთს. (nbg.gov.ge, n.d.) შესაბამისად, ეროვნულ ბანკს შეუძლია სარეზერვო მოთხოვნების ცვლილებით ზეგავლენა მოახდინოს უცხოურ ვალუტაში გასაცემი სესხების საპროცენტო განაკვეთებზე ზრდის ან შემცირების მიმართულებით. ამჟამად 1 წლამდე ვადიანობის ეროვნული ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე სარეზერვო ნორმა 5 პროცენტს შეადგენს, ხოლო უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე 25 პროცენტს. 2 წელზე მეტი ვადიანობის, როგორც ეროვნულ ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე, ასევე უცხოური ვალუტით მოზიდულ სახსრებზე ნულ პროცენტიანი სარეზერვო ნორმა მოქმედებს. უნდა აღინიშნოს, რომ უცხოური ვალუტის მოზიდულ სახსრებზე სარეზერვო ნორმის გაზრდა ემსახურება ლარიზაციის მიზანს და ფინანსური სექტორის გაძლიერებას.

ეროვნული ბანკის მიზანია, ბაზარს მიაწოდოს ლიკვიდობის ისეთი რაოდენობა, რაც არ გამოიწვევს ლიკვიდობის დეფიციტის ან ლიკვიდობის სიჭარბის წარმოქმნას. ეროვნულ ბანკში მოკლევადიანი ლიკვიდობის ყოველკვირეულ შეფასებას ახდენს ლიკვიდობის ჯგუფი. ლიკვიდობის ჯგუფის მიერ შეფასებისას ყურადღება ექცევა ბანკების მხრიდან ლიკვიდობის მოთხოვნასა. შეფასებაზე დაყრდნობით განისაზღვრება შემდეგი ერთი კვირის მანძილზე საბანკო სისტემისთვის მისაწოდებელი მოკლევადიანი ლიკვიდობის საჭიროება და ცხადდება ერთკვირიანი რეფინანსირების სესხების ოპტიმალური მოცულობა. (nbg.gov.ge, n.d.)

## ინფლაცია და მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი



წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი

2019 წლის სექტემბრის თვეში საპროცენტო განაკვეთი 6.5 პროცენტი იყო. ვალუტის გაუფასურებიდან გამომდინარე ინფლაციური წნეხის განეიტრალების მიზნით, საქართველოს ეროვნულმა ბანკმა თანდათანობით გაზარდა საპროცენტო განაკვეთი. 2019 წლის 11 დეკემბრისთვის საპროცენტო განაკვეთმა 9 პროცენტი შეადგინა. შესაბამისად, ვალუტის კურსის მერყეობით გამოწვეულმა ინფლაციამ ეროვნული ბანკი აიძულა სამი თვის განმავლობაში მონეტარული პოლიტიკის 2.5 პროცენტით გაემკაცრებინა. ეროვნული ბანკის პოლიტიკის შედეგად გაიზარდა დეპოზიტებსა და სესხებზე საპროცენტო განაკვეთიც (mof.ge, მიმდინარე ეკონომიკური ტენდენციები, 2019). ვალუტის კურსის მერყეობა და შესაბამისად ეროვნული ბანკის მიერ პოლიტიკის განაკვეთის მკვეთრი ცვალეზადობა, უარყოფითად მოქმედებს სტაბილურობაზე და მოსახლეობის განწყობებზე.

საქართველოში დოლარიზაციის მაღალი მაჩვენებელი ხელს უშლის ეროვნული ბანკის მიერ გატარებული მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობას. საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებას ეფექტი აქვს მხოლოდ სესხებზე ლარში და ვერ ახდენს ზეგავლენას უცხოური ვალუტის საპროცენტო განაკვეთებზე. ეროვნული ბანკი არის ბაზარზე ეროვნული ვალუტის, ლარის მიმწოდებელი, ხოლო დოლარიზაციის მაღალი დონის გამო მხოლოდ ეროვნულ ვალუტაში სესხების განაკვეთის ცვლილება

ეკონომიკაზე დიდ ზეგავლენას ვერ ახდენს. ამიტომ ეროვნული ბანკი ატარებს დოლარიზაციის შემცირებაზე ორიენტირებულ პოლიტიკას.

მაღალი დოლარიზაციის პირობებში, მონეტარულ პოლიტიკაში განხორციელებული ცვლილებები მხოლოდ ნაწილობრივ გადაეცემა ეკონომიკას.

საქართველოში კაპიტალის ბაზარი განვითარებულ ქვეყნებთან შედარებით სუსტად არის წარმოდგენილი და მისი როლი მონეტარული გადაცემის მექანიზმში თითქმის ნულის ტოლია. აქტივების ფასების ცვლილება მნიშვნელოვან ზეგავლენას ახდენს მონეტარულ პოლიტიკაზე. (ლემონჯავა, 2016)

აუცილებელია განვიხილოთ, თუ რა მიმართულებით მოქმედებს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის ცვლილება კაპიტალის ბაზარზე. კაპიტალის ბაზარი გავლენას ახდენს ინვესტიციებზე, კომპანიების ბალანსზე, მოსალოდნელ ლიკვიდურობაზე და ქონებაზე. ეროვნული ბანკის მხრიდან ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკის გატარების შედეგად შემცირებული საპროცენტო განაკვეთები იწვევს აქციების ფასების ზრდას და ასევე, ინვესტიციების ზრდასაც. (ლემონჯავა, 2016) ასეთ სიტუაციაში, ფირმებს ეძლევათ შესაძლებლობა გამოუშვან დამატებით აქციები და გაზარდონ ფასები აქციებზე. აქციებისგან მიღებული სარგებელი კი შეუძლიათ ინვესტიციებისთვის გამოიყენონ. (ლემონჯავა, 2016)

შესაბამისად, მონეტარული პოლიტიკის ექსპანსიის შედეგად გაზრდილი აქციების ფასები აისახება ფირმების ღირებულების ზრდაზეც, რაც აადვილებს მათ წვდომას საკრედიტო რესურსებზე.

კაპიტალის ბაზრისგან განსხვავებით უძრავი ქონების არხი შედარებით დიდი და მეტნაკლებად ლიკვიდურია. მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის შემცირება ამცირებს სახლის აშენებისთვის საჭირო ხარჯებს და ზრდის მიმართულებით მოქმედებს ფართების ღირებულებაზე. სამშენებლო ფირმების შემოსავლიანობის ზრდა, აისახება სამშენებლო ბიზნესის განვითარებაზე. (ლემონჯავა, 2016) 2019 წელის მესამე კვარტალში უცხოური ინვესტიციების 10.4 პროცენტი სამშენებლო სექტორს მიეკუთვნებოდა. (mof.ge, მიმდინარე ეკონომიკური ტენდენციები, 2019)

საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის დიდ ნაწილს სახელმწიფოს მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდები შეადგენენ. სახელმწიფო 6 თვიდან 10 წლამდე



ვადიანობის ფასიან ქალაქებს უშვებს. საჭიროა ამ ბაზრის დივერსიფიცირების ხელშეწყობა.

აღსანიშნავია, რომ საქართველოში მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ცვლილების სისწრაფე და მასშტაბები შეზღუდულია, რასაც ასევე ქვეყანაში დოლარიზაციის მაღალი დონე განაპირობებს. თვალსაჩინოებისთვის განვიხილოთ ოფიციალური საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების გავლენა მოკლევადიან და გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებზე. ოფიციალური საპროცენტო განაკვეთის ეფექტი სწრაფად აისახება იმ სესხებზე, რომლებზეც საქართველოში მოქმედ ბანკებს აქვთ დაწესებული ცვალებადი საპროცენტო სარგებელი. ბანკებს კი ასეთი სახის სარგებელი არ აქვთ უცხოურ ვალუტაში არსებულ სესხებზე, რომელიც სესხების დიდ ნაწილს წარმოადგენენ. მხოლოდ ლარში არსებულ შედარებით მცირე რაოდენობის სესხებზე ზეგავლენა კი მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთის ეფექტურობის მასშტაბებს ამცირებს. (ლემონჯავა, 2016) რაც შეეხება დეპოზიტებზე ზეგავლენას, საქართველოში მოქმედ ბანკებს დეპოზიტებზე ფიქსირებული ვადა და პროცენტი აქვთ დაწესებული. ეს ყოველივე ამცირებს საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების სისწრაფეს. (ლემონჯავა, 2016) ბუნებრივია კომერციულ ბანკებს ამ სახის რეგულაციები რისკების შემცირებისა და ბანკის მოგების გაზრდის მიზნით აქვთ.

რაც შეეხება ოფიციალური საპროცენტო განაკვეთის ზეგავლენას გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთზე, უფრო რთული ასახსნელია, რადგან მასზე ერთობლივად მოქმედებს მომავალში, მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის მიმართ არსებული ინფლაციური მოლოდინები და ასევე, მოცემულ პერიოდში არსებული მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთი. (ლემონჯავა, 2016) შესაბამისად, გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთზე ეფექტის გასაგებად მოლოდინების ცვალებადობაა საკვანძო საკითხი. ეს არის დამატებით კიდევ ერთი მიზეზი თუ რატომ უნდა იზრუნოს ეროვნულმა ბანკმა სანდოობის ზრდაზე და შესაბამისად შეძლოს მოლოდინების მართვის უზრუნველყოფა.

## თავი 3. მონეტარული პოლიტიკის სრულყოფის მიმართულებები საქართველოში

### 3.1. მონეტარული რეგულირების თავისებურებები საქართველოში

საქართველო არის მცირე ღია ეკონომიკა, რომლისთვისაც ყველაზე ოპტიმალურ რეჟიმს წარმოადგენს მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი. მნიშვნელოვანია, რომ საქართველოს არ ჰყავს, რომელიმე ერთი გამოკვეთილი სავაჭრო პარტნიორი და მისი საგარეო ვაჭრობა არის საკმაოდ დივერსიფიცირებული. მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი ეხმარება საქართველოს და მსგავსი პატარა და ღია ეკონომიკის ქვეყნებს შეამციროს საგარეო შოკის ზეგავლენა ინფლაციასა და ზოგადად ეკონომიკურ ზრდაზე, რადგან გაცვლითი კურსი ასრულებს შოკის მშთანთქავ ფუნქციას. (nbg.gov.ge, n.d.)

ეროვნული ბანკის მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი გულისხმობს მინიმალურ ჩარევას სავალუტო ბაზარზე. ის სავალუტო ბაზარზე ინტერვენციას ახორციელებს შემდეგ შემთხვევებში: ა) საერთაშორისო რეზერვების შევსების მიზნით, ბ) თუ ადგილი აქვს კაპიტალის დროებით ნაკადებს, რომელიც კურსის დროებით მოკლევადიან რყევას გამოიწვევს გ) სახელმწიფო საგარეო ოპერაციების დასაბალანსებლად დ) ფასების სტაბილურობის მხარდასაჭერად. (NBG, მონეტარული პოლიტიკის საოპერაციო დოკუმენტი, 2019)

მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმს ასევე იყენებენ საქართველოს მეზობელი ქვეყნები, თურქეთი, სომხეთი და რუსეთი.

ეროვნული ბანკის მიზანია სავალუტო ბაზარზე მინიმალური ინტერვენციების განხორციელება, ხოლო გრძელვადიან პერიოდში ინტერვენციების საერთოდ გაუქმება. ეროვნული ბანკის გადაწყვეტილებით, 2009 წლამდე არსებული ბანკთაშორისი სავალუტო ბირჟა შეიცვალა სავალუტო აუქციონით. ამ რეფორმის განხორციელებით, ეროვნული ბანკი მიზანად ისახავდა ლარის გრძელვადიანი სტაბილურობის მიღწევას. შედეგად შემცირდა ეროვნული ბანკის ბაზარზე ინტერვენციის საჭიროება და შემცირდა სპეკულაციური ინტერესი, რაც მოკლევადიან პერიოდში ლარის არაპროგნოზირებადობიდან გამომდინარეობდა. (nbg.gov.ge, n.d.) ლარის გრძელვადიანი

სტაბილურობისთვის გატარებული რეფორმები საკმარისი არ აღმოჩნდა და საჭიროა ხელისუფლების მხრიდან უფრო კომპლექსური მიდგომა.

მნიშვნელოვანია 2020 წლის პანდემიამდე არსებული და შემდგომი ეკონომიური სიტუაციის ანალიზი, რომელიც უკეთ დაგვანახებს საქართველოს ეკონომიკის სისუსტეებს.

საერთაშორისო მონეტარული ფონდის 2019 წლის მონაცემების მიხედვით, ქვეყნის მაკროეკონომიკური მდგომარეობა იყო დადებითი. 2019 წელს, რეალური მშპ გაიზარდა 5.1 პროცენტით, რაც უმეტესწილად წმინდა ექსპორტმა განაპირობა. მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტმა მიაღწია ისტორიულ მინიმუმს და შეადგინა მშპ-ის 5.1 პროცენტი. ინფლაციის მაჩვენებელი დაუახლოვდა სამიზნე მაჩვენებელს. კომერციული ბანკებს ჰქონდათ საკმარისი ლიკვიდურობა და იყვნენ კარგად კაპიტალიზებული (International Monetary Fund, 2020). შესაბამისად, ქვეყნის მაკროეკონომიკური პროფილი გაუმჯობესდა.

2020 წელს, საქართველოს ეკონომიკაზე საგარეო შოკის ზეგავლენის შედეგად აპრილის თვეში დაახლოებით 20 პროცენტით მოხდა ლარის გაუფასურება. ეროვნულმა ბანკმა ლარის სერიოზული რყევების თავიდან ასაცილებლად გამოიყენა უცხოური რეზერვები. უცხოური ვალუტის ბაზრისთვის მიწოდების მიზნით, ეროვნულმა ბანკმა გაყიდა 100 მლნ დოლარის ოდენობის რეზერვი, რაც მთლიანი შიდა პროდუქტის 0.6 პროცენტს შეადგენს. (International Monetary Fund, 2020) პანდემის შედეგად გამოწვეული ეკონომიკური სიძნელეები საქართველოს დეფიციტური ეკონომიკისთვის რთული გადასატანი აღმოცნდა.

მიუხედავად იმისა, რომ მცურავ გაცვლითი კურსს აქვს შოკის მშთანთქავი ფუნქცია, ძლიერი შოკის დროს ეროვნული ბანკი იძულებული ხდება მოახდინოს ჩარევა სავალუტო ბაზარზე და შეამციროს ლარის მერყეობა.

საგარეო შოკმა, რასაც თან ახლდა უმუშევრობის ზრდა და მოსახლეობის შემოსავლების დაკარგვა, შეამცირა მსესხებლების გადახდისუნარიანობა. ამის გათვალისწინებით, ეროვნული ბანკის ინიციატივით, კომერციულმა ბანკებმა მსესხებლებს შესთავაზეს დროებითი მორატორიუმი ჯარიმებზე, ასევე კომერციული ბანკების ფინანსური პოზიციების გასამაგრებლად, ეროვნულმა ბანკმა გაუწია მათ

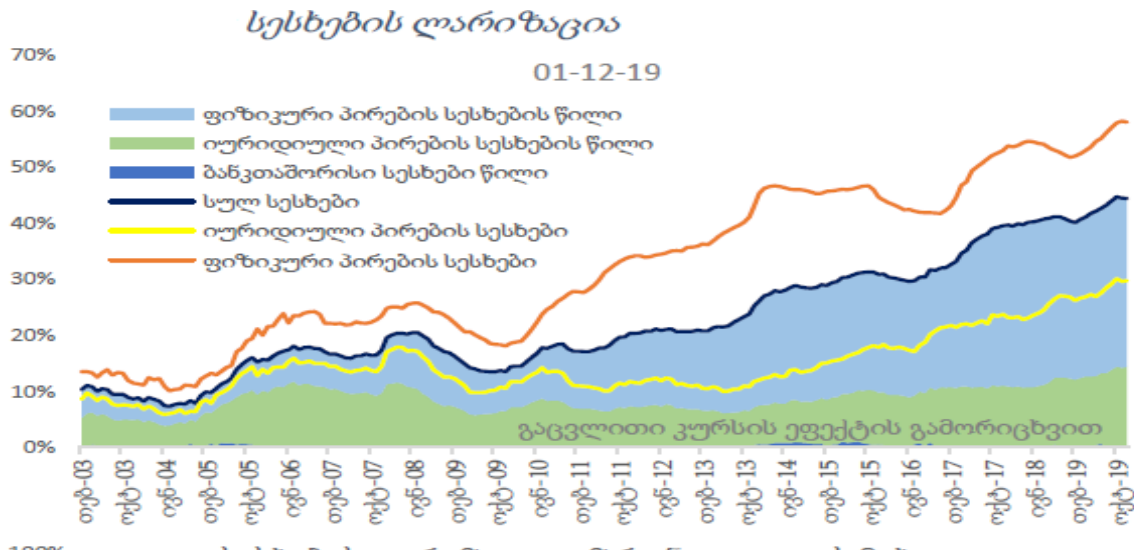
შეღავათები და გადაუვადა დივიდენდები და გადასახადები (International Monetary Fund, 2020). შემოსავლების ყოველმხრივი შემცირება ნეგატიურ ზეგავლენას ახდენს სახელმწიფოს ბიუჯეტზე.

დოლარიზაციის მაღალი დონე ძირითადად განვითარებადი ქვეყნებისთვისაა დამახასიათებელი და ხელს უშლის ამ ქვეყნების ეკონომიკის სტაბილურ განვითარებას. მაღალი დოლარიზაციის მქონე ქვეყნებში მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობის გაზრდისთვის და ფინანსური არასტაბილურობის შესამცირებლად აუცილებელია დოლარიზაციის საწინააღმდეგო ღონისძიებების გატარება. დოლარიზაციის მაღალი დონე ნიშნავს რომ ფულის დიდი ნაწილი ეკონომიკას უცხოურ ვალუტაში მიეწოდება, რაც ზღუდავს მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმის ეფექტიანობას (ეკ.სამინისტრო, 2016). ეროვნულ ვალუტაში სესხებისა და დეპოზიტების რაოდენობის ზრდის ხელშეწყობისათვის აუცილებელია ინფლაციის სტაბილური დონე, გაცვლითი კურსის მერყეობის შემცირება და სტაბილური ეკონომიკური გარემოს ჩამოყალიბება. როგორც ფიზიკური, ასევე იურიდიული პირების მიერ დეპოზიტების დოლარში და არა ეროვნულ ვალუტაში განთავსების მიზეზი, არის ეროვნული ვალუტის მიმართ უნდობლობა და ლარის გაუფასურებასთან დაკავშირებული ნეგატიური მოლოდინები (ეკ.სამინისტრო, 2016).

დოლარიზაციის მაღალი დონე მნიშვნელოვნად აფერხებს ეროვნული ბანკის მიერ გატარებული მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობას. ეროვნული ბანკის მიერ ლარიზაციის მიმართულებით გატარებულმა რეფორმებმა ვერ აჩვენა სათანადო შედეგი, რადგან სესხების დიდი ნაწილის ლარში არსებობის მიუხედავად დეპოზიტების დიდი ნაწილი კვლავ დოლარშია. აქედან გამომდინარე შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ღონისძიებების გატარების მიუხედავად მოსახლეობა არ ენდობა ეროვნულ ვალუტას. ეროვნული ვალუტის ნდობა კი პირდაპირ კავშირშია ეროვნული ბანკის ნდობასთან. ეროვნული ბანკის სანდოობის ასამაღლებლად აუცილებელია კომუნიკაციის მეტად გაღრმავება და ამისათვის დამატებითი მექანიზმების შემუშავება, რითაც მოხდება მოსახლეობის დიდი უმრავლესობისთვის ინფორმაციის რეგულარულად მიწოდება და ამით თანდათანობით ნდობის მოპოვების უზრუნველყოფა.

საქართველოს ეკონომიკის თავისებურებების გასაანალიზებლად აუცილებელია გავაანალიზოთ სესხებისა და დეპოზიტების ლარიზაციის მაჩვენებლები.

ნახ.3.1



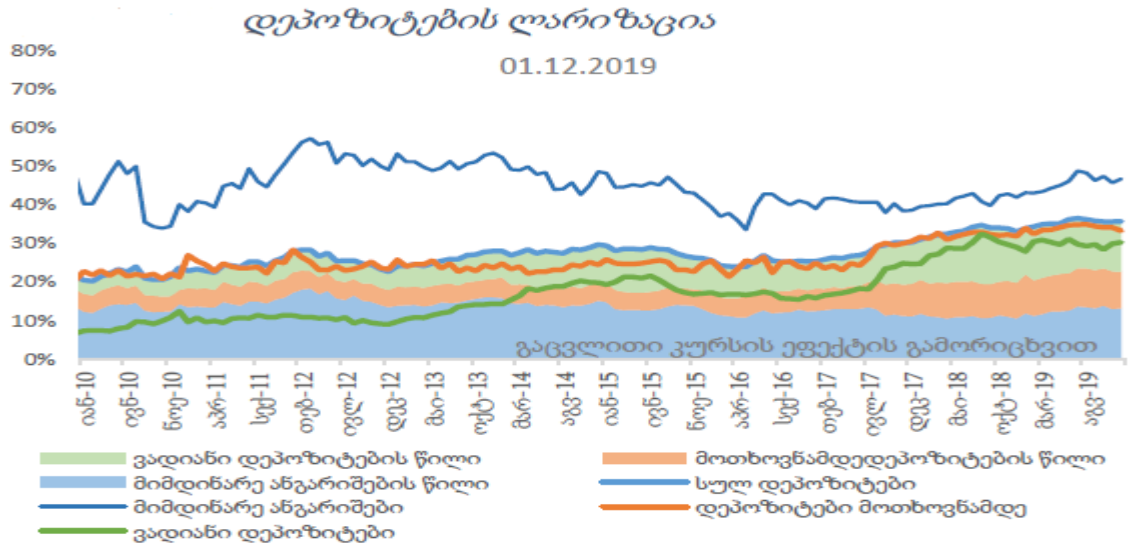
წყარო: ფინანსთა სამინისტრო

როგორც დიაგრამიდან ჩანს, ლარიზაციის დონე ქვეყანაში ყოველწლიურად იზრდება და შესაბამისად დედოღარიზაციის მიმართულებით გატარებული რეფორმები გარკვეულწილად ეფექტური აღმოჩნდა სესხების ლარიზაციის კუთხით. მთლიანობაში 2019 წელს სესხების ლარიზაციამ 44.4 % შეადგინა, რაც მთავარია მზარდი ტენდენცია შეინიშნება. თუმცა, აღსანიშნავია რომ 2019 ფიზიკურ პირებზე გაცემული სესხების ლარიზაციის დონე 58 %-ია და 2 ჯერ აღემატება იურიდიულ პირებზე გაცემული სესხების ლარიზაციის დონეს, რომელიც 29.7%-ია (mof.ge, მიმდინარე ეკონომიკური ტენდენციები, 2019).

2019 წელს ქვეყანაში დეპოზიტების ლარიზაციის დონე 35.6 პროცენტია, რაც ჩამორჩება იმავე წლის სესხების ლარიზაციის დონეს. ეს ფაქტორი განაპირობებს ეკონომიკაში უცხოურ ვალუტაზე მოთხოვნის ზრდას. 2019 წელს იურიდიული პირების დეპოზიტების ლარიზაციამ 49.5 პროცენტი შეადგინა, ხოლო ფიზიკური პირების დეპოზიტების ლარიზაციამ - 24.2 პროცენტი. ტენდენცია ამ მიმართულებითაც

მზარდია. (mof.ge, მიმდინარე ეკონომიკური ტენდენციები, 2019). მიუხედავად მეტნაკლებად დადებითი ტენდენციისა, მაღალი დოლარიზაციის დონე შენარჩუნებულია და საქართველოს ეკონომიკისთვის კვლავ პრობლემად რჩება.

ნახ.3.2



წყარო: ფინანსთა სამინისტრო

სესხებისა და დეპოზიტების ლარიზაციის ანალიზისას აუცილებელი განვიხილოთ გაცვლითი კურსის არხის ზეგავლენა ფირმების ბალანსის სავალუტო სტრუქტურაზე. გაცვლითი კურსი ორი მიმართულებით მოქმედებს: ზეგავლენას ახდენს წმინდა ექსპორტზე და ინდივიდებისა და ფირმების ბალანსზე. საქართველოს შემთხვევაში კომპანიების მიერ აღებული სესხების დიდი ნაწილი არის დენომინირებული უცხოურ ვალუტაში. ლარის გაუფასურება უარყოფითად მოქმედებს ამ კომპანიებზე, რადგან მათი წმინდა ღირებულება მცირდება. წმინდა ღირებულების შემცირება კი აისახება ინვესტიციების შემცირებაზეც. აღსანიშნავია, რომ საქართველოში არსებული ბანკების ვალდებულებების დიდი ნაწილი ასევე დოლარშია დენომინირებული, ვალუტის გაუფასურებას ბანკებზეც ნეგატიური ზეგავლენა აქვს და აისახება ვალდებულებების ზრდაზე (ლემონჯავა, 2016). შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ საქართველოს მსგავს განვითარებად ქვეყანაში, სადაც დოლარიზაციის მაღალი მაჩვენებელია, ექსპანსიური მონეტარული პოლიტიკის გატარება გარკვეულწილად სარისკოა.

2019 წლის მონაცემებით ტურიზმი და მოგზაურობა მთლიანი შიდა პროდუქტის 20 პროცენტს შეადგენდა საგადასახდლო ბალანსში. პანდემიის შედეგად წარმოქმნილმა შოკმა და სახელმწიფოს მხრიდან გატარებულმა შესაბამისმა შემზღვევებმა ღონისძიებებმა კი სერიოზული ზიანი მიაყენა საქართველოში ერთ-ერთ წამყვან ეკონომიკურ სექტორს, ტურიზმს. კრიზისის ერთ-ერთი ნეგატიური შედეგი იყო მარტის თვეში ლარის 20 პროცენტით გაუფასურება, ლარის მერყეობის შემცირების მიზნით ეროვნულმა ბანკმა 100 მილიონი დოლარის რეზერვი გაყიდა (International Monetary Fund, 2020). რისკის ზრდამ უბიძგა არარეზიდენტებს გაეყიდათ საკუთრებაში არსებული სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები (domestic government securities). ლიკვიდურობაზე მოთხოვნის ზრდის საპასუხოდ ეროვნულმა ბანკმა აპრილის თვეში დაიწყო საგარეო ვალუტის სვოპების განხორციელება კომერციულ ბანკებთან და მიკროსაფინანსო ორგანიზაციებთან. (International Monetary Fund, 2020) სვოპების გზით მთავრობა გეგმავს 600 მილიონის დოლარის ლიკვიდურობის მიწოდებას, რაც ბანკების ვალდებულებების 10 პროცენტს შეადგენს. დამატებითი ლიკვიდურობის მიწოდების მიზნით ფინანსთა სამინისტრო და ეროვნული ბანკი ასევე კოორდინაციას გაუწევენ დაახლოებით 600 მილიონი ლარის ღირებულების სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გამოშვებას. (International Monetary Fund, 2020)

მნიშვნელოვანია გავანალიზოთ საქართველოს მოქალაქეების მიერ საზღვარგარეთიდან მიღებული ფულადი გზავნილების ეფექტი ეკონომიკაზე. ბოლო ათწლეულის განმავლობაში, საქართველო საშუალოდ მილიარდი დოლარის ოდენობის ფულად გზავნილებს იღებდა, რაც საქართველოს მთლიანი შიდა პროდუქტის დიდ ნაწილს წარმოადგენს. 2019 წელს, საქართველოს მთლიანი შიდა პროდუქტი მიმდინარე ფასებში 17.7 მილიარდი დოლარი იყო, ხოლო 2019 წელს, საზღვარგარეთიდან მიღებულმა ფულადმა გზავნილებმა თვეში საშუალოდ 100 მილიონი დოლარი შეადგინა. რაც ხაზს უსვამს იმ ფაქტს, რომ ფულადი გზავნილები შინამეურნეობებისთვის და ქვეყნისთვის სერიოზულ ფინანსურ შემოსავალს წარმოადგენს. გზავნილები ძირითადად ევროკავშირის წევრი ქვეყნებიდან, თურქეთიდან, ამერიკის შეერთებული შტატებიდან და რუსეთიდან იყო მიღებული. (mof.ge, მიმდინარე ეკონომიკური ტენდენციები, 2019)

პანდემიის შედეგად საგრძნობლად შემცირდა მანამდე არსებული ეკონომიკური მაჩვენებლების პროგნოზი. 2019 წლის მონაცემებით ქვეყანაში დაფიქსირდა 5.1 პროცენტის ზრდა, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტმა შეადგინა 5.1 რაც ისტორიული მინიმუმია. პანდემიის შედეგად კი საერთაშორისო სავალუტო ფონდის შეფასებით, საქართველოს რეალური მთლიანი შიდა პროდუქტი შემცირდება 4 პროცენტით, მიმდინარე ანგარიშის დეფიციტი კი გაიზრდება დაახლოებით 11 პროცენტით, რაც გამოწვეული იქნება ექსპორტის და რემიტენსების შემცირებით. ექსპორტისა და რემიტენსების შემცირება, ბუნებრივია ჩვენს პარტნიორ ქვეყნებში ეკონომიკური ზრდის შენელებით იქნება გამოწვეული (International Monetary Fund, 2020). გლობალური რისკების ზრდა ზეგავლენას მოახდენს საქართველოზეც და გამოიწვევს საქართველოში ეკონომიკის ზრდის შეფერხებას და ინვესტიციების შემცირებას, რაზეც საქართველოს ეკონომიკა მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული. ინვესტიციებიდან შემოსული დანაკლისის ასანაზღაურებლად სახელმწიფო იძულებული გახდება კიდევ გაზარდოს საგარეო ვალი.

პანდემიის ზეგავლენით გამოწვეული ფინანსური დეფიციტის შესავსებად, მთავრობამ შეიმუშავა სტრატეგია, რომლის მიხედვითაც დეფიციტის შევსება მოხდება საგარეო და საშინაო ვალდებულებების ზრდით, რაც 2020 წელს მთლიანი შიდა პროდუქტის 14.4 პროცენტი იქნება. (International Monetary Fund, 2020) აღნიშნული მაჩვენებელი საკმაოდ მაღალია და უარყოფითად იმოქმედებს ეკონომიკის ზრდის ტემპზეც.



### 3.2. მონეტარული პოლიტიკის სრულყოფის ასპექტები საქართველოში

მიუხედავად იმისა, რომ მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმი არის საგარეო შოკების მშთანთქავი და შესაბამისად გარკვეულწილად იცავს ეკონომიკას საგარეო შოკებისგან. პანდემიით გამოწვეულმა საგარეო შოკმა სერიოზულად დააზარალა ქვეყნის ეკონომიკა და გამოკვეთა ეკონომიკის ძირითადი პრობლემები.

საქართველოს მთავრობის შეფასებით ქვეყნაში დოლარიზაციის მაღალი დონე და ლარის კურსის მერყეობა შეიძლება გახდეს ფინანსური არასტაბილურობის გამომწვევი ფაქტორი. ეროვნული ბანკი გეგმავს უცხოური ვალუტის ინტერვენციების ლიმიტირებას, მაგრამ ამავდროულად პერიოდულად განხორციელებას პატარა ინტერვენციების უცხოური ვალუტის ლიკვიდურობის საჭიროების შემთხვევაში ან ლარის მერყეობიდან გამომდინარე. პანდემიის შემდგომ, ეროვნული ბანკი გეგმავს უცხოურ სავალუტო ინტერვენციების პოლიტიკის განახლებას და ეროვნული ბანკის კომუნიკაციის გაძლიერებას. (International Monetary Fund, 2020)

აღსანიშნავია, რომ საერთაშორისო მონეტარული ფონდის ანგარიშში ყურადღება გამახვილდა დოლარიზაციაზე, როგორც ეკონომიკისთვის ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს სტრუქტურულ პრობლემაზე. ფონდის რეკომენდაციით პანდემიით გამოწვეული კრიზისის შემდგომ, სახელმწიფომ უნდა შეიმუშაოს ყოვლისმომცველი სტრატეგია, რომელიც მოსახლეობას დეპოზიტების ეროვნულ ვალუტაში განთავსებისკენ უბიძგებს. რეკომენდაციის თანახმად, ამისათვის ეროვნულმა ბანკმა უნდა გამოიყენოს უცხოური სავალუტო ინტერვენციები, მაკროპრუდენციული ზომები და მონეტარული პოლიტიკა. (International Monetary Fund, 2020)

როგორც ცნობილია, საქართველოში კაპიტალის ბაზარი თითქმის არ არსებობს. აუცილებელია, ეკონომიკის განვითარებისთვის. კაპიტალის ბაზრის განვითარება მნიშვნელობის გაანალიზება. განვითარებული კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირება ზრდის ფინანსური რესურსის მრავალფეროვნებას და ხელმისაწვდომობას. შესაბამისად ეროვნული ბანკის მიერ კაპიტალის ბაზრის განვითარება საქართველოს ეკონომიკისათვის და ფინანსური სტაბილურობისთვის დადებითი ფაქტორი იქნება.

საქართველოს მთავრობის მიზანია, ლარიზაციის მხარდასაჭერი ღონისძიებების გატარება. ამ მიზნის მისაღწევად იგეგმება კაპიტალის ბაზრის განვითარების ხელშეწყობა და შემდეგი ღონისძიებებს განხორციელება (International Monetary Fund, 2020):

- პარლამენტს წარუდგინეს კანონმდებლობა, რომელიც მოიცავს საინვესტიციო ფონდების შექმნას და ასევე, დაკავშირებული ცვლილებები საგადასახადო კოდექსში.
- პარლამენტს წარუდგინეს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის კანონმდებლობაში ცვლილებები, რომელიც მიზანი ინვესტორთა უფლებების დაცვა და კორპორაციული გამჭვირვალობის გაუმჯობესებაა. ეს კანონმდებლობა მიზნად ისახავს ევროკავშირის დირექტივებთან და რეგულაციებთან დაახლოებას, რომელიც ღრმა და ყოვლისმომცველი სავაჭრო სივრცის შეთანხმებით არის განსაზღვრული
- 2020 წელს დაგეგმილია საინვესტიციო ფონდების მარეგულირებელი ჩარჩოს გაძლიერება.
- ფინანსური ბაზრების განვითარების ხელშეწყობის მიზნით 2019 წლის ბოლოს ამოქმედდა კანონი დერივატივებსა და ფინანსური გირაოს შესახებ. 2020 წლის ივნისში დაგეგმილია პარლამენტისთვის ფასიანი ქაღალდების ფლობის შესახებ კანონპროექტის წარდგენა, რომელიც საუკეთესო საერთაშორისო პრაქტიკებთან იქნება თანხვედრაში. ეს ჩარჩო ხელს შეუწყობს ინვესტორის დაცვას და უზრუნველყოფს არაპირდაპირი ფლობის რეჟიმს, სადაც მხოლოდ ბანკებსა და ბროკერებს ექნებათ ფასიანი ქაღალდების ფლობის უფლება, მათი კლიენტების სახელით.
- 2020 წელს იგეგმება შემდეგი კანონპროექტების წარდგენა: კანონი ფასიანი ქაღალდების შესახებ, რომელიც ფასიანი ქაღალდების დემატერალიზაციის საფუძველს შექმნის. კომერციული ბანკებისათვის ლარის გრძელვადიანი

ხელმისაწვდომობის უზრუნველყოფის ზრდის მიზნით, ასევე იგეგმება ფიქსირებული შემოსავლის ბაზრის განვითარება.

- 2020 წელს დამთავრდება ფინანსური ინსტრუმენტის, ინფლაციასთან დაკავშირებული სავალო ფასიანი ქაღალდების მიზანშეწონილობის კვლევა, რომელიც ხელს შეუწყობს ადგილობრივი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას.

კაპიტალის ბაზარი საბანკო სექტორის პარალელურად წარმოადგენს ინვესტიციების მოზიდვისა და დანაზოგების განთავსების დამატებით ინსტრუმენტს. საბანკო დაკრედიტების შეფერხების შემთხვევაში, ობლიგაციების ბაზარმა შესაძლოა დამაბლანსირებელი როლი შეასრულოს. განვითარებული კაპიტალის ბაზარი ხელს უწყობს კეთილდღეობის ზრდას ქვეყანაში. კაპიტალის ბაზრის განვითარებისთვის საჭიროა ქვეყანამ ინვესტორების მოსაზიდად უზრუნველყოს სამართლიანი და გამართული საკანონმდებლო ბაზრის არსებობა, თანამედროვე ფინანსური ინფრასტრუქტურა და საგადასახადო რეჟიმი. ეს ყველაფერი საქართველოს დაეხმარება გახდეს კონკურენტული და ჩამოყალიბდეს რეგიონალურ ფინანსურ ცენტრად (MOESD, 2016).

## დასკვნა

ნებისმიერი სახელმწიფოს ინტერესებში შედის საკუთარი მოსახლეობის კეთილდღეობის უზრუნველყოფა, რისთვისაც მათი მიზანია სწორი მონეტარული პოლიტიკის შემუშავება და განხორციელება. სწორი მონეტარული პოლიტიკა გულისხმობს, მოსახლეობის ინტერესებიდან გამომდინარე შეინარჩუნონ ფასების სტაბილურობა და ინფლაციის დაბალი დონე. როგორც მსოფლიო ანალიზიდან ვნახეთ, მონეტარული პოლიტიკა დროთა განმავლობაში მნიშვნელოვნად დაიხვეწა, განსაკუთრებული აქტუალურობა მიიღო მონეტარული პოლიტიკის გამტარებელი ინსტიტუტის დამოუკიდებლობის საკითხმა. მონეტარული პოლიტიკის მექანიზმების ანალიზისას დიდი მნიშვნელობა აქვს დროით ლაგებს, რადგან სხვადასხვა ეკონომიკურ ფაქტორებზე ზეგავლენისთვის სხვადასხვა პერიოდებია საჭირო. განსაკუთრებით დიდი ყურადღება უნდა დაეთმოს მონეტარული პოლიტიკის შემუშავების დროს ადამიანთა მოლოდინების გათვალისწინებას, ამას ემატება ეროვნული ბანკებისადმი მოსახლეობის ნდობის დონის მნიშვნელობა, რაც საბოლოოდ მონეტარულ პოლიტიკას უფრო ეფექტიანს ხდის. საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული ინსტრუმენტების ეფექტიანობა პირდაპირ არის დაკავშირებული ქვეყნის დოლარიზაციის დონესთან და ფინანსური დეფიციტის პრობლემასთან.

საქართველოს სახელმწიფო პოლიტიკა ეფუძნება მცურავი გაცვლითი კურსის რეჟიმსა და ინფლაციის თარგეთირების რეჟიმს, რაც ღია პატარა ეკონომიკისთვის ყველაზე ოპტიმალურია. საქართველოს ეროვნული ბანკის ინფლაციის მართვის მთავარი ინსტრუმენტი არის მონეტარული პოლიტიკის განაკვეთი, რომლის საშუალებითაც ის ზემოქმედებს ბანკთაშორის საპროცენტო განაკვეთზე. ეროვნული ბანკი, ასევე იყენებს სავალდებულო რეზერვების მოთხოვნას და სხვა მონეტარულ ინსტრუმენტებს. ის ცდილობს კომუნიკაციის ინტენსივობის გაზრდით მოსახლეობის მოლოდინებზე ზეგავლენა მოახდინოს. თუმცა როგორც ანალიზიდან ვნახეთ ისეთი იმპორტდამოკიდებული ქვეყნებისთვის, როგორც საქართველოა დოლარიზაციის მაღალი დონე და ფინანსური დეფიციტის პრობლემა მნიშვნელოვნად ზღუდავს

ეროვნული ბანკის მიერ გატარებული მონეტარული პოლიტიკის ეფექტიანობას. ეს კი საბოლოო ჯამში ხელს უშლის მაკროეკონომიკური სტაბილურობის მიღწევას.

აღნიშნული კვლევის საფუძველზე, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ქვეყანაში, მონეტარული გადაცემის მექანიზმები სუსტია და ეროვნული ბანკის მიერ მხოლოდ ოფიციალური გაცვლითი კურსის ცვალებადობა ვერ მოახერხებს ინფლაციის დაბლდონეზე შენარჩუნების უზრუნველყოფას.

ეროვნულმა ბანკმა და სახელმწიფომ უნდა გააგრძელონ ლარიზაციის მიმართულებით მუშაობა, იმისათვის რომ ეროვნული ვალუტა უფრო მიმზიდველი გახდეს. ამისათვის მხოლოდ ლარიზაციის ღონისძიებები არაა საკმარისი და საჭიროა ფინანსური დეფიციტის პრობლემის აღმოფხვრა, რაც ყოველწლიურად დამატებითი საგარეო ვალის აღების მიზეზი ხდება. საგარეო ვალის უდიდესი ნაწილის უცხოურ ვალუტაში არსებობა, გაცვლითი კურსის მერყეობიდან გამომდინარე უფრო ძვირდება და მეტად აწვება გადასახადების გადამხდელებს.

ინფლაციის პრობლემის გადაჭრის ერთ-ერთი გზა ფისკალური დეფიციტის პრობლემის აღმოფხვრა. ფისკალური დეფიციტი არის ენდოგენური პრობლემა, რომელზე ზეგავლენაც სახელმწიფოს შეუძლია. სამთავრობო ფისკალური პოლიტიკა უფრო მეტად უნდა იყოს მიმართული ისეთი სექტორების განვითარებაზე, რომლებიც გრძელვადიან პერსპექტივაში ეკონომიკურ სტაბილურობას და განვითარებას მოგვითმანს. წინააღმდეგ შემთხვევაში, ბიუჯეტის დეფიციტის და მაღალი დოლარიზაციის პირობებში მონეტარულ პოლიტიკას მხოლოდ მცირე ეფექტი ექნება და როგორც პანდემიამ გვაჩვენა, შოკების მიმართ ნაკლებად რეზისტენტული ეკონომიკა ჩამოყალიბდება. ასეთი ეკონომიკა კი მუდმივად საგარეო ვალებზე და დახმარებებზე იქნება დამოკიდებული.

## გამოყენებული ლიტერატურა

1. ბენასი-კუერი, ა., კიური, ბ., ჟაკი, პ., & პისანი-ფერი, ჟ. (2012). *ეკონომიკური პოლიტიკა*. თბილისი: უნივერსიტეტის გამომცემლობა.
2. ბლანშარი, ო. (2010) *მაკროეკონომიკა*. უნივერსიტეტის გამომცემლობა. თბილისი
3. ლემონჯავა, გ (2016) *მონეტარული პოლიტიკის გადაცემის მექანიზმები*. ჟურნალი-გლობალიზაცია და ბიზნესი.
4. ხადური, ნ., კაკულია, ნ., & ჩიქოვავა, მ. (2011). *მაკროეკონომიკა*. თბილისი
5. *საქართველოს ეროვნული ბანკის მონეტარული პოლიტიკის სტრატეგია*. მოპოვებული [nbg.gov.ge](http://nbg.gov.ge): <https://www.nbg.gov.ge/index.php?m=628>-დან
6. *საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე* (2001). მოპოვებული [matsne.gov.ge](http://matsne.gov.ge): <https://www.matsne.gov.ge/ka/document/view/1252986?publication=0> -დან
7. *ეკონომიკური მიმოხილვა* (2016). *საქართველოს ეკონომიკის* სამინისტრო.
8. *საქართველოს 2019-2021 წლების ფულად-საკრედიტო და სავალუტო პოლიტიკის ძირითადი მიმართულებების შესახებ* (2018). *საქართველოს პარლამეტი*, ქუთაისი.
9. *მიმდინარე ეკონომიკური ტენდენციები* (2019). *საქართველოს* ფინანსთა სამინისტრო.
10. *კაპიტალის ბაზრის განვითარების სტრატეგია (2016)*. საქართველოს ეკონომიკის სამინისტრო.
11. პაპავა, ვ. (2015) *საქართველოს ეკონომიკა*. თბილისი: გამომცემლობა ინტელექტი.
12. Abel, A. Bernanke, B. (2008) *Macroeconomics*.
13. Bain, K., & Howells, P. (2003). *Monetary Economics: Policy and its Theoretical Basis*.
14. EPRC, E. P. (2012). *Inflation in Georgia, Causes and Cures*. Tbilisi.
15. International Monetary Fund, I. (2020). *SIXTH REVIEW UNDER THE EXTENDED ARRANGEMENT AND REQUESTS FOR A WAIVER OF NONOBSERVANCE MODIFICATION OF PERFORMANCE CRITERIA, AND AUGMENTATION OF STATEMENT BY THE EXECUTIVE DIRECTOR FOR GEorgia*.
16. JAHAN, S. *Inflation Targeting: Holding the Line*. მოპოვებული International Monetary Fund: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/target.htm>-დან
17. Howells, K. B. (2003). *Monetary Economics: Policy and its Theoretical Basis*.
18. Mishkin, F. S. ( 1995). *Symposium on the Monetary Transmission Mechanism*. The Journal of Economic Perspectives.
19. Mishkin., F. S. (2004). *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*. Columbia University.
20. Papava, V., & Charaia, V. (2019). On Complex Inflation Targeting and Modified Inflation Indicators. *International Finance* .
21. Romer, D (2012). *Advanced Macroeconomics*. University of California, Berkeley
22. Stiglitz, J. E. (2008). The failure of inflation targeting. *Project Syndicate*.
23. Tvalodze, S., Mkhatrihvili, S., Mdivnishvili, T., Tutberidze, D., & Zedginidze, Z. (2016). *The National Bank of Georgia's Forecasting and Policy Analysis System*. National Bank of Georgia.
24. Treaty on the European Union (1992). *Chapter 3, Article 7*.
25. Walsh E, C. (2010). *Monetary Theory and Policy*., Massachusetts Institute of Technology.
26. [www.nbg.gov.ge](http://www.nbg.gov.ge)

27. [www.geostat.ge](http://www.geostat.ge)
28. <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/historical-approaches-to-monetary-policy.htm>
29. [https://www.imf.org/external/np/exr/center/mm/eng/mm\\_bnfts.htm](https://www.imf.org/external/np/exr/center/mm/eng/mm_bnfts.htm)
30. <https://www.ecb.europa.eu>

Ivane Javakhishvili Tbilisi State University  
FACULTY OF ECONOMICS AND BUSINESS



Anna Bagbaia

**Impact of Monetary Mechanisms on Macroeconomic Equilibrium**

Master's program - Economics

The work is done to obtain the academic degree of Master of Economics

Head: Lia Totladze

Associate Professor

Tbilisi 2020